

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

На правах рукопису

МЕТЛУШКО ОЛЬГА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК 338.76

**ДІЯЛЬНІСТЬ БАНКІВ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Спеціальність: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Луців Богдан Любомирович,
доктор економічних наук,
професор

Тернопіль – 2011

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	11
1.1. Сутність ринку корпоративних цінних паперів та його функції	11
1.2. Моделі фондового ринку та їх еволюція	30
1.3. Світовий досвід діяльності банків на ринку цінних паперів	53
Висновки до розділу 1	62
РОЗДІЛ 2. БАНКІВСЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ	64
2.1. Банки як інфраструктурні посередники та торговці на ринку корпоративних цінних паперів	64
2.2. Емісійно-інвестиційна діяльність банків на фондовому ринку	88
2.3. Регіональні аспекти банківської діяльності на ринку корпоративних цінних паперів в Україні	125
Висновки до розділу 2	142
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ	145
3.1. Нормативно-правові передумови розширення операцій банків з цінними паперами	145
3.2. Оптимізація банківських ризиків при операціях з корпоративними цінними паперами	166
3.3. Шляхи активізації діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів в умовах кризи	182
Висновки до розділу 3	199
ВИСНОВКИ	202
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	208
ДОДАТКИ	227

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

АТ	–	Акціонерне товариство
АУБ	–	Асоціація українських банків
БК	–	Базельський комітет
ВАТ	–	Відкрите акціонерне товариство
ВДЦП	–	Всеукраїнський депозитарій цінних паперів
ДКЦПФР	–	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ЗАТ	–	Закрите акціонерне товариство
ЄС	–	Європейський Союз
КУА	–	Компанії з управління активами
КЦПБ	–	Комісія з цінних паперів і бірж
МФК	–	Міжнародна фінансова корпорація
МФС	–	Міжрегіональний фондовий союз
НБУ	–	Національний банк України
ПАРД	–	Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв
ПАТ	–	Публічне акціонерне товариство
ПІФ	–	Пайові інвестиційні фонди
ПФТС	–	Перша фондова торгівельна система
СРО	–	Саморегулювальні організації
ТОВ	–	Товариство з обмеженою відповідальністю
ФБУ	–	Фонд банківського управління
ЦК	–	Цивільний кодекс
WFE	–	Всесвітня організація бірж
IOSCO	–	Міжнародна організація комісій з цінних паперів

ВСТУП

Актуальність теми. Сьогодні за умов посилення кризових явищ в економіці України, спаду виробництва й інфляції традиційні кредитні операції банків не спроможні забезпечити їм відповідний рівень прибутковості, внаслідок чого виникають тенденції до універсалізації банківської справи та створення повноцінного ринку банківських послуг. Потреба у розширенні спектра банківських послуг виявляється під впливом посилення міжбанківської конкуренції на вітчизняному банківському ринку. Власне становлення національного ринку цінних паперів України відбувалося за активної участі комерційних банків.

За таких умов головне завдання менеджменту банку щодо операцій з цінними паперами полягає у виявленні найбільш перспективних вкладень банку в цінні папери і поліпшенні якості портфеля фінансових інвестицій, у тому числі й цінних паперів, що актуалізує дослідження, пов'язані з розробленням стратегічних напрямів формування банківського портфеля цінних паперів та управління ним. Важливе теоретичне і практичне значення мають дослідження вітчизняних учених-економістів, що стосуються діяльності банків на фондовому ринку: Т. Андрушківа, О. Вовчак, О. Дзюблюка, А. Загороднього, В. Загорського, В. Корнєєва, А. Кошєєва, І. Кравчука, А. Кузнецової, Б. Луціва, Т. Майорової, О. Мендрула, О. Мозгового, А. Мороза, І. Павленка, А. Пересади, М. Пуховкіної, М. Савлука, Н. Чередніченко, В. Шапрана. Серед зарубіжних дослідників, які приділяли увагу аналізу діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів, варто відзначити праці Р. Коттера, М. Маковецького, Н. Маренкова, Я. Міркіна, П. Роуза, Б. Рубцова, Дж. Сінкі, Б. Ческідова.

Незважаючи на особливу цінність та значущість проведених наукових досліджень, залишаються не розкритими питання формування моделей ринку цінних паперів. Потребує поглибленого вивчення участь банків на ринку корпоративних цінних паперів як універсальних фінансових інститутів, які мають значний потенціал. Необхідно провести детальне дослідження

зарубіжного досвіду й основних світових тенденцій, що зумовлюють суттєві зміни в участі банків на ринку корпоративних цінних паперів. У такій ситуації важливим напрямом стає вивчення діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів, обґрунтування підходів і розроблення методичних рекомендацій з питань формування та розвитку ринку в умовах світової фінансової кризи.

Актуальність зазначених проблем, їхнє наукове значення і подальше практичне застосування зумовили вибір теми дисертації та логіку викладу її основних положень.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідної роботи кафедри банківського менеджменту та обліку Тернопільського національного економічного університету і є складовою частиною теми «Дослідження потенціалу розвитку банків та їх впливу на економіку регіонів» (державний реєстраційний номер 0107U012108), розділ «Інвестиційна діяльність банківських установ на фінансовому ринку», в межах якої запропоновано комплекс заходів щодо активізації діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів.

Мета і завдання дослідження. *Метою* дисертаційної роботи є здійснення концептуалізації засад діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів і розроблення практичних рекомендацій щодо вдосконалення впливу банків на функціонування та розвиток ринку корпоративних цінних паперів.

Відповідно до вказаної мети у роботі визначено такі *завдання*, що відображають логіку і внутрішню структуру дослідження:

- з'ясувати економічний зміст поняття «цінні папери»;
- розглянути теоретико-методологічні основи ринку корпоративних цінних паперів;
- оцінити у ретроспективі альтернативні моделі регулювання банківської діяльності на ринку цінних паперів;

- вивчити світовий досвід участі банків на ринку корпоративних цінних паперів та можливість його застосування на вітчизняному ринку;
- охарактеризувати участь банків на ринку корпоративних цінних паперів як посередників та інфраструктурних учасників;
- проаналізувати особливості участі банків на ринку корпоративних цінних паперів у регіональному аспекті й означити проблеми, що стримують їхню діяльність;
- розробити рекомендації щодо вдосконалення регулювання банківських операцій на ринку корпоративних цінних паперів в Україні з урахуванням вимог міжнародних стандартів;
- дослідити ризикованість операцій банків на ринку корпоративних цінних паперів і запропонувати заходи для їхньої мінімізації;
- сформулювати концептуальні підходи щодо активізації діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів у період кризи.

Об’єктом дослідження є функціонування банків на ринку цінних паперів України в сучасних трансформаційних умовах.

Предмет дослідження – теоретичні та практичні засади діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів.

Теоретичну основу дисертації формують базові положення економічної теорії, інституціональної теорії, теорії фінансів та регіональної економіки.

Методологічною основою дослідження став системний підхід, який застосовують при аналізі умов функціонування банків у взаємозв’язку з ринком цінних паперів. За основу дослідження взято діалектичний підхід до вивчення економічних явищ, який передбачає виявлення закономірностей, тенденцій і взаємозалежностей. У роботі використано методи економічного аналізу: логічне моделювання економічних процесів, статистичний аналіз, економіко-математичні методи – для здійснення аналізу фактичних даних; класифікації та групування – для систематизації практичних даних з метою оцінювання формування і розвитку діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів; метод історико-логічної аргументації – для виявлення причинно-

наслідкових зв'язків у розвитку банківської діяльності на ринку цінних паперів на різних етапах її становлення; методи порівняння – при аналізі світового досвіду та сучасних тенденцій розвитку ринку цінних паперів; діалектичний метод пізнання – при вивченні економічних явищ у процесі розвитку і взаємозв'язку та для визначення місця ринку цінних паперів у системі фінансових ринків. Також застосовано методи спостереження, синтезу, деталізації показників, графічні методи дослідження.

Інформаційну базу дослідження становлять: нормативно-правові акти Національного банку України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Базельського комітету з банківського нагляду, Тернопільського територіального управління державної комісії з цінних паперів та фондового ринку й інших фінансових інститутів; інші нормативно-правові акти, що регулюють діяльність професійних учасників на ринку корпоративних цінних паперів; офіційні статистичні дані щодо функціонування суб'єктів ринку цінних паперів.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні теоретичних засад діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів і розробленні рекомендацій щодо її стимулювання, що дало змогу узагальнити наявні розробки та одержати нові наукові результати:

вперше:

– запропоновано теоретичний підхід до використання кластеризації при формуванні банком портфеля цінних паперів з метою визначення зон інтересів для мінімізації ризиків. З допомогою методу кластеризації можна виділяти групи цінних паперів і розробляти для кожної з них відповідні стратегії управління портфелем цінних паперів банку;

удосконалено:

– трактування поняття «цінні папери» як документів, що засвідчують економічні відносини, пов'язані з емісією, купівлею-продажем та використанням їх між суб'єктами для залучення ресурсів, і суб'єктами, які їх видають (розміщують) за участю посередників на основі законодавства, що

гарантує виплату доходів у вигляді дивідендів або відсотків та передачу грошових і майнових прав, які впливають з цих відносин;

– системний підхід до побудови моделі ринку цінних паперів з урахуванням таких елементів забезпечення: теоретичного, законодавчого, стратегічного, програмного, економічного, контрольного, юридичного, інформаційного, математичного й статистичного з метою оптимізації структури ринку цінних паперів і спрощення аналізу стану його функціонування;

– механізм рефінансування банківських установ без використання коштів НБУ, який можна застосовувати для всіх проблемних банків. Такий підхід допоможе прискорити здійснення заходів щодо рефінансування та уникнути відволікання коштів з реального сектору економіки, а також гарантуватиме рефінансування всім проблемним банкам за рахунок створення для кожного з них окремого санаційного фонду;

дістало подальший розвиток:

– напрями адаптації фондового ринку України до вимог і норм ЄС щодо підвищення загальних стандартів розкриття інформації, посилення вимог до зовнішнього аудиту та контролю за регуляторною діяльністю з урахуванням наслідків глобальної фінансової кризи у контексті Директив ЄС і принципів реформ фінансових ринків країн G-20. Це дасть змогу зменшити ризики банків на ринку корпоративних цінних паперів;

– підходи до попереднього обґрунтування емісії цінних паперів банками та розроблення маркетингового дослідження ринку стосовно тактики випуску цінних паперів з метою реального оцінювання важливості зваженого рішення щодо доцільності емісії. На основі запропонованого алгоритму можна якісно проаналізувати й оцінити здійснення емісії, розробити її програму і мінімізувати ризики при реалізації емісії та розміщенні цінних паперів;

– методичні засади аналізу стану банківської діяльності на регіональному ринку цінних паперів з розширенням використання найважливіших показників, які характеризують стан розвитку ринку цінних паперів регіону: результати фінансово-господарської діяльності емітентів, динаміка кількості акціонерних

товариств, обсяг випуску цінних паперів, рівень розвитку інфраструктури ринку, динаміка зміни інфраструктури, показники діяльності торговців й інших посередників на ринку цінних паперів та ін.

Практичне значення одержаних результатів полягає у розробленні рекомендацій щодо вирішення проблем діяльності банків та їхньої активізації на ринку корпоративних цінних паперів. Найважливіші результати наукового дослідження використано у практичній діяльності: ПАТ Акціонерно-комерційний банк «Львів» (довідка № 2030-1/6-03/1 від 29.09.2010 р.); ПАТ «Комерційний банк «Хрещатик» (довідка № 12-29/7030 від 04.11.2010 р.); Тернопільське територіальне управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка від 30.09.2010 р.).

Окремі положення і висновки дисертації впроваджено в навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету (довідка № 126-25/2829 від 18.11.2010 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, викладені в дисертації, автор отримала самостійно. Особистий внесок дисертанта у працях, опублікованих у співавторстві, відображено у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні положення та результати дослідження доповідалися й обговорювалися на таких конференціях і семінарах: Всеукраїнській науково-методичній конференції «Сучасні аспекти фінансового управління економічними процесами» (м. Севастополь, 2005 р.); III Міжнародно-практичній конференції «Тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України» (м. Київ, 2005 р.); V Всеукраїнській науково-практичній конференції «Стан та проблеми інноваційної розбудови України» (м. Дніпропетровськ, 2007 р.); V Всеукраїнській науково-практичній конференції «Сучасна наука в мережі Інтернет» (м. Київ, 2009 р.); VII Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Шевченківська весна: економіка» (м. Київ, 2009 р.); VIII науково-практичній конференції студентів та аспірантів «Фінансово-кредитна система України в умовах інтеграційних процесів» (м. Черкаси, 2009 р.); XII

Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, 2009 р.).

Публікації. Основні положення, висновки та рекомендації дисертації опубліковано у 13 наукових працях загальним обсягом 5,01 друк. арк., у тому числі основні наукові результати – у 7 працях обсягом 3,85 друк. арк.

Структура і обсяг роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Повний обсяг роботи становить 208 сторінок комп'ютерного тексту. Дисертація містить 32 таблиці на 32 сторінках, 26 рисунків на 26 сторінках і 25 додатків на 19 сторінках. Перелік використаних джерел налічує 190 найменувань.

РОЗДІЛ 1

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Сутність ринку корпоративних цінних паперів та його функції

У процесі масштабних економічних реформ в Україні формується економічна система ринкового типу. Ринок часто визначають як сферу обміну, в котрій відбуваються угоди купівлі та продажу товарів. Проте, це вузьке розуміння ринку, що фактично ототожнює його з торгівлею. Ринок не слід зводити лише до торгівлі, яка є лише окремою сферою економіки (сферою обміну), він – економічна категорія, котра відображає відносини як обміну, так і виробництва, розподілу та споживання.

Отже, ринок – це сукупність економічних відносин, що виникають між суб'єктами економіки з приводу обміну результатами виробництва (продуктами) та його умовами (виробничими ресурсами). Водночас ринок є сферою економічних інтересів суб'єктів економіки (економічні інтереси – форма прояву економічних відносин), де відбуваються їх зіткнення і взаємодія [1, с. 44–45].

Для того, щоб будь-який ринок почав працювати, необхідні щонайменше три елементи: товар, що буде обертатися на ринку, учасники ринку та безпосередньо носії ринкового механізму, яких можна ототожнити з інфраструктурою ринку. Елементи кожного виду ринку мають особливості. Наприклад, ринок цінних паперів відрізняється від інших тим, що на ньому обертається специфічний товар – цінні папери.

Проблема визначення поняття «цінні папери» не є новою. Ще наприкінці XVIII ст. її досліджували науковці з різних країн, в т. ч. відомий російський учений професор Н. Нерсесов, який вказував на відсутність чіткого законодавчого визначення даного поняття [2, с. 138].

Цінний папір – особливий товар. Із одного боку, це – товар, що представляє об'єкт, а з іншого – цінний папір як товар. Послідовники марксистського підходу стверджують, що цінні папери мають фіктивну

природу, і їх вартість є зазвичай, фіктивною. Разом із тим, прихильники ринкових відносин заперечують наявність фіктивної вартості та вважають, що за цінними паперами є реальна вартість, яка й відображена в ціні. Карл Маркс, зокрема, зазначив: «Всі цінні папери по суті не що інше, як нагромадження домагання, юридичні титули на майбутнє виробництво, грошова або капітальна вартість яких не представляє ніякого капіталу, як у випадку державного боргу, або регулюється незалежно від вартості реального капіталу, який вони представляють» [3, с. 517]. Важко не погодитися з цим автором, якщо розглядати цінні папери як окрему економічну категорію у відриві від ринку. Але від того, якої точки зору дотримуватимуться учасники ринку, залежатимуть і ринкові принципи, покладені в окремі операції. Так, Дж. М. Кейнс, започаткувавши традицію виведення відсотка з грошового ринку, зосередив увагу на цінних паперах як активі, що конкурує з грошима як засобом збереження [4, с. 232]. Для згаданого автора і, з певною конкретизацією цієї тези, для некейнсіанців ліквідність була головним критерієм поділу цінних паперів: гроші – лише досконаліший вид цінних паперів, «дисконтована вартість яких дорівнює номіналу» [5, с. 277].

Таким чином, цінний папір – це одночасно і титул власності, й боргове зобов'язання, і право на отримання відсотку а, й загальна ліквідність. Їх продаж дає емітентові змогу володіти капіталом, хоча самі вони не мають власної вартості (вартість паперу як такого незначна) і не є капіталом. Це зумовлено тим, що:

– цінні папери не можуть бути авансовані безпосередньо у виробництво, вони не можуть пройти першу стадію кругообігу капіталу без того, щоб попередньо не перетворитися в гроші;

– цінні папери не завжди можуть миттєво перетворитися в гроші ще й тому, що капіталом вони можуть стати тільки у майбутньому;

– на ринку ціна цінних паперів може змінюватися в той чи інший бік, а загальна маса реального капіталу при цьому не змінюється [6, с. 89].

Аналіз економічної і юридичної літератури з питань сутності та ролі цінних паперів свідчить про значні розбіжності у поглядах науковців. Уже з назви цього економічного терміна випливає неоднозначність його трактування, оскільки він охоплює два поняття: цінний і папір. Аксіоматично, що ключовим словом є не «папір», а «цінний», яке виражає забезпеченість цього документа грошовими або майновими правами. Окреслену властивість достатньо точно передає англійський термін «security» – в тому значенні, що майнові права, які пов'язані з володінням цінним папером, легально закріплені (secured). Наприклад, відповідно до американського законодавства під цінним папером (security) разом з іншим розуміють будь-яку інвестицію у спільне підприємство, здійснену для отримання прибутку [7] .

У ринковій економіці її учасники вступають в суспільні відносини, котрі виникають між ними, і які фіксують, оформляють та закріплюють згідно із законодавством. Відповідно, цінний папір – це такий інструмент, який опосередковує форму ринкових відносин, що складається між емітентами, тобто продавцями цінних паперів, та інвесторами, тобто покупцями цінних паперів, котра сама є об'єктом цих відносин. Хоча це визначення відображає одну з основних рис цінних паперів, а саме – певний вид економічних відносин, усе-таки його не можна вважати повним, адже виникають запитання: якими ще ознаками характерні цінні папери та які функції вони виконують.

Цінні папери – це не гроші й не матеріальні активи. Їх цінність полягає в тих правах, які вони надають своєму власникові. Останній обмінює свій товар або свої кошти на цінний папір лише в тому випадку, коли впевнений, що цей папір кращий (зручніший), аніж самі гроші або товар. Звідси зробимо висновок, що оскільки і гроші, і товар у сучасних умовах – це різні форми капіталу, то економічне визначення цінного паперу можна виразити так: цінний папір – це форма існування капіталу, відмінна від його товарної, виробничої і грошової форм, яка може передаватися замість нього, обертатись як товар і давати дохід.

У різні періоди часу залежно від етапів соціально-економічного розвитку суть цінних паперів як вітчизняні так і зарубіжні науковці розуміли по-різному.

Більшість визначають цінні папери через різні види документів (грошові, товарні або електронні юридичні документи; лише грошові документи; просто документи, документи майнового змісту та інші). Так, відомий економіст В. Загорський визначає цінний папір як «документ, який свідчить про співвласність у зареєстрованому підприємстві та про отримання в зазначений момент у майбутньому певної матеріальної вартості» [8, с. 7]. Автори фінансового словника розглядають цінні папери як «грошові документи, що засвідчують право власності чи відносини позики, визначають взаємини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передавати грошові та інші права, що впливають із цих документів, іншим особам» [9, с. 587]. Т. Майорова розглядає цінні папери як «документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), та власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передавання прав, що впливають з цих документів іншим особам» [10, с. 81]. Інші економісти трактують цінні папери як «грошові або товарні документи, які надають їх власнику майнові права і право на отримання визначених грошових сум, доходів. До грошових цінних паперів відносять облігації, векселі, грошові чеки. До товарних цінних паперів, що підтверджують речові права їх власників, права власності належать коносаменти (товарні накладні), складські свідоцтва. Особливе місце серед цінних паперів займають акції, що надають як грошові, так і майнові права» [11].

М. Самбірський визначив цінний папір як «визнаний законодавством паперовий або електронний документ встановленої форми з відповідними реквізитами, який виступає об'єктом економічних відносин, надає своєму власникові чітко визначені права та передбачає отримання доходів. Цінні папери представляють реальний та фіктивний капітал і виступають формою фіксації відносин між учасниками ринку» [12].

Найважливішими недоліками наведених визначень поняття «цінні папери» є, на наш погляд, те, що їхньою домінантою є не економічні відносини, а юридична природа цінних паперів. Із таким розумінням цінних паперів важко погодитися, оскільки воно підкреслює, з деякими варіаціями, загальний підхід до цінного папера як до документа, що узагальнює комплекс взаємних прав і обов'язків, котрі випливають з власності на цінний папір, не досліджуючи при цьому сутності економічної категорії. В усіх, без винятку, визначеннях поняття «цінні папери» проаналізовані безвідносно до його основних ознак, тобто тих ознак, що притаманні всім видам цінних паперів.

Із дещо інших позицій розглянула цінні папери О. Любка. Вона визначила такі папери як «інструмент отримання майнових і немайнових угод, якому притаманні оборотність (завдяки їхній стандартності, серійності, документальності й регульованості державою), ринковість, ліквідність і ризиковість» [13]. Схожої точки зору дотримується і Н. Чередніченко [14, с. 14]. У наведеному визначенні сутність цінних паперів ототожнена з інструментом оформлення майнових і немайнових угод. За такого підходу акцент зміщено на сам інструмент, його правову форму, що зумовлює вихолощування з цінних паперів їхнього економічного змісту. Водночас у даному визначенні виділено основні критерії, за якими визначають зміст поняття «цінні папери».

Західні економісти – представники другого підходу уникають теоретично спірних питань про економічну сутність цінних паперів та функцій, що вони виконують, а визначають цінні папери як фінансові активи, і обмежуються переліком паперів, які відносять до цінних. Так, у «Словнику сучасної економічної теорії Макміллана», котрий уклав англійський учений, цінні папери визначені як «термін, що охоплює широкий діапазон фінансових активів. Наприклад, золотообрізні державні цінні папери, акції і облігації акціонерних компаній. Іноді до цієї категорії відносять такі короткотермінові цінні папери як векселі, однак, цей термін означає переважно довоготермінові активи» [15, с. 395]. Автори підручника «Інвестиції» називають цінними

паперами «фінансові активи, що дають офіційне підтвердження права на отримання майбутніх прибутків при дотриманні обумовлених умов». Вони також зазначають що цінним папером може бути лише «законодавчо визнане свідоцтво» [16, с. 3].

Отже, як бачимо, у наведених визначеннях наголошено на тому, що цінні папери – це, насамперед, фінансові активи, а вже потім – документи, які опосередковують економічні відносини. Однак цінні папери – цілком реальна економічна категорія, яка є втіленням практичної діяльності суб'єктів попиту на цінні папери та суб'єктів пропозиції цінних паперів, що є учасниками ринку цінних паперів.

На нашу думку, для визначення економічної сутності цінних паперів корисним є використання дефініції таких паперів, наведене у законодавчих та нормативно-правових документах, що фактично є практичним втіленням і дзеркальним відображенням наукової думки тієї чи іншої країни. Так, у федеральному законодавстві США поняття цінних паперів максимально деталізоване й визначено у Законі США «Про цінні папери». Відповідно до статті 2 Закону термін «цінні папери» означає будь-яку короткотермінову облігацію, боргове свідоцтво, сертифікати участі в будь-якій дохідно-розподільчій угоді, сертифікат трасту зі забезпеченими активами, засновницький сертифікат, сертифікат про підписку на цінні папери, акцію в обігу, частку в нерозподіленому паї нафтового або газового підприємства, подвійний опціон чи привілей, пов'язаний із будь-яким цінним папером, депозитним сертифікатом чи групою цінних паперів, або з цінними паперами, що групуються на індексних чи вартісних показниках, чи будь-який опціон продавця, покупця або привілей, одержаний на національній фондовій біржі й пов'язаний із іноземною валютою, чи будь-яку належність або участь, тимчасовий або проміжний сертифікат, розписку, гарантію чи варант, чи право на підписку, чи право на придбання всього переліченого [17].

Загалом американська нормативна база дає змогу визнавати цінними паперами велику кількість документів, які вважають цінними паперами. Такий

підхід пояснюється наявністю багатого досвіду роботи на ринку цінних паперів та цивілізованого нормативно-правового поля у сферах функціонування цінних паперів. Якщо ж на ринку цінних паперів порушуються угоди між постачальниками і споживачами грошових коштів або виникає спір, чи є даний документ цінним папером, то цими питаннями займається суд, який проводить тестування. Найточніший тест у США – тест «Howey», базований на чотирьох критеріях, що свідчать про належність документа до категорії цінних паперів [18, с. 54]:

- особа з їх допомогою інвестує грошові кошти або інше майно;
- зібрані кошти кількох інвесторів об'єднують у спільному проєкті;
- метою володіння документами є отримання прибутку;
- успіх інвестицій через володіння документом залежить лише від третьої особи.

Подібну позицію мають і науковці, які досліджували проблему юридичної природи цінних паперів та розробляли Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», із урахуванням реалій, характерних для формування і розвитку ринку цінних паперів.

Як результат, у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» подана чіткіша характеристика ознак поняття «цінних паперів», визначено, що «цінні папери – документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала) і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають з цих документів, іншим особам» [19].

Така дефініція змісту поняття «цінні папери» дає змогу виділити наступні його ознаки:

- цінні папери мають встановлену форму з відповідними реквізитами;
- визначають відносини між особою, яка їх розмістила (випустила), і власником;
- передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення;

– передбачають можливість передачі прав, що впливають із цих документів, іншим особам.

Таке визначення поняття «цінні папери» цілком виправдане з точки зору юридичної природи цінних паперів. Розглядаючи цінні папери як економічну категорію, необхідно звернути увагу на такі засадничі її характеристики:

– цінні папери – це особливий товар. Це одночасно і титул власності, і боргове зобов’язання, і право на отримання прибутку, а також зобов’язання цей прибуток виплачувати [20];

– цінні папери – це така форма документів, які опосередковують економічні відносин між емітентами і посередниками, ця форма сама є об’єктом згаданих відносин.

Із урахуванням наведеного вище аналізу, доцільно, на наш погляд, запропонувати таке визначення: цінні папери – це документи, що виражають економічні відносини, пов’язані з емісією, купівлею-продажем і використанням між суб’єктами, які залучають ресурси, і суб’єктами, які їх видають (розміщують) за участю посередників на основі законодавства, що гарантує виплату доходів у вигляді дивідендів або відсотків, а також передачу грошових, товарних і майнових прав, що впливають із цих відносин [21]. Саме таке визначення, на нашу думку, достатньо розкриває зміст наведеного поняття, дає змогу чітко відмежовувати поняття «цінні папери» від інших паперів, покладене в основу дослідження ринку цінних паперів.

Цінні папери – це товари, що обертаються на особливому, своєму ринку – ринку цінних паперів. Згідно з Концепцією функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, «ринок цінних паперів є багатофункціональною системою, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу та соціальну 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» [22]. Така функціональність пояснюється зв’язками з іншими ринками та свідчить про високу роль ринку цінних паперів у

розвитку економічної системи. Це без сумніву, потребує з'ясування визначення місця ринку цінних паперів в економіці.

Вивчення ринку цінних паперів як підсистеми у процесі формування фінансових відносин передбачає вивчення особливостей його становлення та розвитку як самостійної системи з подальшою диференціацією на основні складові елементи.

Спробуємо з'ясувати, що слід розуміти під ринком цінних паперів. Аналіз економічної літератури з питань сутності та ролі ринку цінних паперів свідчить про наявність значних розбіжностей у поглядах науковців (додаток А). Це ускладнює його дослідження й аналіз. Так, укладачі термінологічного словника «Цінні папери. Фондовий ринок» називали «частиною ринку позичкових капіталів, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів» [23, с. 92]. Окремі науковці визначають ринок цінних паперів як частину фінансового ринку, на якому здійснюють увесь комплекс операцій щодо багатовекторного руху капіталів: від емісії фондів цінностей до переходу коштів від інвесторів до емітентів, а також зміну власника цінних паперів через торговельні операції [24, с. 9–10]. На думку В. Оскольського, ринок таких паперів – це частина ринку капіталів, де здійснюють купівлю-продаж цінних паперів [25, с. 4].

Цікавим є також підхід В. Загорського до визначення ринку цінних паперів із точки зору його суті, як «відносин, що виникають у процесі залучення коштів шляхом розміщення й обігу цінних паперів, із приводу розподілу і перерозподілу частини вартості, яка створюється функціонуючими капіталами, що представлені цінними паперами» [26, с. 37].

Обґрунтованим варто вважати трактування ринку цінних паперів В. Павловим та І. Кривов'язнюк, як найважливішого сегмента, «що значною мірою впливає на розвиток фінансового ринку, на якому за незначний час створюються необхідні умови та відбуваються швидка мобілізація, ефективний розподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави з урахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісій цінних паперів різними емітентами» [27, с. 7].

О. Мозговий вважає, що ринок цінних паперів складається з фондового ринку (ринку капіталу, інвестиційного ринку) і ринку короткотермінових цінних паперів (ринку грошей) [28, с. 10]. О. Мендрул та І. Павленко ринок цінних паперів визначили як частину «фінансового ринку, що охоплює відносини, пов'язані з цінними паперами». Водночас вони ототожили його з поняттям «фондовий ринок», вивівши його походження від кредитного ринку [29, с. 8].

Спробу показати ринок цінних паперів як особливий сегмент фінансового ринку, де складаються відносини з приводу купівлі-продажу цінних паперів між тими, хто залучає ресурси, й тими, хто їх вкладає за участю фінансових посередників, зробили О. Каліна, В. Корнєєв, О. Кощєєв. Вони вважають такий ринок структурною складовою ринку капіталів і грошового ринку [30, с. 7].

Разом із тим Лоренс Дж. Гітман і Майкл Д. Джонк, визначаючи ринок цінних паперів як механізм, котрий дає змогу укласти угоди між постачальниками і споживачами грошових коштів, наголосили на тому, що ринки цінних паперів не тільки відіграють ключову роль у купівлі-продажу фінансових активів інвесторами, а й служать механізмом, за допомогою якого операції проводять швидко і за справедливою ціною [31, с. 41].

На нашу думку, за всієї розбіжності поглядів щодо визначення суті ринку цінних паперів усі автори, однак, констатують, що ринок цінних паперів є важливою складовою фінансового ринку. У наведених у додатку А визначеннях ринку цінних паперів помітне також прагнення різних дослідників дати коротке, але вичерпне формулювання згаданого поняття. При цьому, якщо за основу взято корпоративний ринок цінних паперів вільної конкуренції, головним у визначенні є купівля-продаж специфічного товару – цінних паперів; якщо основою послужив ринок загальнодержавних цінних паперів, то автори неминуче відхиляються в бік державного регулювання випуску цінних паперів. Окрім того, у наведених формулюваннях чітко простежується два методологічних підходи до аналізу сутності ринку цінних паперів –

діалектичний метод соціально-економічного аналізу явищ та функціональний метод.

Органічно доповнюючи один одного, обидва підходи дають змогу різнобічно аналізувати сутність ринку цінних паперів як складової фінансового ринку. Соціально-економічні дослідження, з одного боку, допомагають глибше зрозуміти залежність між економічними явищами і процесами, вивчити та пізнати глибинні економічні інтереси, потреби й відносини, що виникають у процесі формування і розвитку цінних паперів. Із іншого боку, функціональний аналіз доповнює отриману інформацію знаннями конкретних механізмів на ринку цінних паперів, дає кількісну оцінку ситуації, що є основою для реалізації певної фінансової політики.

Узагальнюючи наведені погляди, можна зробити висновок про те, що визначати поняття «ринку цінних паперів» потрібно із урахуванням вимог комплексного та системного підходів. Комплексний підхід до визначення цього поняття полягає в урахуванні організаційно-економічних, правових, соціально-психологічних, технічних та інших аспектів у їхній сукупності й взаємозв'язку за домінуючої ролі соціально-економічних і фінансових аспектів. Системний підхід відображає врахування взаємозв'язків між окремими аспектами, механізмами ринку цінних паперів та їхніми елементами і полягає в розробленні кінцевих цілей, конкретизації шляхів їхнього досягнення.

Отже, визначаючи поняття «ринку цінних паперів» як частину ринкового господарства країни, треба зазначити, що це, по-перше, категорія, яка характеризує систему економічних, правових та соціальних відносин, котрі є товарними, пронизують фази відтворення суспільного виробництва, всі його ланки і ступені та регулюються ринковою кон'юктурою, юридичними, правовими, морально-етичними й національними традиціями, а по-друге – система механізмів здійснення угод, пов'язаних із рухом коштів від учасників ринку, котрі мають їх надлишок, до учасників, які відчувають їх дефіцит.

Таке визначення ринку цінних паперів розкриває особливості побудови механізму його регулювання і передбачає використання наступних ринкових категорій:

- попиту як форми вираження потреб індивідів, корпоративних і державних структур у цінних паперах;
- пропозиції як обсягу цінних паперів, що їх продукують і реалізують на ринку цінних паперів;
- ціни у вигляді плати за цінні папери;
- товару – активи у вигляді цінних паперів.

Ринок цінних паперів – це частина фінансового ринку. Поняття «фінансовий ринок» об'єднує чотири головні складові: кредитний ринок, грошовий ринок, ринок капіталів та ринок цінних паперів. Своєю чергою кожна з цих складових, або елементів синтезує в собі певну групу ринкових відносин, що взаємопов'язані у рамках загальної системи (рис. 1.1).

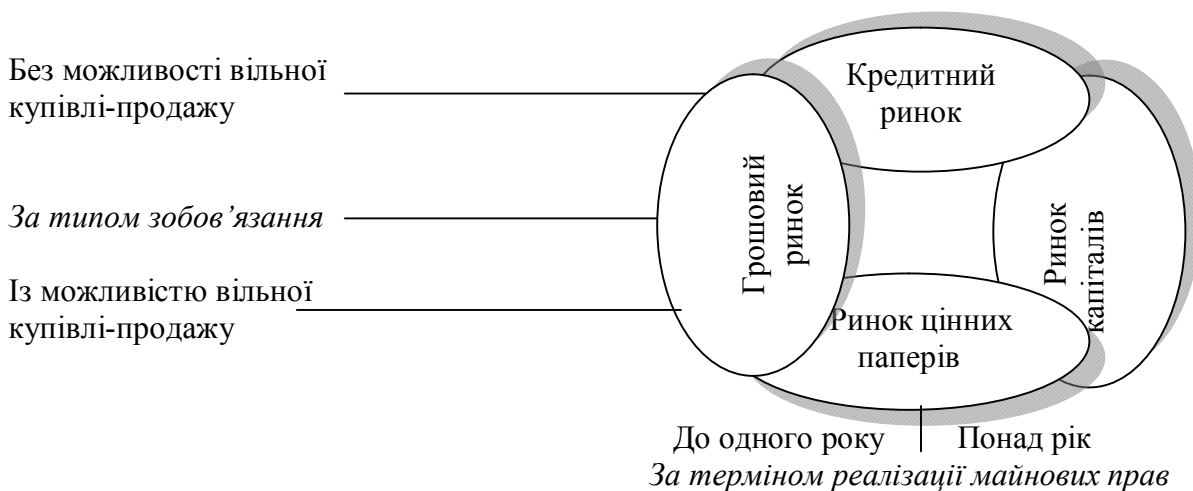


Рис. 1.1. Місце ринку цінних паперів у структурі фінансового ринку [14, с. 5]

Кредитний ринок – це механізм відносин між юридичними особами (підприємствами), які потребують коштів для свого розвитку, з одного боку, та організаціями і громадянами, котрі можуть надати (позичити) такі кошти, – з іншого.

Грошовий ринок – частина ринку позикових капіталів, де здійснюють переважно короткотермінові (від одного дня до року) депозитно-позикові

операції, що обслуговують головним чином рух оборотного капіталу фірм, короткотермінових ресурсів банків, установ, держави і приватних осіб. Ринок цінних паперів охоплює грошовий ринок стосовно обігу короткотермінових зобов'язань, наприклад веселів, що обертаються на обліковому ринку. Довготермінові чи навіть безтермінові цінні папери (наприклад, акції) обертаються на ринку капіталів.

Ринок капіталів – це частина фінансового ринку, де формуються попит і пропозиція переважно на середньо- і довготерміновий позиковий капітал, специфічна сфера ринкових відносин, у якій об'єктом угоди є наданий у позику грошовий капітал і де формуються попит і пропозиція на нього.

Ринок цінних паперів охоплює (об'єднує) частину кредитного ринку (зокрема, ринок позикових боргових інструментів, або ринок боргових зобов'язань) і повністю ринок інструментів власності (ринок акцій). Іншими словами, цей ринок інтегрує операції щодо випуску та обігу боргових інструментів, інструментів власності, а також їх похідних [10, с. 106]. До боргових інструментів належать, передусім, облігації, векселі, ощадні сертифікати. До інструментів власності – всі види акцій, а до їх похідних – опціони, ф'ючерси та інші аналогічні цінні папери. Отже, ринок інструментів позики, будучи елементом кредитного ринку, є сферою відносин, що стосуються позикового капіталу, в той час як ринок інструментів власності стосується відносин щодо власного капіталу, тобто пайових внесків власників у статутних фондах підприємств.

Тому принципово важливо підкреслити, що ринок цінних паперів є не самостійним інститутом ринкової економіки, а частиною фінансового ринку.

На нашу думку, актуальним залишається визначення відмінності між поняттями «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок». Деякі автори ототожнюють ці поняття, інші дослідники бачать між ними певні відмінності.

Відповідно до статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] ринок цінних паперів і фондовий ринок є синонімами. У вітчизняній економічній літературі під терміном «фондовий ринок» найчастіше

розуміють саме ринок цінних паперів. Проте щодо рівнозначності понять «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» єдиної точки зору нема. Тотожними ці дефініції вважають Я. Міркін [32, с. 100], О. Мендрул, І. Павленко [29, с. 8], М. Маковецький [33, с. 96].

У науковій літературі ринок цінних паперів визначено як частину ринку позичкових капіталів, де здійснюють емісії і купівлю-продаж цінних паперів, а саме поняття «ринок» ототожене зі системою товарно-грошових відносин у сфері обміну, що сприяє реалізації товарів та послуг, основні складові якого – попит, пропозиція, ціна [34, с. 36].

Оскільки цінні папери формують певний тип економічних ресурсів і закріплюють права на сукупність інших ресурсів, їх можна у певному сенсі назвати фондовими цінностями, а ринок, на якому вони обертаються, – ринком фондових цінностей або фондовим ринком. З іншого боку, виникнення класичних цінних паперів було пов'язано з бажанням емітента залучити ресурси, щоб утворити фонди грошових коштів певного призначення.

О. Мозговий зазначив, що ринок цінних паперів ширший за фондовий ринок (рис. 1.2).

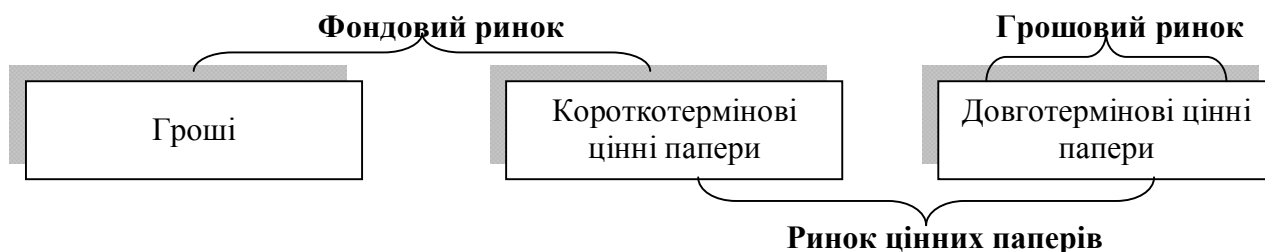


Рис. 1.2. Узгодження понять «грошовий ринок», «фондовий ринок (ринок капіталів)» та «ринок цінних паперів» [28, с. 26]

Грошовий ринок складається з двох частин – сфери обороту грошей і сфери обороту цінних паперів у вигляді купівлі-продажу короткотермінових (до року) документів (векселів, сертифікатів тощо). Ринок цінних паперів, своєю чергою, складається з фондового ринку (ринку капіталів, інвестиційного ринку) і вже згаданої сфери грошового ринку, що в ній здійснюється оборот короткотермінових цінних паперів, котру можна розглядати як складову обох ринків.

Російський учений Н. Маренков теж вважає, що поняття «ринок цінних паперів» ширше, ніж «фондовий ринок», і та частина, на котрій ринок цінних паперів ґрунтується на грошах як на капіталі, називається фондовим ринком. Фондовий ринок створює більшу частину ринку цінних паперів. Друга частина – це ринок грошей і товарних цінних паперів або ринок інших цінних паперів [35, с. 4].

О. Любкіна поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» вважає близькими, але не тотожними. «Обидва є сегментами фінансового ринку, а відмінність полягає в тому, що об'єктом фондового ринку служать власне фонди. Отже, фондовий ринок – поняття дещо вужче, ніж ринок цінних паперів» [13, с. 14].

На нашу думку, поняття «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» є синонімічними поняттями. І найбільш вдало відсутність різниці між цими поняттями довели американські науковці Річард і Тед Тьюлзи та Едвардо Бредлі. «Stock market» англійською означає «фондовий ринок». Як зазначили американські науковці, з англійської мови «stock» у Північній Америці звичайно перекладають як акцію або власність корпорації, тому під терміном «stock market» слід розуміти не просто ринок акцій, а ринок цінних паперів, які випускають корпораціями [36, с. 3]. А враховуючи, що англійською «stock market» означає фондовий ринок, категорії «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів», можна вважати тотожними.

Узагальнюючи викладене, можна стверджувати, що сутність ринку цінних паперів не обмежується економічними відносинами, які складаються у процесі їх обігу. Вона поглиблюється й доповнюється системою характерних рис, притаманних тільки цьому ринку: на ньому продають і купують особливі товари – цінні папери, діють особливі учасники, складаються своєрідні пропозиція та попит, специфічно встановлюється ціна цінних паперів, особливим є і регулювання цього ринку.

За законами економіки сутність та призначення економічної категорії пізнають через функції. Чітке визначення функцій вважають суто теоретичною

проблемою, тому не приділяють значної уваги їх вивченню. Хоча прояв функцій учасники ринку відчують щодня. Що стосується основного призначення та функцій ринку цінних паперів, то відомі різні погляди науковців на цю проблему, хоча, на нашу думку, вони є взаємодоповнюючими.

До головних функцій ринку цінних паперів можна віднести насамперед акумуляцію грошових коштів населення та підприємств, їх концентрацію з метою створення сприятливих умов для формування інвестиційного капіталу, стимулювання інвестиційної діяльності й становлення інституту власників, що забезпечують ефективне використання матеріальних, трудових і фінансових ресурсів. Так само вважає Б. Губін, стверджуючи, що «ключовим завданням ринку цінних паперів є залучення інвестицій, які визначають можливості довготермінового економічного зростання» [37, с. 293].

Дещо конкретизував це твердження Б. Альохін, який вбачає «основне призначення фондового ринку у забезпеченні повнішого переливу заощаджень в інвестиції за ціною, що влаштовувала б обидві сторони» [38, с. 6].

В. Букато навів дві функції ринку цінних паперів: 1) забезпечення гнучкого міжгалузевого перерозподілу капіталів та мобілізація грошей населення з тим, щоб спрямувати їх на розвиток тих галузей, де може бути забезпечена вища економічна ефективність у випуску конкурентоспроможної продукції і надання послуг; 2) мобілізація тимчасово вільних коштів для забезпечення потреб держави та інших інститутів [39, с. 82].

Для конкретизації доцільно розділити функції ринку цінних паперів на загальноринкові та специфічні (рис. 1.3).

Функція перерозподілу грошових коштів полягає у перерозподілі коштів між галузями і сферами діяльності; територіями й країнами; населенням та підприємствами, тобто набуття заощадженнями громадян виробничої форми; між державою й іншими юридичними та фізичними особами.

Функція перерозподілу ризиків – використання інструментів ринку цінних паперів (передусім так званих похідних інструментів) для захисту власників будь-яких активів (товарних, валютних, фінансових) від несприятливої для них

зміни цін, вартості або дохідності цих активів. Таку функцію можна назвати функцією захисту (страхування) від ризику або, точніше, функцією хеджування.

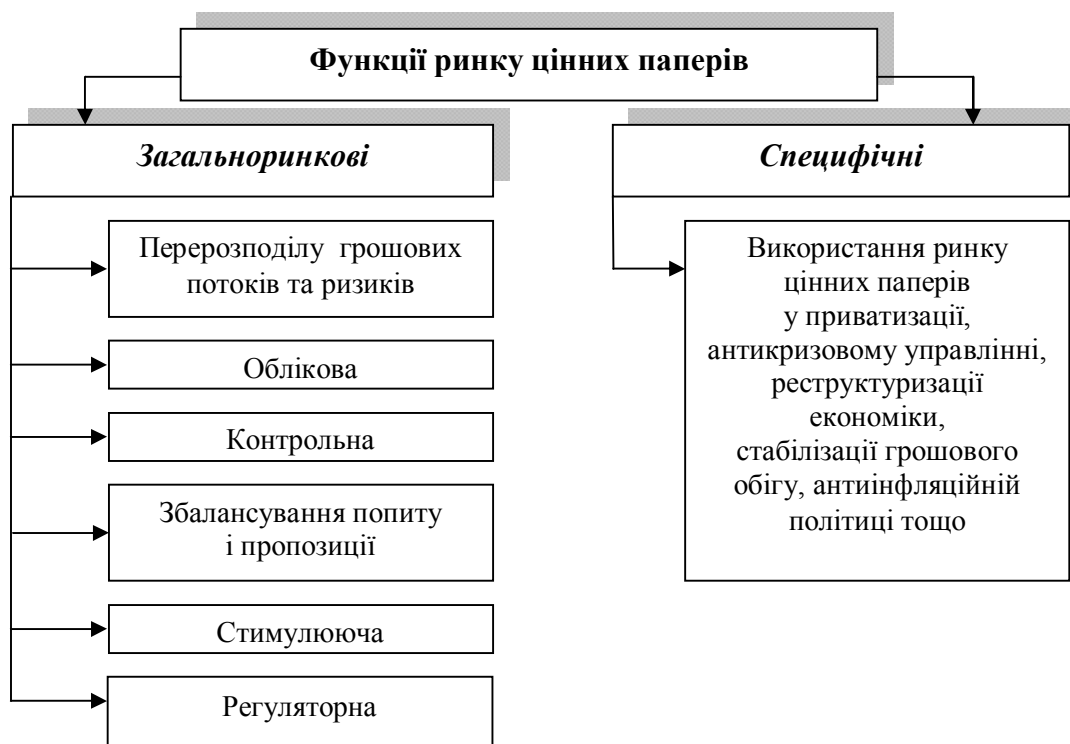


Рис. 1.3. Функції ринку цінних паперів¹

¹Примітка. Побудувала автор з використанням [37, 38, 39]

Облікова функція полягає в обов'язковому обліку в спеціальних списках (реєстрах) усіх видів цінних паперів, що обертаються на ринку, реєстрації учасників ринку цінних паперів, а також фіксації фондкових операцій, оформлених угодами купівлі-продажу, застави, трасту, конвертації тощо.

Контрольна функція передбачає нагляд за дотриманням норм законодавства учасниками ринку.

Функція збалансування попиту і пропозиції означає забезпечення рівноваги попиту та пропозиції на фінансовому ринку шляхом проведення операцій із цінними паперами.

Стимулююча функція полягає у мотивації юридичних та фізичних осіб стати учасниками ринку цінних паперів, зокрема шляхом надання права на участь в управлінні підприємством (акції), права на отримання доходу (відсотків за облігаціями, дивідендів за акціями), можливості накопичення капіталу або права стати власником майна (облігації).

Регуляторна функція означає регулювання через конкретні фондові операції різних суспільних інтересів, наприклад, проводячи операції з цінними паперами, регулюють обсяг грошової маси в обігу.

Ринок цінних паперів розподілений в економічній літературі на сегменти: ринок державних цінних паперів, ринок корпоративних цінних паперів, ринок муніципальних цінних паперів. Ринок державних та корпоративних цінних паперів має різноманітну природу. Б. Ческідов зазначив, що надзвичайна можливість держави відмовитися від сплати власних боргів відокремлює цього емітента від інших [40, с. 22].

Колектив російських учених під керівництвом В. Галанова і А. Басова вважає ринок недержавних цінних паперів та ринок корпоративних цінних паперів синонімами [41, с. 93]. Українські вчені під керівництвом О. Кіреєва дали таке визначення корпоративним цінним паперам: «комерційні цінні папери, що випускаються великими корпораціями і фірмами» [42, с. 144].

З метою залучення капіталу на тривалий термін корпорація випускає на первинному ринку два класичних інструменти: акції і облігації. Ці цінні папери В. Суторміна вважає корпоративними [43, с. 471]. У «Фінансово-економічному словнику» А. Загороднього та Г. Вознюк дано таке визначення корпоративних цінних паперів – «цінні папери, емісію яких здійснюють підприємства з метою фінансування поточних корпоративних потреб» [44, с. 398].

Ринок, на якому обертаються цінні папери, емітентами котрих є акціонерні товариства, підприємства та організації інших організаційно-правових форм власності, в т. ч. банки та інвестиційні компанії, доцільно вважати ринком корпоративних цінних паперів (до того ж, випускати корпоративні цінні папери можуть підприємства незалежно від форм власності, у т. ч. державні).

Кожен цінний папір має визначені властивості, характерні риси, особливості, що впливають на привабливість для емітентів та інвесторів. Наведемо коротку характеристику основних цінних паперів, які належать до корпоративних. Головним інструментом на ринку корпоративних цінних паперів є акція – цінний папір без установленого терміну обігу, що засвідчує

пайову участь у статутному капіталі акціонерного товариства, підтверджує членство в ньому і право на участь в управлінні ним; дає право на отримання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства. Акції займають близько 40% фінансування на ринку цінних паперів провідних країн (додаток Б).

Облігація – це борговий цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів та підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в зазначений у ньому термін із виплатою фіксованого процента (якщо інше не передбачено умовами випуску). Акціонерні товариства можуть випускати облігації в III-х кратному розмірі статутного фонду і лише після повної оплати всіх випущених акцій. У загальному обсязі запозичених на міжнародному ринку капіталів найбільша частка припадає на облігації (понад 50% (додаток Б)). Корпорації випускають облігації з метою мобілізації грошових ресурсів для оновлення основного капіталу, заміни обладнання і розширення виробничих можливостей. Вони можуть бути забезпечені заставою майна, переданням прав на нерухомість, доходами від програм і проектів. У сучасних умовах даний фінансовий інструмент надає широкі можливості емітента у розв'язанні проблеми залучення інвестицій за рахунок задіювання у господарський оборот вільних коштів широкого кола інвесторів. Корпоративним облігаціям притаманний ряд специфічних особливостей:

- вони забезпечують залучення капіталу на тривалий період: це довготермінові позики, які розміщують на ринку цінних паперів;

- структура корпоративних облігацій неоднорідна: відмінність у виборі характеристик облігацій обумовлена такими факторами, як галузева специфіка, зв'язки корпорацій із ринком цінних паперів та кредитною системою, діловий престиж, фінансове становище;

- в процесі обігу корпоративних облігацій на ринку цінних паперів пріоритет надається питанням оцінки їх якості й надійності: вища якість

облігації означає нижчий процент виплат за нею та, відповідно, вигідніші для емітента умови залучення інвестицій [33, с. 144–145].

Вексель – це цінний папір, що засвідчує безумовне грошове зобов'язання боржника сплатити після настання певного терміну відповідну суму грошей власникові векселя (векселетримачеві).

Зазначимо, що в умовах глобалізації світової економіки та стрімкого розвитку нових технологій на межі ХХ–ХХІ ст. однією з ключових тенденцій стала зміна структури обігових фінансових активів ринку на користь інструментів реального сектору – корпоративних цінних паперів і похідних від них фінансових інструментів. На ринку корпоративних цінних паперів відображається весь стан економічного розвитку країни, і саме корпоративний сектор економіки за ринкової системи господарювання володіє значним потенціалом для розвитку економіки країни в цілому. Тому проведення досліджень у напрямку корпоративних цінних паперів має практичну й аналітичну цінність. Ринок корпоративних цінних паперів служить тією ланкою, через яку тимчасово вільні кошти домогосподарств потрапляють у реальний сектор економіки, минаючи посередників. Саме це і вирізняє ринок корпоративних цінних паперів серед інших фінансових ринків.

Вивчаючи економічну думку з питань сутності ринку корпоративних цінних паперів та узагальнюючи викладені вище положення, вважаємо ринок корпоративних цінних паперів тим механізмом, який забезпечує рух коштів від власників тимчасово вільних коштів до одержувачів інвестицій (за винятком держави), забезпечуючи при цьому ефективний перерозподіл ресурсів у економіці країни [45].

1. 2. Моделі фондового ринку та їх еволюція

Моделлю ринку цінних паперів прийнято вважати сукупність принципів, інститутів, форм і методів організації ринку, відповідних інструментів у певному ринковому середовищі (національному, міжнародному, глобальному). В Україні практично не розроблена стратегія розвитку фінансового ринку і, як

наслідок, нема конкурентоспроможної моделі ринку цінних паперів, яка б відповідала національним інтересам. Відсутність такої моделі негативно впливає на розбудову дієвих механізмів залучення інвесторів, стримує створення потужних компаній на пріоритетних напрямках. Неefективне розв'язання цих проблем не дало змоги суттєво зрушити стратегічну наукову розробку та створити дієву модель розвитку ринку цінних паперів в Україні.

Розвиток цивілізованого інвестиційного процесу в економіці України, подальше здійснення ринкових реформ неможливе без створення ефективно працюючого фондового ринку, який має забезпечувати реалізацію національних інтересів України та сприяти зміцненню її економічного суверенітету [46].

Усім, хто займається впорядкуванням та групуванням цінних паперів, доводиться впевнюватись у їх величезній різноманітності. Досвід світового фондового ринку свідчить, що ця різноманітність з роками збільшується. Фондовий ринок України перебуває у стадії становлення й формування, тому освоєння цінних паперів (нових для України, та й нових узагалі) – завдання першочергове. Його доцільно вирішувати у двох напрямках:

- 1) продовжувати використання світового досвіду та відтворення його у вітчизняних умовах відповідно до традицій та можливостей;
- 2) розробляти нові, прийнятні для нашої країни принципи та моделі функціонування ринку цінних паперів.

Світова практика свідчить, що в країнах із ринковою економікою ринок цінних паперів пройшов значний еволюційний шлях – від хаотичності й роздрібленості до цілісності, централізації та жорсткого державного регулювання. Ці характеристики стали невід'ємними для всієї фінансової системи ринкових економічних відносин як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансово-економічних відносинах. Головними характеристиками такого ринку є (табл. 1.1):

Таблиця 1.1

Головні характеристики функціонування ринку цінних паперів¹

Ознака	Характеристика
<i>Цілісність ринку в межах окремої країни</i>	Забезпечується наявністю єдиної національної фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного Центрального депозитарію цінних паперів і єдиного Клірингового банку. Цілісність ринку означає визначення єдиних курсів на усі цінні папери, що допущені до обігу й котирування на всій території даної країни
<i>Централізація ринку цінних паперів</i>	Антимонопольний захід, що забезпечує рівність позицій для всіх учасників трансакцій
<i>Прозорість ринку цінних паперів</i>	Значне поширення ринкової інформації, однаковість ціни на конкретні цінні папери на всій території країни, доступність та рівноправність замовлень будь-якого клієнта на купівлю-продаж цінних паперів та унеможливлення компенсації цих замовлень фінансовим посередникам за свій рахунок
<i>Введення системи електронного обігу цінних паперів</i>	Дематеріалізований обіг у формі комп'ютерних записів на рахунках через систему «національна фондова біржа-центральный депозитарій - кліринговий банк»
<i>Відповідність</i>	Національна система обігу цінних паперів має відповідати загальноприйнятим стандартам безпеки інтересів і прав інвесторів, що забезпечує високі гарантії для залучення місцевих та іноземних інвестицій в акціонерні капітали й розвиток національної економіки

¹Примітка. Побудувала автор

Концептуальною основою будь-якої моделі є принципи, на базі яких створюють ту чи іншу модель, хоча кожна з них має класифікаційні ознаки, динамічні й статистичні характеристики. Основні принципи формування ринку цінних паперів взяли на озброєння найвпливовіші міжнародні організації, які розробляють концептуальні схеми розвитку і регулювання ринку цінних паперів та ведуть статистичний облік. Такими організаціями є Всесвітня організація бірж (WFE) та Міжнародна організація комісій із цінних паперів (IOSCO). В 1990 р. IOSCO вперше проголосила 7 принципів формування ринку цінних паперів, які стали основою для формування нових ринків та регулювання наявних розвинутих ринків (табл. 1.2).

Усі ці принципи формування ринку цінних паперів, встановлені IOSCO, можуть бути взяті за основу для розбудови ринку цінних паперів в Україні. Вони за філософією максимально наближені до етики ведення бізнесу. Вперше на міжнародному рівні було проголошено про наявність конфлікту інтересів між корпорацією та клієнтом, а також закріплені основні вимоги, що вже давно діють на розвинутих ринках цінних паперів, до діяльності всіх його

учасників, а саме: прозорість, чесність, старанність, спроможність задовольняти інтереси клієнта.

Таблиця 1.2

Принципи формування ринку цінних паперів¹

Принцип	Характеристика
<i>1) чесність і законність</i>	Фірми, які працюють на ринку, мають дотримуватися чесності й законності при операціях із клієнтами й партнерами
<i>2) спроможність</i>	Кожен із учасників ринку має наймати працівників та будувати свій бізнес так, щоб фірма була спроможна задовольнити потреби клієнта чи партнера
<i>3) старанність</i>	Кожен із учасників ринку має намагатися задовольнити потреби клієнта чи партнера
<i>4) інформація про клієнта</i>	Фірма має володіти інформацією про клієнта та розкривати її за необхідності
<i>5) інформація для клієнта</i>	Фірма має розкривати інформацію про фінансову ситуацію, надати клієнтові можливість використовувати інвестиційний досвід фірми
<i>6) конфлікт інтересів</i>	Фірма має запобігати конфлікту інтересів із інтересами клієнта, а якщо це неможливо, негайно повідомити останнього
<i>7) погодженість</i>	Фірма має погоджуватися з усіма регуляторними рішеннями, що сприяють виконанню обов'язків перед клієнтами

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [47, с. 15]

Принципи, проголошені WFE, можна розділити на сектори, що стосуються прозорості ринку, технічної сфери, захисту інвесторів, певного рівня розвитку ринку та ділової етики. У 2004 р. WFE була організацією, яка об'єднувала 98% (за обсягами капіталізації) бірж і торговельних майданчиків у світі, де торгують акціями [48, с. 10].

Принципи, розроблені WFE та IOSCO, торкаються всіх сфер функціонування ринку цінних паперів. На жаль, жоден із українських організаторів торгів поки що не є членом WFE. Зауважимо, що організатори торгів Польщі, Угорщини та Росії належать до цієї федерації. Проте й Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) уже є членом IOSCO. Це свідчить про розвиток вітчизняного ринку цінних паперів, де задекларовані регуляторні принципи IOSCO, але частково не виконані ринкові вимоги WFE. Принципи, проголошені IOSCO та WFE, взяті за основу при побудові моделі ринку корпоративних цінних паперів і слугують її якісними характеристиками. У більшості країн ці принципи реалізовані згідно з рекомендаціями «Групи тридцяти» – міжнародної організації незалежних

експертів, яка розробляє стандарти фінансових ринків. Відповідно до згаданих рекомендацій модель організації ринку цінних паперів передбачає необхідність:

- широкого використання стандартних кодів (код ISIN) для торгів і доставки цінних паперів;
- суворого дотримання вимог лістингу допуску цінних паперів до котирування);
- розповсюдження інформації щодо компаній, акції яких котируються на фондовій біржі, та вимог до цих компаній надавати таку інформацію;
- встановлення й опублікування курсів на цінні папери з дотриманням принципу рівності інвесторів;
- запобігання виникненню неорганізованих паралельних ринків на шкоду ліквідності централізованого ринку, який є єдиним ринком, що створює можливості для попиту і пропозиції;

надійності біржового ринку (забезпечення відсутності затримок і безпеки поставок цінних паперів та грошової оплати за них через систему, що діє в стандартний період угоди) [31].

Дані про виконання рекомендацій «Групи 30» центральними депозитаріями світу та України наведені у додатках В та Д .

Відомі підходи до визначення моделей ринку цінних паперів дають змогу виділити англо-американську (додаток Ж) та європейську моделі (додаток З).

Характерними ознаками англо-американської моделі є:

- висока частка акціонерного капіталу корпорацій;
- фінансування за допомогою комерційних паперів за зниженої ролі банківського сектору в кредитуванні економіки;
- важлива роль відведена інвестиційним фондам, компаніям, іншим колективним інвесторам, а присутність банків на ринку цінних паперів – обмежена;
- частка банків у структурі власників фінансових активів зменшується [33, с. 194].

Англо-американська модель передбачає, що акціями володіють переважно фізичні особи, тому ґрунтована на розпорошеності акціонерного капіталу. Така модель орієнтується на публічних акціонерів, отже, власника 2–5% акцій можна вважати великим акціонером. Тобто, англо-американська модель орієнтована на фондовий ринок, основний фінансовий посередник – ринок цінних паперів, а джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є ресурси, залучені на фондовому ринку в результаті розміщення серед інвесторів корпоративних облігацій. Англо-американській моделі притаманна однорівнева структура органів управління, за якої рада директорів охоплює незалежних та виконавчих директорів. Водночас ця модель передбачає високу ліквідність фондового ринку за обмеженого впливу банків та високу вартість залученого капіталу.

Англо-американська модель обмежувала діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів, розділяючи два сегменти сфери фінансових послуг – комерційну та інвестиційну діяльність. У зв'язку з цим, банки в США були розподілені на інвестиційні та комерційні.

Комерційні банки США проводять операції з корпоративними цінними паперами, вони також можуть служити інституціями інфраструктури, як, наприклад, The Bank of New York сьогодні є одним із найбільших банків-депозитаріїв. Але комерційним банкам заборонено працювати за дилерськими схемами на ринку корпоративних цінних паперів. Комерційні банки не можуть виступати стратегічними інвесторами у нефінансовому секторі.

Інвестиційні банки займаються андеррайтингом цінних паперів і працюють як посередники між первинним та вторинним ринками цінних паперів. Діяльність інвестиційних банків полягає переважно у викупі емісій цінних паперів на первинному ринку і подальшому їх розповсюдженні серед інвесторів.

Спочатку, до 1933 р. комерційна та інвестиційна діяльність були об'єднані. Однак після фінансового краху початку 1930-х рр. Конгрес США вирішив, що вони несумісні. Результатом цього було прийняття Закону про банківську діяльність 1933 р., відомого як Закон Гласса-Стігала (The Glass-

Steagall Act), який вимагав, зокрема, розділяти комерційну та інвестиційно-засновницьку діяльність банків. Згаданий Закон забезпечував відновлення впевненості у банківській системі на короткий термін. До 50-річчя закону Гласса-Стігала його непередбачувані шкідливі наслідки були очевидні. У лютому 1991 р. Міністерство фінансів США запропонувало відмінити положення закону Гласса-Стігала, котре відділяло комерційну діяльність від інвестиційної, що могло б дозволити зареєстрованим національним банкам здійснювати підписку на розміщення облігацій і акцій компаній. Цю пропозицію Міністерства фінансів Конгрес не підтримав, тому процес розширення прав банків США в здійсненні андеррайтингу був зведений до епізодичного рішення Ради керуючих Федеральної резервної системи.

Юридично англо-американська модель перестала діяти 28 жовтня 1999 року. Тоді Конгрес США прийняв закон Гремма-Ліча-Блайлі (The Gramm-Leach-Bliley Act of 1999). Відповідно до статті 1 пункту 101 закону Гремма-Ліча-Блайлі закон Гласса-Стігала від 1933 р. було відмінено. Безпосередньо юридичної зміни ролі банків на ринку корпоративних цінних паперів стосується лише перша частина закону, що має назву «Сприяння апелюванню банків, фірм з торгівлі цінними паперами та страхових компаній». Відповідна частина змінила сутність небанківської моделі участі комерційних банків на ринку цінних паперів, дозволивши комерційним банкам скуповувати контрольні пакети акцій інвестиційних банків і страхових компаній. Окрім того, банкам було дозволено вкладати кошти в цінні папери фінансових компаній, а також здійснювати андеррайтинг і гарантувати випуски цінних паперів [42, с. 14–15]. Таке послаблення банківського регулювання призвело до розширення сфер впливу банківських холдингових компаній у США. Але приблизно через два роки після прийняття закон Грімма-Ліча-Блайлі, після кризи на ринку корпоративних цінних паперів у США, пов'язаної з подіями 11 вересня 2001 р., інвестори ініціювали кілька сотень справ проти найбільших інвестиційних банків США, звинувативши їх у конфлікті інтересів між брокерськими підрозділами та підрозділами, що займаються андеррайтингом.

Були ініційовані слухання про можливість розподілу найбільшого інвестиційного банку США Merrill Lynch (близько 500 відділень у 40 країнах світу) на брокерський бізнес та підрозділ, що займається андеррайтингом.

Таким чином, аналіз розвитку англо-американської моделі ринку корпоративних цінних паперів свідчить про наявні проблеми, що виникають перед органами регулювання у випадку необмеженого допуску банків до ринку корпоративних цінних паперів. Але беззаперечним фактом залишається високий рівень розвитку ринку корпоративних цінних паперів США, який є найбільшим ринком у світі за обсягами капіталізації (додаток К).

Альтернативою англо-американській моделі служить європейська модель ринку корпоративних цінних паперів. Одним із найбільших і найрозвинутіших ринків європейської моделі залишається Німеччина. Європейська модель характерна концентрацією власності в руках середніх та великих акціонерів. Цій моделі притаманні загалом інші якості, відмінні від першої моделі:

- порівняно нижчою є частка акціонерного фінансування за підвищеного значення облігаційних позик;
- мала частка надається сектору комерційних паперів;
- традиційно активними дієвими особами інвестиційного процесу є банки;
- типовою є участь комерційних банків у статутних капіталах промислових підприємств. У результаті на ринку цінних паперів переважає або відчувається вплив банків, а їх частка у фінансових активах порівняно стабільна [33, с. 195].

Зауважимо, що загалом значним є вплив банківських формувань, фінансування здійснює банківський сектор, ніж фондовий ринок. Водночас вартість залучення капіталу значно нижча порівняно з цим показником на фондовому ринку, який функціонує у форматі англо-американської моделі. Система органів управління – дворівнева, що передбачає розмежування функцій наглядової ради і правління. За такої моделі фондового ринку одним із основних видів боргових цінних паперів, після державних облігацій, є облігації, що їх емітували банки.

Значні зміни у розвиток європейської моделі ринку корпоративних цінних паперів вніс у 2001 р. Базельський Комітет. У європейській моделі банки залишаються на ринку корпоративних цінних паперів як портфельні інвестори, хоча саме завдяки цим змінам європейська й англо-американська модель наблизились одна до одної. Аналіз досвіду найбільших фінансових груп Німеччини, Італії, Бельгії та Великої Британії дає змогу зробити висновки, що банківські групи та органи регулювання цих країн дотримуються рекомендацій Базельського Комітету. Після 2001 р. відчутної різниці між банківською та небанківською моделями участі банків на ринку корпоративних цінних паперів нема. Корективи, що були внесені рекомендаціями Базельського Комітету, найближчим часом сприятимуть стандартизації систем регулювання Європи й Америки і закріпленню ролі банків на ринку корпоративних цінних паперів як портфельних інвесторів.

Порівняльний аналіз англо-американської та європейської моделей проілюстровано в додатку Л.

Деякі вчені, зокрема І. Волик, виділяють ще японську модель фондового ринку, яка характерна об'єднанням бізнесу з боку окремих компаній у групи, що передбачає високу концентрацію власності в руках середніх та великих інвесторів із перехресним їх володінням компаніями-учасницями групи. Основним суб'єктом фінансування виступає власний банк, який концентрує заощадження у депозитній формі та знижує вплив фондового ринку. Система управління є соціальною, орієнтованою на принцип рівності, що служить чи не кінцевою метою діяльності товариства [51].

Японський ринок цінних паперів відзначається високим рівнем розвитку, і наприкінці 1980-х рр. у результаті зростання курсової вартості акцій японських емітентів Японія за обсягом капіталізації помітно випередила США. Лише стрімкий обвал курсів акцій на японських біржах у 1991–1992 рр. знову повернув США роль лідера і, однак Японія, як і раніше, має великий відрив від 3-го за величиною фондового ринку Великої Британії. Після кризи на фондовому ринку Японії в країні відбулися значні зміни. І з 1 квітня 1993 р.

японським банкам (спочатку довготермінового кредиту, а згодом й іншим) було дозволено здійснювати андеррайтинг твердопроцентних цінних паперів.

Усі системи мають ті чи інші переваги та недоліки. Англо-американська модель сприймається як конкурентніша, а європейська та японська – як така, що дає змогу знизити ризики банкрутства та нестабільність, хоча і ціною відмови від ризикованіших і, можливо, вигідніших проектів. Недоліком англо-американської моделі є наявність конфлікту інтересів інвесторів, які прагнуть високих прибутків, та керівництва компанії, котре орієнтується на короткотермінові цілі. Інколи наслідки цього проявляються у підробці фінансової звітності. Основними недоліками європейської моделі є низький рівень інформаційної прозорості акціонерного товариства, неналежна увага до прав захисту дрібних акціонерів і складна схема інвестування. Основні недоліки японської моделі полягають у недостатній прозорості інформації про діяльність акціонерного товариства, слабкій системі захисту прав дрібних акціонерів та недостатній увазі питанням прибуткової діяльності.

На сучасному етапі розвитку ринку для більшості країн світу характерна європейська модель, що відрізняється підвищеною (порівняно зі США) концентрацією власності, де, власне, більшість фінансових ринків є борговими [52]. Зауважимо ще одну закономірність – в останні роки моделі фінансових ринків різних країн зближуються. Цьому сприяють збільшення транскордонних потоків прямих іноземних інвестицій, бурхливе зростання кількості глобальних і транснаціональних корпорацій, розвиток Інтернету.

Із метою обґрунтування перспективи розвитку ринку цінних паперів України та участі банків у його діяльності вважаємо за доцільне провести глибше дослідження особливостей функціонування ринку цінних паперів Республіки Польща як однієї з сусідніх країн, котра вже досягла значних успіхів у становленні ринку цінних паперів. Сьогодні в Республіці Польща створено потужний інтегрований та чітко структурований фінансовий ринок. Окрім того, Україна та Польща мають такі спільні риси:

– обидві країни унітарні, політично та економічно централізовані;

- формування ринку цінних паперів почалося на початку 1990-х років;
- Польща є членом ЄС, про що задекларувала Україна у своїх намірах.

Саме тому діяльність ринку цінних паперів Польщі становить інтерес для вивчення.

Польський ринок цінних паперів побудований за такими принципами:

- значна частка держави у власності основних інфраструктурних інституцій;
- концентрація посередницької діяльності серед незначної кількості учасників фондового ринку;
- централізація біржової та депозитарної діяльності;
- інтеграція біржової та депозитарної діяльності з відповідними європейськими структурами;
- електронний обіг цінних паперів.

На наш погляд, ринок цінних паперів Республіки Польща базований на таких характерних ознаках:

- повне та впорядковане законодавче поле. Так, Закон «Про публічний обіг цінних паперів» створює основи для правового регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів. В Україні аналогічні правові засади зосереджені щонайменше в трьох законах, яким притаманні суперечності та які потребують суттєвих змін;

– усі угоди з цінними паперами, що допущені до публічного обігу, укладають на організованому ринку цінних паперів, за винятком державних [53, с. 258]. Завдяки такому механізму функціонування ринок цінних паперів Польщі є найбільшим серед країн Східної Європи. За підсумками 2009 р. Варшавська фондова біржа зайняла перше місце серед європейських майданчиків за кількістю IPO [54]; це – найкращий результат в історії польського ринку капіталу. Капіталізація ВФБ за станом на квітень 2010 р. склала 200 млрд. євро [55], а капіталізація ПФТС – 25,3 млрд. євро [56], що майже у 8 разів менше.

– всі операції на ринку цінних паперів здійснюються тільки в дематеріалізованій формі завдяки повністю комп'ютеризованій системі торгівлі WARSET. У 2004 р. головний офіс Комісії з цінних паперів та бірж (КЦПБ) пройшов сертифікацію ISO9001, а у 2005 р. вже було впроваджено електронну систему документообігу через Інтернет. До речі, за 2006 рік Інтернет-ресурс КЦПБ відвідали приблизно 1,5 млн. осіб. Додатково КЦПБ запустила в дію в своєму центральному офісі у Варшаві гарячу телефонну лінію та інформаційний центр, співробітники якого відповідають на електронні запити відвідувачів Інтернет-сайту Комісії [57].

– на позабіржовому ринку Польщі працює єдина інформаційно-торговельна система Centralna Tabela Ofert (CeTO), аналогічна американській системі NASDAQ [58, с. 193].

– від травня 2004 р. польський ринок капіталів формально став частиною економічного простору ЄС, разом із тим уніфікація законодавства, зміна режиму роботи для іноземних інвесторів та компаній – нині основні завдання КЦПБ. Ще у 2004 р. 135 інвестиційних компаній і 5 фондів пройшли ліцензування у КЦПБ і отримали паспорт єдиного європейського взірця.

Нормативною основою ринку цінних паперів Польщі є Закон про торгівлю цінними паперами і довірчі фонди, прийнятий парламентом 22 березня 1991 р. В лютому 1994 р. Почали діяти внесені у нього поправки (прийняті в грудні 1993 р.). Основним регулятором польського фондового ринку є Комісія з цінних паперів та бірж (КЦПБ), заснована цим Законом.

Останнім часом в Республіці Польща прийнято низку нових законодавчих актів, що врегульовують притання функціонування фінансового ринку та ґрунтовані на останніх за часом Директивах ЄС. Це насамперед Закони «Про нагляд за фінансовим ринком» (від 21.07.2006 р.), «Про обіг фінансових інструментів» (від 29.07.2005 р.), «Про відкриті підписку та умови ведення фінансових інструментів до організованої системи обігу та про публічні товариства» (від 29.07.2005 р.), «Про нагляд за ринком капіталів» (від 29.07.2005 р.) [59, с. 89].

На ринку цінних паперів Республіки Польща, на відміну від українського, нема інституту реєстратора цінних паперів. Його роль у Польщі виконує Центральний депозитарій. Він веде облік усіх емісій іменних цінних паперів у єдиному реєстрі. А в Україні за станом на 01.01.2011 р. налічувалося 297 реєстраторів, які діяли в умовах відсутності єдиного технологічного центру [60]. Зауважимо той факт, що відсутність централізованої депозитарної системи збільшує ризик для учасників ринку.

У 2001 р. з метою вдосконалення депозитарної системи Польщі було впроваджено систему «рекомпенсат» [58, с. 213]. Вона є обов'язковою для всіх країн ЄС і сприяє захисту матеріальних інтересів клієнтів установи у випадку банкрутства. Це своєрідний фонд гарантування компенсаційних виплат, що формується за рахунок обов'язкових внесків установ і банків та управляється Центральним депозитарієм. Цей фонд гарантує повернення коштів переважно фізичним особам, а на суб'єкти держави не поширюється.

Як в Україні, так і в Польщі банки є активними учасниками ринку цінних паперів, і частка банків серед торговців цінними паперами суттєво не відрізняється (в Україні 18%, а в Польщі – 21% від загальної кількості торговців).

Ринок цінних паперів Польщі долучився до процесу євроінтеграції, що позитивно вплинуло на його розвиток та економіку країни в цілому (у 2005 р. активи фінансового сектору стосовно ВВП досягли більше, ніж 86,4%) [61]. Тому успішний досвід Польщі щодо функціонування фондового ринку становить значний інтерес для України та може бути використаний у розбудові вітчизняного ринку цінних паперів.

Безумовно, у ринку цінних паперів Польщі можна перейняти досвід зростання ролі розкриття інформації на торговельних майданчиках і концепції розвитку, орієнтованої на компанії зі середньою капіталізацією. Втім, головне – це спостереження за розвитком польського ринку в процесі євроінтеграції. У 10–15-річній ретроспективі можна простежити концентрацію операцій на ринку послуг для інвесторів, зменшення частки емітентів із сировинного сектору,

зростання ролі емітентів із сфери послуг. Особливо яскравим виглядає зростання ролі банків серед емітентів-лідерів [62].

Аналіз особливостей формування національних моделей ринків цінних паперів різних країн дає змогу зробити наступні висновки:

- нині чітко виділяються дві найпоширеніші в світі моделі ринку цінних паперів, що відрізняються характером регулювання, структурою джерел та методів залучення капіталу корпораціями;

- англо-американська модель акцентує на використанні залученого капіталу, а європейська основним джерелом фінансування передбачає використання позичкових коштів;

- наявність різних національних моделей ринків цінних паперів обумовлена особливостями історичного розвитку фінансових систем різних країн;

- англо-американська модель передбачає наявність розвинутого ринку цінних паперів, а країни з європейською моделлю характерні високим ступенем концентрації і централізації банківської системи.

Вважаємо, що моделі ринків цінних паперів інших країн є значною мірою результатом еволюції згаданих ринків. Модель, відповідно до якої почав розвиватися ринок цінних паперів України, має універсальні та особливі риси. Насамперед, вона охоплює елементи, які властиві ринку цінних паперів інших країн, а саме:

- законодавче закріплення переліку цінних паперів;
- державне регулювання випуску цінних паперів та інформацію про такі випуски;
- публікація емітентами щорічного звіту;
- державне ліцензування посередницької діяльності;
- державний контроль за ринком цінних паперів;
- наявність біржового та позабіржового сегментів на ринку цінних паперів.

Найважливіші аспекти діяльності ринку регулюються законом та нормативно-правовими актами (така риса притаманна практично всім країнам,

де є ринки цінних паперів). Законодавче регулювання має низку переваг: по-перше, закони приймають на основі соціально-групового узгодження інтересів, оскільки у процесі їх обговорення та прийняття беруть участь представники різних соціальних груп; по-друге, законодавче регулювання є стабільнішим. Отже, ринок цінних паперів України – регульований, що, на нашу думку, забезпечує довіру до ринку цінних паперів, поліпшує його дисциплінованість та сприяє динамічному розвитку держави. Державне регулювання випуску цінних паперів та інформація про ці випуски виконує функцію захисту інтересів інвесторів й інших учасників ринку цінних паперів.

Публікація емітентами річних звітів забезпечує доведення необхідної інформації до відома акціонерів. Така інформація особливо важлива при прийнятті рішення про купівлю-продаж акцій.

Державне ліцензування посередницької діяльності є проявом режиму монополії на здійснення урядом важливих посередницьких функцій. Оскільки ринок цінних паперів займає важливе місце у системі фінансового ринку, а ситуація на ньому залежить від довіри з боку великої кількості учасників, держава висуває вищі вимоги до тих суб'єктів підприємницької діяльності, які є посередниками на ринку цінних паперів.

Державний контроль – один із головних елементів моделі ринку цінних паперів. Він реалізується через здійснення органами виконавчої влади захисту публічних інтересів та інтересів інвесторів, забезпечення як виконання законодавчих актів, що регулюють ринок цінних паперів, так і цілісності ринкових відносин.

У вітчизняній практиці наявні біржовий та позабіржовий сегменти ринку цінних паперів, а також законодавче закріплення переліку цінних паперів. Такий перелік міститься у законодавчих актах, він може бути вичерпним або відкритим. У першому випадку цінними паперами вважають лише ті грошові документи, що згадані у переліку. У другому випадку, крім наведених у переліку, – інші аналогічні документи. В Україні перелік цінних паперів закріплений законодавчо [19].

Спробуємо подати власну модель ринку корпоративних цінних паперів України, взявши за основу чинне законодавство (рис. 1.4).

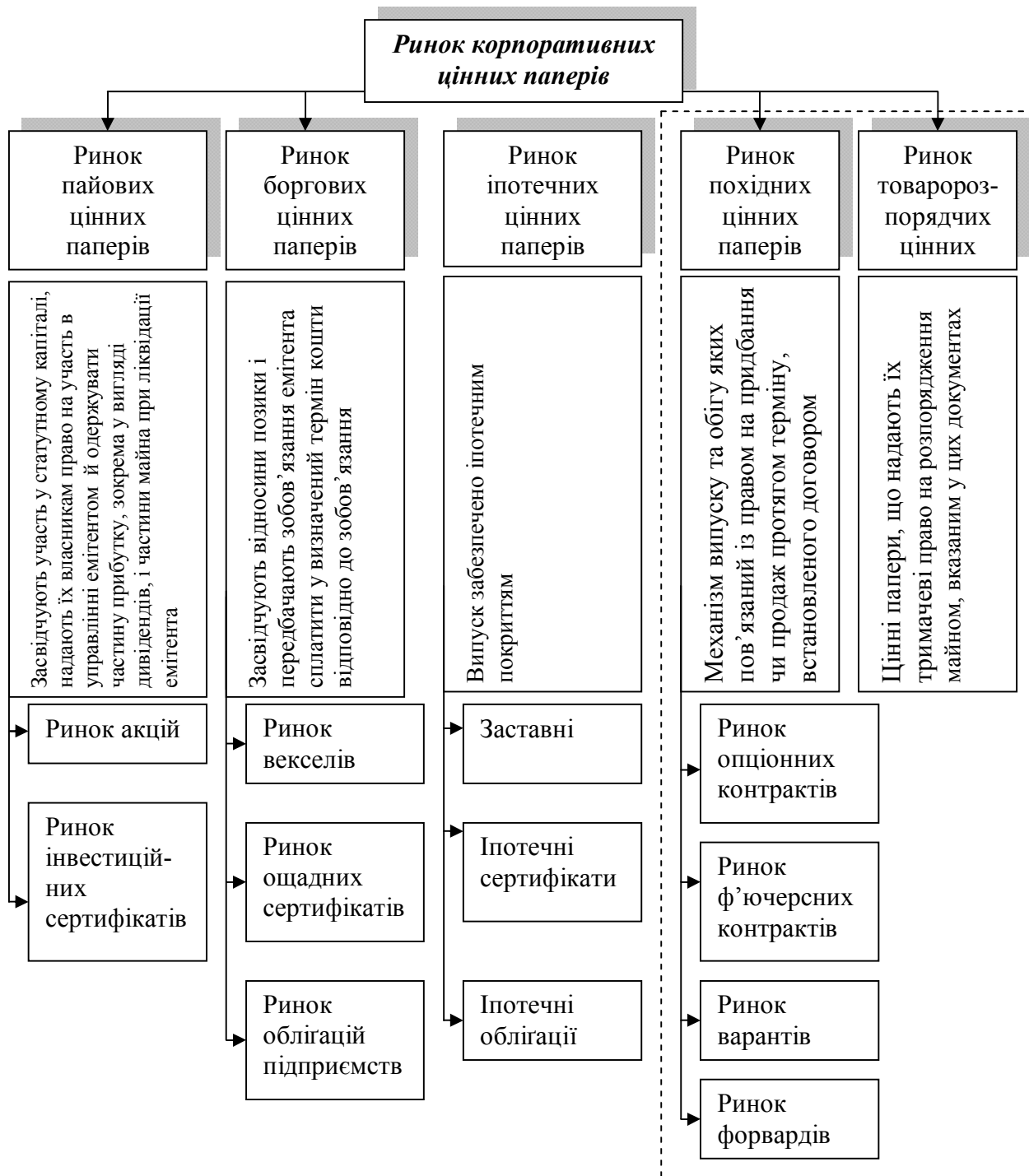


Рис. 1.4. Структура ринку корпоративних цінних паперів за видами¹

¹Примітка. Побудувала автор відповідно до Цивільного кодексу України і Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [63, 19]

Варто зауважити, що ринки похідних і товаророзпорядчих цінних паперів перебувають у зоні юридичної невизначеності (на рисунку виділено пунктиром). Така обставина виникла внаслідок протиріччя між Цивільним кодексом

України [63], в якому визначені обидві групи цінних паперів, і Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19], де нема згадки про цінні папери, що можна було б віднести до будь-якої з груп.

До запропонованої моделі ринку цінних паперів за видами ми ввели ті цінні папери, які визначені в чинному законодавстві й отримали статус цінних паперів від регулятора ринку корпоративних цінних паперів – ДКЦПФР.

Кількісні характеристики запропонованої нами моделі ринку цінних паперів відобразимо в таблиці 1.3:

Таблиця 1.3
Основні характеристики вітчизняного ринку цінних паперів¹

Показники	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. Динаміка обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів, млрд. грн.	145,02	207,01	291,08	424,33	577,08	740,06
2. Загальний обсяг випуску цінних паперів, млрд. грн.	34,76	61,99	84,07	133,25	153,05	162,68
3. Частка акцій у загальному обсязі зареєстрованих ДКЦПФР в Україні, %	87,98	24,82	51,79	37,52	30,15	62,13
4. Щорічні обсяги зареєстрованих акцій, млрд. грн.	28,34	24,81	43,54	50,0	46,14	101,07
5. Щорічні обсяги зареєстрованих облігацій підприємств, млрд. грн.	4,107	12,748	22,07	44,48	31,35	10,11
6. Співвідношення між щорічними обсягами зареєстрованих облігацій підприємств та акціями, %	14,49	51,38	50,69	88,96	67,95	9,91
7. Щорічні обсяги зареєстрованих опціонів, млн. грн.	0,112	0,161	0,167	0,344	0,27	6,55
8. Щорічні обсяги зареєстрованих інвестиційних сертифікатів, млрд. грн.	2,01	23,06	0,166	31,12	65,37	47,21

¹Примітка. Побудувала автор за даними [64]

Як видно з даних таблиці 1.3, провідну позицію на ринку цінних паперів України серед фінансових інструментів за обсягами зареєстрованих випусків займають акції – 62,13%. Хоча, зауважимо, частка акцій у загальному обсязі цінних паперів поступово зменшувалась з 87,98% у 2004 р. до 30,15% у 2008 р., а у 2009 р. цей показник зріс майже на 32% порівняно з 2008 р. Причина такого зростання полягає у зменшенні випуску облігацій та деяких інших фінансових інструментів. Якщо співвідношення між щорічними обсягами зареєстрованих облігацій підприємств та акцій у 2008 р. було 67,95%, то в 2009 р. обсяги випущених облігацій становили 9,91% від обсягу випущених акцій. Зазначимо, що в 2008 р. вперше за останній період обсяг зареєстрованих акцій зменшився

на 3,86 млрд. грн. порівняно із 2007 р. Зниження рівня випуску акцій характерне для європейської моделі ринку цінних паперів. Але у 2009 р. цей показник різко зріс. Причиною стало те, що за рахунок випуску акцій підприємства, враховувавши умови кризи, розмір статутного фонду збільшили.

Для дослідження моделі ринку цінних паперів із позиції системного підходу пропонуємо розглядати ринок цінних паперів як ієрархічну систему, до котрої належать упорядкована сукупність взаємопов'язаних підсистем, що становлять структуру.

Становлення фондового ринку України характерне періодичною зміною його моделі, тому на сучасному етапі свого розвитку вітчизняному ринкові цінних паперів притаманні характеристики англо-американської та європейської моделей. Така еkleктичність пояснюється тим, що в певні періоди розвитку інфраструктури ринку держава орієнтувалася на різні моделі. У вітчизняних та іноземних фахівців не було єдності в підходах до створення моделі ринку цінних паперів України: кожен відстоював концептуальні засади, котрі діяли в тих чи інших країнах. Можна вважати, що остаточний вибір моделі відбувся з початком діяльності спеціального органу державного регулювання – Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (12 червня 1995 р.). Саме тоді вибрано методологічний підхід щодо моделі ринку цінних паперів.

Прийнято вважати, що сьогодні в Україні функціонує змішана модель участі банків на ринку корпоративних цінних паперів, яка поступово наближається до європейської. Європейська модель передбачає вільний допуск банків до цінних паперів компаній нефінансового сектору. Так було наприкінці 1990-х років, але з прийняттям у 2000 р. нового Закону України «Про банки і банківську діяльність» [65] модель участі комерційних банків на ринку корпоративних цінних паперів концептуально змінено, а роль банків як інвесторів обмежено. Фундаментом обмежень участі банків на ринку цінних паперів як інвесторів стали нормативи інвестування, що регулюють вкладення банків у цінні папери певним відсотком від капіталу банку, та методика

розрахунку регулятивного капіталу. Така методика обмеження ролі банків як інвесторів ґрунтована на світовому досвіді. Відповідно до рекомендацій Базельського комітету розмір інвестицій банків обмежений 60% власного капіталу [66].

У вітчизняній моделі ринку цінних паперів визначальну роль відіграють його учасники, які мають відповідний вплив на ринку. На основі їх діяльності можна побудувати окрему модель ринку цінних паперів. Проаналізувавши окремі вчення, зробимо висновок, що є різні класифікації учасників ринку цінних паперів. Російський учений С. Тertiшний поділив учасників ринку цінних паперів на таких, які здійснюють основні функції на ринку, і учасників, котрі виконують допоміжні функції [69, с. 23]. Дана модель чітко розмежовує основних учасників ринку цінних паперів і тих, робота яких полягає у забезпеченні діяльності ринку (додаток М). Банки С. Тertiшний відніс до учасників, які здійснюють основні функції на ринку. Їх діяльність він згрупував до фінансово-посередницької. Однак ми вважаємо, що дана модель має недоліки, позаяк банки часто виконують роль реєстраторів та депозитаріїв.

А. Пересада поділив учасників ринку цінних паперів на основних та інфраструктурних (додаток Н) [70, с. 82]. Цей принцип розподілу аналогічний попередньому. Недоліки, на нашу думку, в тому, що група інфраструктурних учасників не охоплює організаторів торгів (біржі), адже вони безпосередньо впливають на емітентів через операції лістингу.

Однозначної оцінки ролі банків як учасників ринку цінних паперів в економічній літературі нема. Хоча, зауважимо, історично саме банки були першими установами, які спеціалізувалися на операціях на фінансовому ринку. Нині питання про те, чи є комерційні банки повноправними учасниками ринку цінних паперів, спірне й дискусійне. Окремі автори взагалі не оцінюють роль банків на ринку корпоративних цінних паперів. Зокрема, О. Мендрул та І. Павленко зосередили увагу на рольових учасниках ринку цінних паперів, оминаючи участь універсальних інституцій [29, с. 147]. Колектив авторів під керівництвом А. Мороза вважає банки активними учасниками ринку цінних

паперів, які виконують роль емітентів, інвесторів, фінансових посередників та інфраструктурних учасників. Роль банків на ринку корпоративних цінних паперів обмежується або стимулюється залежно від моделі регулювання, яку обрано в країні [71, с. 211].

Н. Чередніченко вважає банківські установи такими, «які нарівні з іншими фінансовими та кредитними функціями можуть здійснювати посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів, виконувати операції на фондовому ринку за власний рахунок, за дорученням і за рахунок клієнтів, здійснювати реєстраційні функції, а також надавати позики, пов'язані з цінними паперами» [14, с. 11].

Прихильники англо-американської моделі, зокрема Б. Ческідов [72, с. 66] та Ю. Коромош [73, с. 149] звертають увагу на недоліки концепції, де нема обмежень щодо участі банків на ринку корпоративних цінних паперів. В Україні потенціал банків як учасників ринку корпоративних цінних паперів обмежений власним капіталом.

Участь банків на ринку корпоративних цінних паперів не може викликати однозначної оцінки. Адже саме банки є тими учасниками згаданого ринку, яким доступні майже всі ланки рольової участі і які контролюють великий обсяг фінансових ресурсів (рис. 1. 6).

Ми не схилиємося до думки тих авторів, які не вважають комерційні банки активними учасниками ринку цінних паперів. У деяких випадках банки навіть домінують над іншими фінансовими інститутами. Вважаємо, що нині банки перебувають у вигіднішому становищі порівняно з іншими учасниками ринку корпоративних цінних паперів. Так, завдяки високоорганізованому міжбанківському ринку ресурсів, на сьогоднішній день банкам тепер легше залучати фінансові ресурси для участі в операціях із цінними паперами, отже, банки мають змогу поводитися на ринку мобільніше. Крім того, вони можуть запропонувати клієнтам широкий спектр послуг на ринку цінних паперів, у т. ч. кредитування операцій, високий технічний та професійний рівні обслуговування.

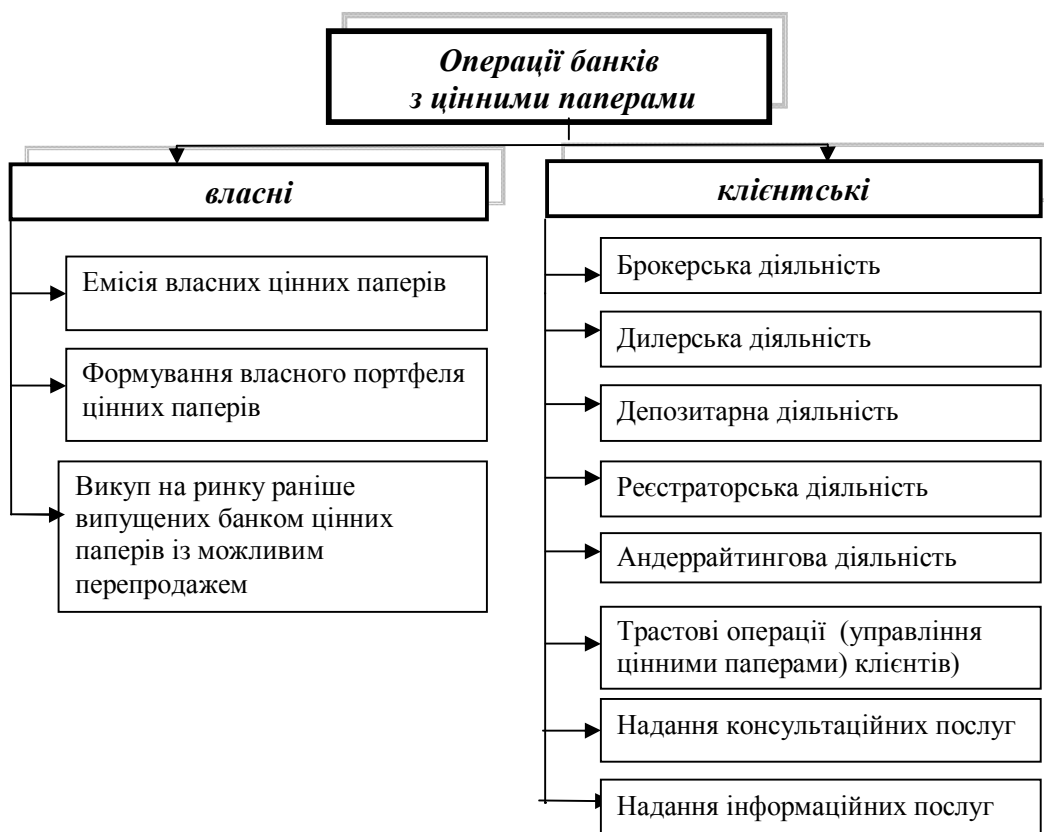


Рис. 1.6. Класифікація операцій банків з цінними паперами¹

¹Примітка. Побудувала автор

Отже, на нашу думку, банки є активними учасниками ринку цінних паперів. Основні причини активної участі виділимо у таблиці 1.4.

Таблиця 1.4

Об'єктивні причини активної діяльності банків на ринку цінних паперів¹

Фактор довіри до банку	Довіра до банку переноситься і на операції з цінними паперами. Посередництво банку є гарантією того, що операції, які проводяться за дорученням та в інтересах клієнтів, відповідають чинному законодавству і правилам, прийнятим на ринку
Накопичення інформації	Банк акумулює інформацію про розвиток окремих сегментів ринку цінних паперів, зміну курсової вартості цінних паперів, про фінансовий стан та перспективи розвитку потенційних емітентів та інвесторів і т. д.
Мережа банківських установ	Розгалужена банківська мережа дає змогу використовувати можливості, пов'язані з мережею відділень та філій
Розвинута інфраструктура	Дає змогу враховувати різні інтереси клієнтів, пов'язані з цінними паперами
Кваліфікований персонал	Можливість адекватно й оперативно оцінювати ситуацію, яка склалася на ринку цінних паперів

¹Примітка. Побудувала автор

Метою діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів вважаємо:

- залучення додаткових ресурсів для традиційної діяльності на основі емісії цінних паперів;
- отримання прибутку від власних інвестицій у цінні папери у вигляді дивідендів, процентів, зростання курсової вартості цінних паперів;
- формування доходу від надання клієнтам різноманітних послуг на ринку цінних паперів;
- конкурентне розширення сфери впливу банку й залучення нових клієнтів за рахунок участі в капіталах підприємств та організацій;
- отримання додаткового прибутку від спекулятивних операцій із цінними паперами і страхування фінансових ризиків через операції з похідними цінними паперами.

Разом із тим, висловлюючи думку за активну присутність банків на ринку корпоративних цінних паперів, не можна забувати про той факт, що ринок цінних паперів, особливо ринок акцій, – це ризикований сегмент фінансового ринку і, відповідно, кредитна установа, яка працює на цьому ринку, піддана підвищеному ризику неповернення залучених засобів із боку кредиторів та вкладників грошових засобів.

Інтеграційні прагнення України змушують її змінювати законодавство відповідно до стандартів Європейського Союзу [67]. Втім, у ЄС усе так швидко змінюється, що іноді вітчизняні фахівці не встигають усвідомити становлення нових форм регулювання або зміну концептуальних засад участі тих чи інших учасників ринку корпоративних цінних паперів. Що стосується виходу на міжнародний ринок цінних паперів вітчизняних компаній, то на їх шляху виникають проблеми не лише законодавчі, а й низької конкурентоспроможності цінних паперів, адже інвестори, безумовно, цікавитимуться високоприбутковими та перспективними компаніями, яких у нас мало. Негативним фактором слід вважати відсутність належної уваги з боку Кабінету Міністрів України і ДКЦПФР до розроблення та реалізації конкурентоспроможної моделі фондового ринку України, а також плану дій щодо його інтеграції до світових ринків. Тому для оптимальної інтеграції

вітчизняного ринку цінних паперів до фондових ринків країн ЄС із урахуванням національних інтересів необхідно на першому етапі розробити конкурентоспроможну модель і стратегію його розвитку на 15–20 років на базі міжнародних стандартів. На другому етапі вважаємо доцільним спільне з ЄС розроблення плану дій щодо інтеграції фондового ринку України до фондових ринків країн Європейського Союзу. Після цього, на наш погляд, необхідно впровадити світовий досвід раціонального розподілу регулятивних функцій між державою й саморегулювальними організаціями, контрольного та інформаційного супроводження діяльності фондового ринку.

Вважаємо, що найраціональнішим у побудові власної моделі розвитку ринку цінних паперів є використання системного підходу. Система-модель ринку цінних паперів – це статична модель, що фіксує реальний процес випуску і обігу цінних паперів. Але для того, щоб отримати таке відображення, необхідно володіти певним арсеналом засобів, сукупністю методів і показників. Для нормального функціонування системи-моделі необхідні такі види забезпечення (рис. 1. 5):

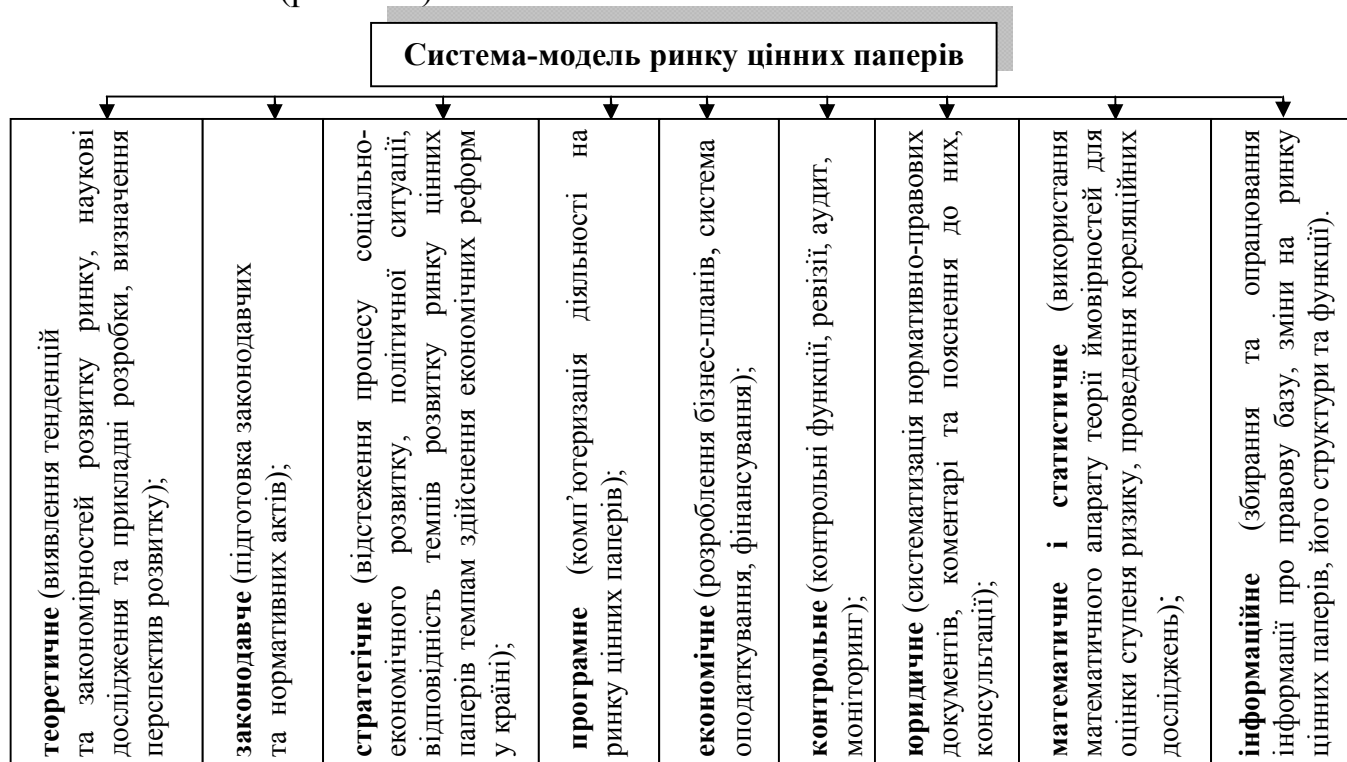


Рис. 1. 5. Системний підхід у побудові моделі ринку цінних паперів.¹

¹Примітка. Побудувала автор

Реалізація системного підходу, на наш погляд, дасть змогу забезпечити оптимальну структуру ринку цінних паперів та створити сприятливі умови для аналізу стану його функціонування. Дієздатна модель ринку цінних паперів України не лише сприятиме прискоренню процесу адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог і створенню умов діяльності, наближених до західних, а й виявиться привабливим фактором для іноземних та вітчизняних інвесторів [68].

Неможливе розроблення національної моделі ринку цінних паперів і без вивчення зарубіжного досвіду.

1.3. Світовий досвід діяльності банків на ринку цінних паперів

В Україні нині склалася ринкова система, що охоплює елементи ринку цінних паперів США, європейських країн та окремі національні особливості українського ринку. І нині важливо визначити, за якою моделлю – англо-американською, європейською або, можливо, національною вона буде розвиватися. Від цього залежить, які інститути ринку слід розвивати, як має бути побудована система його регулювання, інфраструктура ринку цінних паперів і т. д.

Дослідження й аналіз процесів, що відбуваються на світовому ринку, становлять значний інтерес для України. Переважна більшість науковців обґрунтовують доцільність використання зарубіжного досвіду в Україні із урахуванням вітчизняних умов господарювання. Адаптація результатів досліджень до вимог та потреб українського ринку корпоративних цінних паперів допоможе не тільки сформулювати власну ефективну модель, а й наблизити її розвиток до сучасних світових тенденцій. Застосування зарубіжного досвіду крізь призму національних інтересів дасть змогу визначити межу запозичень і переносу на український ринок зарубіжних досягнень у даній сфері, що, без сумніву, сприятиме підвищенню ефективності функціонування ринку корпоративних цінних паперів як складової фінансового сектору та економіки країни в цілому.

Роль комерційних банків на ринку цінних паперів у різних державах неоднакова. Найактивніше такі банки беруть участь на фондовому ринку в Німеччині; у США, Канаді, Японії їхня роль законодавчо обмежена. Банки цих країн знаходять опосередковані шляхи участі в інвестиційній діяльності – через трастові операції, кредитування інвестиційних банків і фондів, співпрацю з брокерськими фірмами тощо.

Намагання комерційних банків розширити операції з цінними паперами спричинене, з одного боку, високою дохідністю цих операцій, з іншого – відносним скороченням сфери використання прямих банківських кредитів.

У зв'язку з інтернаціоналізацією ринку цінних паперів комерційні банки зарубіжних країн розширюють обсяги своїх операцій з іноземними цінними паперами, що дають їм значні прибутки за рахунок змін курсових різниць. Так вони виходять на міжнародний фондовий ринок, створюючи мережу закордонних інвестиційно-банківських філій, дочірних компаній, а у США – банківських холдингів.

Окрім того, банки започатковують застосування нетрадиційних форм послуг у своїй діяльності з цінними паперами, а саме надання консалтингу (консультацій), пов'язаного з інвестуванням капіталу у фондові інструменти, тобто допомагають клієнтам у страхуванні інвестиційних ризиків, глибоко аналізують їх вкладення у цінні папери, визначають для клієнтів алгоритм дій при інвестуванні.

Для Нідерландів, Німеччини та Швейцарії характерна модель універсальної банківської справи. Британську універсальну модель використовують у Великій Британії, Австралії і Канаді. Модель правового відокремлення характерна для США, де банківський бізнес відокремлений від інвестиційного бізнесу [74, с. 366].

Найпомітніші зміни на світових фондових ринках у 1990-і рр. пов'язані з бурхливим розвитком нових ринків молодих незалежних держав. Термін «виникаючий ринок» (emerging market) стосовно ринку цінних паперів досить

умовний, як і термін «країни, що розвиваються», але, разом із тим, його широко застосовують.

Відповідно до визначення Міжнародної фінансової корпорації (МФК) до групи «країн з ринками, що виникають» належать країни з валовим національним продуктом (ВНП) на душу населення менше 8 626 дол. США. У групу «виникаючих ринків» за класифікацією МФК входять практично всі країни, які ООН відносить до групи, що розвиваються, за винятком Гонконгу та Сінгапуру (мають розвинуті ринки); сюди ж належать і ринки країн із «перехідною економікою» Східної Європи і колишнього СРСР – усього 169 незалежних держав і територій. Вони поділяються на 2 групи: з низьким рівнем ВНП (менше 675 дол. США в 1993 р.) і середнім рівнем ВНП на душу населення (від 675 до 8 626 дол. США).

Умовна класифікація ринків цінних паперів наведена у додатку П.

Вважаємо поданий розподіл раціональним і таким, що свідчить про наявні можливості для розбудови національної моделі участі банків на ринку цінних паперів із урахуванням досвіду розвинутих країн.

Світовий досвід свідчить, що політика обмеження ролі банків на ринку корпоративних цінних паперів (у США це Закон Грімма-Ліча-Блайлі, а в країнах Єврозони – рекомендації Базельського комітету) останнім часом зазнала змін у напрямку підвищення загальних стандартів розкриття інформації та якості звітності зовнішнього аудиту, що дає змогу зменшувати ризики корпоративних цінних паперів.

Так, у США на початку 2003 р. прийнято закон Сарбейнса-Окслі. В Європейському Союзі у 2005 р. прийнято 8-у Директиву. Всі 25 країн – членів ЄС мали здійснити її імплементацію до 2006 р.

Чинне законодавство ЄС із питань ринків цінних паперів складається з восьми директив і впроваджувальних заходів [76, с. 13] (додаток Р). Директиви щодо ринку цінних паперів стосуються допуску їх на фондову біржу, випуску проспекту емісії, а також регулярного надання докладної інформації про себе компаніями, які працюють на цьому ринку. На рівні права ЄС визначено умови

започаткування та здійснення діяльності особами, які є учасниками ринку цінних паперів, умови функціонування інвестиційних фондів та випуску цінних паперів [77].

Як закон Сарбейнса-Окслі, так і 8-ма Директива ЄС значно підвищують вимоги до зовнішнього аудиту й посилюють контроль за змістом і термінами розкриття інформації, яку мають надавати емітенти. Зокрема, емітент не може бути пов'язаний із аудиторським комітетом, який перевіряє його діяльність [78]. Окрім фінансової звітності, звіт зовнішнього аудиту має містити висновок щодо якості внутрішнього менеджменту і правильності відображення інформації при здійсненні внутрішнього аудиту. Стосовно інформації щодо змін у статутному фонді та структурі власників, то згідно зі законом емітент має опублікувати її до кінця робочого дня, протягом якого відбулися зазначені зміни. Емітентам необхідно у режимі реального часу оприлюднювати додаткову інформацію про суттєві зміни у фінансових умовах чи операційній дійсності, необхідність і корисність якої для захисту інвесторів та суспільних інтересів визначають органи, що регулюють діяльність фондового ринку [79].

Умови започаткування та здійснення діяльності учасниками ринку цінних паперів ЄС мають багато спільного з відповідними умовами щодо банків. Тому спостерігається певна зона перетину діяльності небанківських інвестиційних компаній і банків, що надають інвестиційні послуги [77].

01.11.2007 р. почала діяти Директива про ринки фінансових інструментів (MiFID (The Markets in Financial Instruments Directive)), що дає банкам змогу діяти як фондові біржі; у деяких видах діяльності – як альтернативні біржі й пропонувати альтернативні виконавчі послуги; вона помітно позначилася на організації функціонування та бізнесових стратегій банків [76, с. 17]. Нова директива MiFID окреслила умови для заснування інвестиційних фірм, аналогічні банківським критеріям та умовам; таким чином, фактично прирівнені в юридичному статусі як небанківські компанії інвестиційних послуг, так і банки, забезпечуючи розгорнуту конкуренцію на ринку [80].

При вивченні світового досвіду діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів неможливо не звернути увагу на ту обставину, що глобальна фінансова криза проявляється не лише у функціонуванні фінансової та кредитної системи, а й у розвитку дефляції, спаді низки фондових індексів, суттєвому зниженні ринкової вартості цінних паперів. Необхідно зазначити, що криза започаткувалась із США, ставши глобальною.

До чинників фінансової кризи, крім краху іпотечного ринку США, слід віднести надмірну складність деяких фінансових інструментів та продуктів. Це, насамперед, активна сек'юритизація, що зводиться до продажу активів банків через перетворення їх на цінні папери, які надалі розміщують на ринку. Оскільки сек'юритизацію застосовують переважно стосовно банківських кредитів, це дало банкам змогу передати кредитні ризики іншим учасникам ринку. Так, наприклад, Lehman Brothers купували іпотечні кредити з метою сек'юритизації та подальшого їх продажу. Банки, своєю чергою, почали купувати цінні папери на ринку в інших банків. Згодом через погіршення якості сек'юритизованих активів сповільнилося надходження платежів до інвесторів таких цінних паперів. Це підірвало довіру до таких фінансових продуктів та призвело до зниження їхньої вартості та збитків відповідних інвесторів.

Іпотечні цінні папери, відповідаючи вимогам таких рейтингових агентств, як Moody's, Standard & Poors, отримували переважно найвищий кредитний рейтинг. Завдяки діяльності рейтингових агентств ринок повірив у надійність іпотечних цінних паперів. Разом із тим, четвертий за величиною американський банк Lehman Brothers з рейтингом «AAA» – банкрут. Зазначені міжнародні рейтингові агентства встановлювали для України такі суверенні ризики: «Fitch Ratings» – B+, Moody's – B2, «Standard & Poors» – B, «Rating and Investment Information, Inc» (Японія) – B. Прогноз за всіма рейтингами – стабільний [81]. Усе це є результатом діяльності рейтингових агентств. Як і в інших кризових ситуаціях, рейтингові агентства лише погіршують становище. Вони роздавали високі рейтинги ненадійним облігаціям. При виникненні кризи ці ж агентства

почали понижувати рейтинги, які самі ж і встановлювали, й це, на нашу думку, спричинило ще більший тиск на оцінку цінних паперів.

Другим чинником виділяємо страхування ризиків, яке полягає в тому, що банки виявилися надмірно впевненими в ефективності наявних механізмів управління ризиками та не розробляли нових механізмів мінімізації ризиків.

Наступним чинником є те, що пошуки способів управління ризиками спонукали до виникнення нових інструментів, які прискорили розгортання світової економічної кризи. До них можна віднести такі похідні фінансові інструменти як опціони, ф'ючерси, свопи на дефолт за кредитами та інші, які з'явилися після кризи 1970-х років. Із розвитком телекомунікаційних та комп'ютерних технологій на ринку похідних цінних паперів розширились можливості для здійснення ризикованіших операцій. За допомогою деривативів банки почали більше ризикувати з метою збільшення прибутків. Таким чином, використання деривативів хоч і не спричинило, та прискорило світову економічну кризу. Разом із тим, похідні фінансові інструменти мають передумови для подальшого розвитку з огляду на попит на страхування від ризиків.

До інших чинників глобальної економічної кризи варто віднести недостатньо жорсткі андеррайтингові стандарти при видачі іпотечних кредитів, невисокі регулятивні вимоги. Тому, вивчаючи діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів, обов'язково слід враховувати такий негативний світовий досвід.

Найбільшу увагу на світовому фінансовому ринку нині приділяють збереженню довіри до фінансового сектору та підвищенню фінансової стійкості фінорганізацій. Окреслені питання обговорювали на зустрічі G 20. Це, насамперед, збільшення достатності капіталу за всіма фінансовими інститутами, підвищення вимог до систем ризик-менеджменту та внутрішнього контролю в організації. Головне – узагальнюючий підхід: регулювання має уникати циклічності, бути контрциклічним. Необхідно вводити динамічні провізії, суть яких – у створенні великих резервів у момент зростання, навіть

якщо ризики невисокі (за рахунок раніше заробленого прибутку й поточних витрат). Цей досвід популярний, наприклад, в Іспанії. Такі методи штучно занижують дохідність банків. Система оцінки ризиків як у світі, так і в Україні була неадекватною. Тому її принципи нині кардинально переглядаються. З урахуванням нової концепції, якщо регулятор бачить якісь недоліки чи порушення фінансовими інститутами, то залишає за собою право висловлювати індивідуальні вимоги.

Основними принципами реформи фінансових ринків є:

- реформи, спрямовані на зміцнюючі фінансові ринки та режими регулювання з метою уникнути кризи в майбутньому. Відповідають за це, насамперед, національні інстанції. Однак фінансові ринки є глобальними, тому необхідно поширювати міжнародне співробітництво між регулюючими інстанціями;

- транспаритетність та підзвітність (розкриття інформації про складні фінансові продукти і забезпечення повного розкриття компаніями точних даних про їх фінансові умови. Стимули мають бути вироблені так, щоб не допускати надмірно високих ризиків);

- зміцнення якісного регулювання (контроль над рейтинговими агентствами, регулювання протягом усього економічного циклу);

- забезпечення узгодженості фінансових ринків (відстоювання цілісності фінансових ринків шляхом посилення захисту інвесторів та споживачів, недопущення конфліктів інтересів, попередження незаконних ринкових махінацій і зловживань);

- сприяння обміну інформацією, в т. ч. стосовно юрисдикцій, котрі ще не зобов'язалися дотримуватися міжнародних стандартів, що стосуються банківської таємниці й транспарентності;

- зміцнення міжнародного співробітництва та реформування міжнародних фінансових організацій (підвищити ступінь представництва країн з економікою, яка розвивається, в т. ч. шляхом уведення у Форум із фінансової стабільності (ФФС)).

У США запропоновано розширити повноваження Федеральної резервної системи, створити раду регуляторів для відстеження стійкості фінустанов та оцінки ризиків й антикризове відомство, якому будуть підзвітні банківські та небанківські фінустанови, створити агентство фінансового захисту споживачів з інформативною метою [82]. США також пропонують ввести заборону на використання власного капіталу банків у їх інвестиційній діяльності. На нашу думку, ці заходи не будуть ефективними, поки не отримають підтримки провідних банків інших країн світу. Тому вважаємо, що сьогодні банківське законодавство необхідно модернізувати, але не намагатися повернути його у 1930-ті роки.

Країни групи G 20 пропонують введення єдиного глобального податку на діяльність банків із цінними паперами з метою створення стабілізаційного фонду. Ідею податку підтримують США та Великобританія, які зазнали значних фінансових втрат на підтримку банківської системи; проти виступають Канада і країни БРІК, у т. ч. Росія. Країни «Групи двадцяти» також продовжують розглядати набір заходів щодо підвищення вимог до капіталу банків та обмеження рівня ризиків [83]. Податок можна стягувати як із урахуванням розмірів активів банку, так і залежно від обсягу їх боргових зобов'язань чи прибутку. Світові прецеденти введення схожих податків уже є: у Швеції (з 1995 р. – член ЄС) з 2009 р. діє податок 0,036% на певні види боргових зобов'язань фінкомпаній [84]. Країни ЄС і США домовилися про необхідність структурних фінансових реформ, котрі мають підсилити контроль над ризиками з боку регуляторів і зробити фінансову систему прозорішою.

Обираючи модель ринку цінних паперів для України, необхідно мати на увазі, що досвід ані розвинутих країн, ані ринків, що розвиваються, у чистому вигляді для нас не прийнятні. Більше того, якщо Україна намагається стати самостійним фінансовим центром, то, відповідно, вона адаптуватиме лише ті елементи фінансових ринків, які забезпечують максимальну конкурентоспроможність [85, с. 13].

Варто відзначити, що український ринок корпоративних цінних паперів почав формуватися в умовах наявності у світі багатьох моделей ринків цінних паперів. Нам необхідно було вирішити два завдання: проаналізувати національні законодавства інших країн і детально вивчити умови в Україні. Ці завдання могли бути виконані лише шляхом концептуального пошуку. Ще в 1993 р. Українська фондова біржа та Українська асоціація торговців цінними паперами запропонували власні концепції подальшого розвитку ринку цінних паперів в Україні. Таку концепцію розробляли і на державному рівні.

Сьогодні пріоритетні напрямки подальшого розвитку цінних паперів України визначено Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку України, схваленою Постановою Верховної Ради України № 342/95 від 22.09.1995 р. [86]. Відповідно до Концепції, для того, щоб фондовий ринок України став ефективним механізмом обігу цінних паперів, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та подвійний захист інтересів інвесторів, його створення й подальше функціонування необхідно будувати на принципах соціальної справедливості, надійного захисту інвесторів, урегульованості, контрольованості, ефективності, правової впорядкованості, прозорості, відкритості та конкурентності. Ця Концепція визначає головну мету та основні принципи функціонування і розвитку фондового ринку (ринку цінних паперів) України. Головна мета Концепції – це становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки.

Із огляду на уніфікацію елементів європейської та англо-американської моделей ринку цінних паперів, яка простежується в останні роки (у США поступово формується централізована депозитарна система, розширюється діяльність банків на ринку цінних паперів, а в країнах Європи вдосконалюється нормативна база регулювання ринку цінних паперів у напрямі наближення до вимог, встановлених у США), а також на задекларовані Україною прагнення до євроінтеграційного розвитку, ми вважаємо, що в нашій країні пріоритетною має

стати європейська модель ринку корпоративних цінних паперів із урахуванням досвіду фінансової кризи.

Висновки до розділу 1

Проведене дослідження теоретичної концептуалізації функціонування ринку корпоративних цінних паперів дає змогу зробити низку послідовних узагальнень:

1. Цінними паперами можна вважати ті інструменти ринку, які визначені законодавством окремої країни.

2. Ринок корпоративних цінних паперів – це складова ринку цінних паперів, що має прямий канал руху коштів від власників вільних ресурсів до безпосередніх одержувачів інвестицій, за винятком держави, і тим самим забезпечує ефективний перерозподіл ресурсів у економіці.

3. Модель ринку цінних паперів, як і цей ринок, є динамічною системою, що змінюється відповідно до тенденцій розвитку вітчизняного та світового ринків. Проаналізувавши економічну літературу, приходимо до висновку, що в Україні ще не сформовано єдиного підходу до побудови моделі вітчизняного ринку цінних паперів.

4. Проаналізовано наявні моделі ринків цінних паперів і запропоновано модель ринку цінних паперів на основі законодавства України; при цьому визначено, що ринки похідних та ринки товаророзпорядчих цінних паперів перебувають у зоні юридичної невизначеності.

5. Вивчення поглядів науковців щодо визначення ролі банків як учасників ринку цінних паперів дають змогу зробити висновок, що банки – єдині учасники ринку, котрі контролюють великий обсяг фінансових ресурсів та є тими фінансовими інституціями, яким доступні всі ланки ролівої участі й усі ринки корпоративних цінних паперів у рамках побудованих моделей.

6. Порівняльний аналіз розвитку ринку цінних паперів Республіки Польща та України дає змогу виділити наступні аспекти, які б можна було застосувати на вітчизняному ринку:

– на ринку цінних паперів Республіки Польща відповідно до європейської моделі основні суб'єкти централізовані, а на регіональних ринках важливу роль відіграють фінансові посередники: банки та небанківські фінансові установи;

– процеси євроінтеграції неможливі без процесів злиття, поглинання та об'єднання серед учасників ринку, тому наступним кроком у розвитку інфраструктури ринку цінних паперів України має стати процес створення єдиного Центрального депозитарію та єдиної біржової системи торгівлі бездокументарними цінними паперами, на аналог Варшавській фондовій біржі.

6. Вітчизняний фондовий ринок має розвиватись із урахуванням досвіду світової фінансової кризи, забезпечуючи стійкість фінансових організацій. Необхідно враховувати сучасні тенденції розвитку законодавства: Директиви ЄС, реформи фінансового сектору США, пропозиції щодо оподаткування операцій банків із цінними паперами з метою створення стабілізаційного фонду.

7. Однією з важливих тенденцій останнього часу є зближення американської та міжнародної систем звітності. Процеси глобалізації стосуються й України, тому необхідно проводити роботу з перегляду вітчизняних стандартів обліку для наближення їх до міжнародних.

8. Виявлені тенденції у розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні дають змогу зробити висновок про потенціал банківського сектору, який може бути реалізований на ринку корпоративних цінних паперів. Оскільки науковці не мають єдиних поглядів щодо трактування ролі банків як універсальних фінансово-кредитних інститутів, надалі вважаємо за доцільне диференціювати процес аналізу банківської діяльності на ринку корпоративних цінних паперів як посередників, інфраструктурних учасників, емітентів та інвесторів.

Основні результати дослідження, отримані в Розділі 1, автор опублікувала у наукових працях: [21; 45; 68].

РОЗДІЛ 2

БАНКІВСЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

2.1. Банки як інфраструктурні посередники та торговці цінними паперами

Із розвитком і становленням ринку корпоративних цінних паперів в Україні формування його інфраструктури відіграє дедалі значнішу роль. Особливо актуальний розвиток інфраструктури ринку корпоративних цінних паперів для органів регулювання й для інших його учасників. Проаналізувавши дослідження з даної теми, можна розглядати інфраструктуру ринку корпоративних цінних паперів на основі діяльності інфраструктурних учасників. Зокрема, колектив авторів під керівництвом А. Мороза вважає, що комерційні банки як інфраструктурні учасники можуть здійснювати діяльність із ведення реєстру власників іменних цінних паперів, а також депозитарну діяльність як зберігачі, розрахунково-клірингову діяльність – за угодами щодо цінних паперів [71, с. 242]. А. Пересада відніс до інфраструктурних учасників юридичних осіб, котрі є реєстраторами, зберігачами, депозитаріями та розрахунково-кліринговими установами [70 с. 82]. Отже, комерційні банки на ринку корпоративних цінних паперів виступають як професійні учасники і можуть виконувати такі види діяльності:

- реєстраторську діяльність;
- зберігання та обслуговування обігу цінних паперів;
- розрахунково-клірингову діяльність.

Відповідно до Законів України «Про банківську діяльність» [65] і «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] банки України можуть здійснювати операції з цінними паперами як посередники, котрі виконують операції з цінними паперами в інтересах та за дорученням своїх клієнтів (таблиця 2.1).

Майже 90% комерційних банків мали за станом на 01.01.2008 р. наявності ліцензію на здійснення посередницьких операцій на ринку цінних паперів, і міру участі цих банків підкреслює той факт, що їх кількість зростає.

Найактивніше банки на ринку цінних паперів діють як брокери, дилери та андеррайтери, хоча можуть здійснювати всі види посередництва на цьому ринку.

Таблиця 2.1

Перелік посередницьких операцій із цінними паперами, на здійснення яких НБУ дає письмовий дозвіл, та кількість банків, що його отримали¹

№ з\п	Назва операції	Кількість банків за станом на		Відхилення
		01. 01. 2009	01. 01. 2008	
1.	Організація купівлі та продажу цінних паперів за дорученням клієнтів	177	171	6
2.	Здійснення операцій на ринку цінних паперів від свого імені (в т. ч. андеррайтинг)	177	171	6
3.	Довірче управління коштами та цінними паперами за договорами з юридичними та фізичними особами	145	144	1
4.	Депозитарна діяльність зберігача цінних паперів	127	112	15
5.	Діяльність із ведення реєстрів власників іменних цінних паперів	49	49	0

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [88]

За наявності дозволу комерційні банки можуть займатись реєстраторською діяльністю. При цьому банк не має права вести реєстри власників цінних паперів, щодо яких він здійснює угоди. Тобто, банкам дозволено проводити діяльність реєстратора та вести реєстри емітентів, де банк не має істотної участі. Розглядаючи діяльність банків із здійснення реєстраторських послуг як інфраструктурних учасників, зазначимо, що в Україні ринок реєстраторських послуг уже сформований.

У світовій практиці відомі дві основні моделі ведення реєстрів: «англо-американська», за якої реєстри, незалежно від форми випуску цінних паперів, ведуть реєстратори (цю модель використовують у Росії), та «німецька», за якої реєстраторів нема, а всі питання інфраструктури фондового ринку розв'язують банки-зберігачі. В Україні поширена специфічна модель, за якої реєстратори мають змогу вести реєстри власників документарних випусків цінних паперів.

Діяльність реєстраторів в Україні регулюється «Положенням про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів», затвердженим рішенням ДКЦПФР № 60 від 17.10.2006 р. [89]. Необхідність у послугах реєстратора

виникає від моменту реєстрації емісії цінних паперів у ДКЦПФР. На фондовому ринку реєстратори виконують такі функції:

- 1) ведення системи реєстру;
- 2) формування системи реєстру за результатами розповсюдження випуску цінних паперів або прийняття від попереднього реєстроутримувача [89; 90, с. 322].

Законом «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» [91] недостатньо врегульовані функції, права та обов'язки реєстраторів. Державні органи доручили реєстраторам невластиві їм функції, а саме контроль за підставами для здійснення угод, контроль правочинності інвесторів, дотримання з їхнього боку вимог Антимонопольного комітету тощо. Внаслідок невисоких вимог до реєстраторської діяльності на ринку цінних паперів часто створюються «кишенькові реєстратори».

Відповідно до Положення про складання адміністративних даних щодо здійснення діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів та подання відповідних документів до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, затвердженого рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 290 від 24.06.2003 р., зареєстрованого в Міністерстві юстиції України 29 липня 2003 р. за № 655/7976 до електронного масиву даних за 2009 р. прийнято 364 інформації реєстраторів та 27 інформацій територіальних органів Комісії стосовно 247 емітентів, які здійснюють діяльність із самостійного ведення власного реєстру власників іменних цінних паперів [60]. Аналіз основних параметрів ринку реєстраторських послуг свідчить про зростання значення реєстраторів як інфраструктурних учасників ринку цінних паперів (табл. 2.2).

Протягом останнього року кількість реєстраторів на ринку цінних паперів поступово зменшується, очевидно, з огляду на те, що реєстраторська діяльність є повільно зникаючою в світі, депозитарною складовою.

Кількість реєстраторів, а також обсяг особових рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах значно перевищують аналогічні показники зберігачів. Наприклад, у Росії за станом на 01.01.2009 р. зафіксовано 59 товариств, які займаються реєстраторською діяльністю, та 789 депозитаріїв (у російському законодавстві – юридичні особи, що надають послуги зберігачів) [92].

Таблиця 2.2

**Основні показники діяльності реєстраторів
за 2004–2009 рр.¹**

Показник	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Загальна кількість реєстраторів	367	352	351	372	379	364
Загальна кількість зберігачів	124	161	180	214	256	297
Кількість емітентів, реєстри яких ведуть реєстратори	18824	18811	18286	17031	17269	16196
Кількість емітентів, які самостійно ведуть реєстри власників іменних цінних паперів	598	346	357	304	278	
Середня кількість реєстрів на одного реєстратора	51	53	52	46	46	44
Кількість рахунків номінальних утримувачів у реєстрах	7093	7197	7361	7067	7072	6744
Кількість рахунків власників іменних цінних паперів у реєстрах, за винятком кількості рахунків номінальних утримувачів цінних паперів, тис. осіб	15800	14895	13446	12245	11857	11153
Частка рахунків номінальних утримувачів від кількості власників цінних паперів у реєстрах, %	0,0449	0,0483	0,0547	0,0577	0,0596	0,0605

¹Примітка. Побудувала автор за даними [64]

Як видно з даних таблиці 2.2, загальна кількість реєстраторів за період із 2004 до 2009 р. залишалася на рівні 364, водночас кількість емітентів, які самостійно ведуть реєстри власників іменних цінних паперів зменшилася від 2001 до 2009 р. з 1068 до 247 (рис. 2.1). Це пояснюється тим, що ДКЦПФР увела жорсткіші нормативи моніторингу діяльності реєстраторів, тому зростає роль професійних учасників ринку корпоративних цінних паперів. Така позитивна тенденція пов'язана зі значними затратами на ведення реєстрів

власників іменних цінних паперів, а також спеціалізацією та вдосконаленням менеджменту вітчизняних акціонерних товариств, а саме впровадженням цільового розподілу виробничих потужностей та ресурсів, вибором аутсорсингу. Також можна вважати позитивним відносно сталість показника середньої кількості реєстрів, що припадає на одного реєстратора. Цей показник свідчить про середній рівень доходів та фіксованих тарифів на реєстраторські послуги. Прибутковість реєстратора залежить саме від кількості реєстрів, отже, незначне збільшення кількості реєстрів на одного реєстратора позитивно впливає на подальший розвиток ринку реєстраторських послуг.

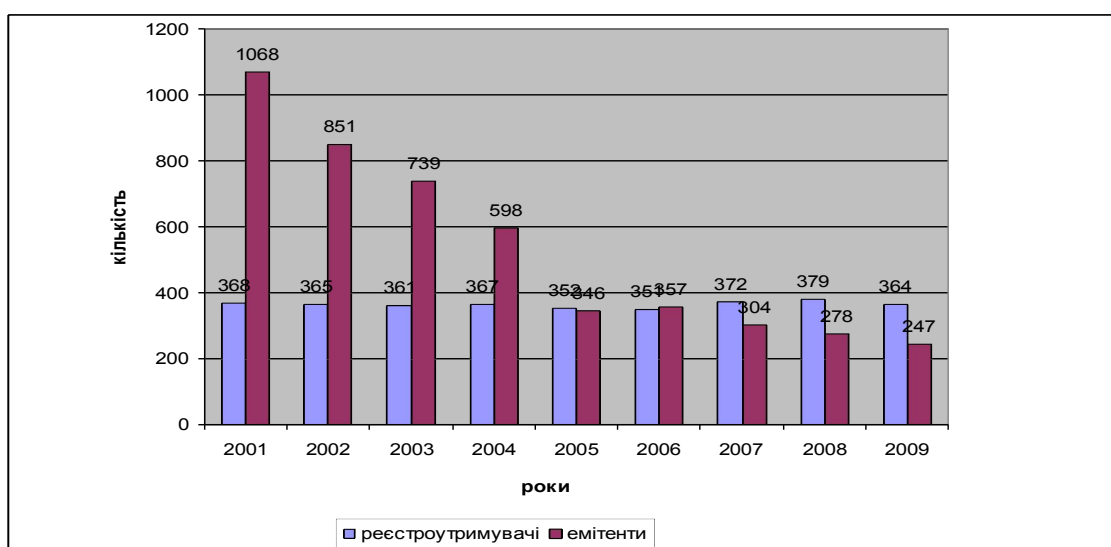


Рис. 2.1. Кількість емітентів, які самостійно ведуть реєстри іменних цінних паперів, та реєстроутримувачів, які ведуть реєстри власників іменних цінних паперів¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [60]

Із прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» [93] протягом двох років форма існування акцій має перейти у бездокументарну, але ситуація з популярністю реєстроутримувачів не змінилася. Це, значною мірою, також пов'язано з тим, що з'являються реєстратори, які створюються спеціально для обслуговування певних емітентів чи певної групи товариств. Таким чином, за станом на 01.01.2009 р. 13,9% від загальної кількості реєстраторів ведуть системи реєстрів від 1 до 5 емітентів; 12,2% від 6 до 10 емітентів; 15,8% – від 11 до 20 емітентів; 19,1% – від 20 до 35 емітентів; 38,25% – від 36 та більше емітентів [92]. Поширення зазначеної практики зі створенням власного

реєстратора обумовлено передусім захистом власних інтересів та певною конфіденційністю.

Проблемою реєстраторського сегмента ринку цінних паперів можна вважати наявність так званих «кишенькових реєстраторів» – реєстраторів, що їх заснували емітенти, бажаючи зменшити свої витрати (такі реєстратори є власними структурами акціонерних товариств), за необхідності для менеджменту акціонерних товариств контролювати процес перерозподілу на акції на вторинному ринку і, можливо, втрутитися в цей процес. «Кишенькові» реєстратори стали поширеним явищем унаслідок не дуже високих вимог до ліцензування реєстраторської діяльності. Проте через відсутність економічної потреби у «кишенькових» реєстраторів вони часто припиняють свою діяльність самостійно, ставши тягарем для емітентів [94].

Ще одним позитивним фактором є темпи зменшення кількості власників у реєстрах на фоні зростання сукупної кількості реєстрів. Це значить, що в акціонерних товариствах, яких обслуговують реєстратори, збільшується концентрація акціонерного капіталу, зменшується кількість акціонерів і тому зменшується кількість трансакцій, які обслуговує реєстратор. Відповідно до зменшення обсягу обслуговуваних реєстрів реєстратор зменшує свої витрати, хоч іноді при цьому можливе зменшення доходів.

На нашу думку, загальна кількість реєстраторів має зменшитися через припинення діяльності неспеціалізованих та «кишенькових» реєстраторів, припинення ведення реєстрів більшістю банків. Вважаємо, що це свідчитиме про сформованість згаданого інституту ринку цінних паперів та поступове укрупнення реєстраторів, які спроможні запропонувати клієнтам вигідніші умови ведення реєстрів. Цьому сприяє і прийняття Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 227 від 31.03.2006 р. «Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності щодо ведення реєстру власників іменних цінних паперів» [95], де зазначено жорсткіші умови щодо ліцензування реєстраторів [94].

Звітні дані ДКЦПФР за 2009 р. свідчать про те, що банки зуміли досягти значних успіхів у реєстраторській діяльності. Найбільшу кількість укладених договорів на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів мають ЗАТ «ПриватБанк», який обслуговує 1442 емітенти, ПАТ «Промінвестбанк» – 688 емітентів і АКБ «Укрсоцбанк» – 419 емітентів, що становить 44% від кількості укладених договорів на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (додаток С).

На території України діє розгалужена мережа підпорядкованих підрозділів реєстраторів. Діяльність шляхом створення підпорядкованих підрозділів характерна для банківських установ. Загальна кількість підпорядкованих підрозділів реєстраторів за станом на 01.09.2009 р. становила 51 установу, з яких 30 належало до ПАТ «Промінвестбанк», 27 – до ЗАТ «ПриватБанк» та 14 – до АКБ «Укрсоцбанк» [60]. Із урахуванням цього 83,5% від загальної кількості підпорядкованих підрозділів належить до трьох найбільших реєстроутримувачів. Враховуючи, що більшість реєстраторів, які мають підпорядковані підрозділи, – банки, є ймовірність у майбутньому скорочення таких підрозділів пропорційно зі скороченням кількості філій банківських установ.

Звернемо також увагу на збільшення кількості номінальних утримувачів на ринку корпоративних цінних паперів, яких за станом на 30.09.2009 р. було 6809. Разом із тим, зростання значення номінальних утримувачів обумовлене збільшенням на ринку інфраструктурних послуг ролі таких учасників, як зберігачі та депозитарії. Відповідно до Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» зберігач – комерційний банк або торговець цінними паперами, який має ліцензію на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунках у цінних паперах стосовно як цінних паперів, що належать йому, так і тих, котрі він зберігає згідно з договором про відкриття рахунків в цінних паперах; при цьому зберігач не може вести реєстр власників іменних цінних паперів, стосовно яких він здійснює угоди [91].

Тобто, законодавство унормовує, що зберігачами можуть бути тільки банки або торговці цінними паперами.

Зберігачі цінних паперів як одні з найважливіших елементів технічної підсистеми інфраструктури ринку цінних паперів відіграють важливу роль у забезпеченні надійної системи обліку прав власності на цінні папери і захисту інтересів інвестора. Вони обслуговують електронний обіг цінних паперів, випущених у бездокументарній або документарній формі, знерухомлених у депозитарії. Зважаючи на необхідність підвищення прозорості операцій на фондовому ринку, створення надійної системи захисту прав інвесторів та розвитку організованого обігу цінних паперів, їх випуск у бездокументарній формі є найбільш доцільним та перспективним [96].

Знерухомлення цінних паперів, випущених у документарній формі, для власника вигідне з таких причин:

- відповідно до законодавства України лише знерухомлені цінні папери можуть бути об'єктом укладання угод на біржі чи організованому позабіржовому ринку;

- тільки знерухомлені цінні папери, піддані таким процедурам, як кліринг і «поставка проти оплати», що зменшують ризикованість укладених угод, при цьому знижують вартість наданих послуг;

- можливість вибору власником цінних паперів установи, в якій він може отримати низку послуг із обслуговування цінних паперів залежно від його потреб у якості, ціні та обсязі. Для обліку іменних цінних паперів реєстратора обирає емітент. Це обмежує власника цінних паперів у правах [97, с. 121]. Враховуючи законодавчо обумовлену необхідність, знерухомлення цінних паперів відбулося до 29 жовтня 2010 р. на виконання ст. 20 розділу IV ЗУ «Про акціонерні товариства» [93].

Аналіз діяльності банків-зберігачів показує наявність у статті 11 Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [91] застарілої норми щодо обмеження у статутному фонді зберігача частки іншого зберігача або торговця цінними

паперами п'ятьма відсотками. Операційні можливості банків, що забезпечують зберігання цінних паперів клієнтів, у поєднанні з фінансовими та розрахунковими послугами є найпристосованішими до потреб клієнтів, які на сучасному етапі потребують від обслуговуючого банку надання повного пакета послуг. Привабливість банків-зберігачів значно підвищується в результаті територіально розгалуженої мережі філій та відділень банку.

Популяризації діяльності зберігача для банків сприяють вимоги з боку ДКЦПФР, узгоджені з вимогами НБУ щодо мінімального статутного фонду, та вимоги стосовно умов ведення депозитарної діяльності. За станом на 01.01.2010 р. в Україні налічувалося 297 зберігачів, кількість яких порівняно з 2004 р. зросла у 2,4 рази [60]. Кількість банків-зберігачів становить близько 42% від загального обсягу зберігачів. Їх активну роль можна пояснити тим, що банки у своїй роботі орієнтовані на клієнтів і почали активніше працювати як професійні учасники, котрі надають на ринку цінних паперів послуги з депозитарного обслуговування клієнтів. Також сприятливим фактором є наявність територіально розгалуженої мережі банківських відділень та філій. Хоча, з іншого боку, нині надання послуг зберігача для великого банку є більше розширенням спектру послуг та підвищенням іміджу, ніж отриманням доходів від операції.

Послуги зберігачів охоплюють наступні депозитарні операції (табл. 2. 3).

Нині в Україні діє дворівнева депозитарна система, на верхньому рівні якої – Національний депозитарій України (НДУ) і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів (депозитарій державних цінних паперів Нацбанку таВДЦП). Нижній рівень – це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Таблиця 2.3

Класифікація депозитарних операцій банків-зберігачів¹

Види операцій	Характеристика
<i>Адміністративні</i>	Залишки на особових рахунках залишаються незмінним, але змінюється інформація, що зберігається, пов'язана з рахунками депо, випусками цінних паперів, анкетами клієнтів і т. д.: – відкриття рахунків; – закриття рахунків; – зміна даних депонентів; – відміна доручень
<i>Облікові</i>	Операції, виконання яких спричиняє зміну залишків цінних паперів на рахунках депо: – прийом на облік; – зняття з обліку; – переведення цінних паперів; – обтяження цінних паперів; – дроблення, консолідація, конвертація цінних паперів – перереєстрація прав власності на цінні папери у реєстрах власників іменних цінних паперів та в головних депозитаріях
<i>Інформаційні</i>	Дані, що зберігаються, не змінюються, а ініціаторові операції видають інформацію про стан рахунків або довідників депозитарія: – інформація щодо корпоративних дій; – надання звітів; – видача виписок із рахунків – організація голосування на зборах акціонерів

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [98, с. 97–100]

Приватне акціонерне товариство «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ВДЦП) створене у квітні 2008 р. і є правонаступником Відкритого акціонерного товариства «Міжрегіональний фондовий союз» (МФС), створеного у 1997 р. для надання депозитарних послуг на фондовому ринку. МФС був прозорим ефективним повнофункціональним кліринговим депозитарієм, який забезпечував обслуговування абсолютної більшості депозитарних активів. Акціонерами ВДЦП є зберігачі (банки (21) і торговці цінними паперами) та організатори торгівлі. Держава представлена у складі акціонерів Національним банком України (рис. 2.2). Жоден із акціонерів ВДЦП не володіє в депозитарії часткою у 25 або більше відсотків акцій: тільки НБУ має частку 22,86%, а серед інших акціонерів нема таких, чия частка у статутному капіталі перевищувала б 5% [99].

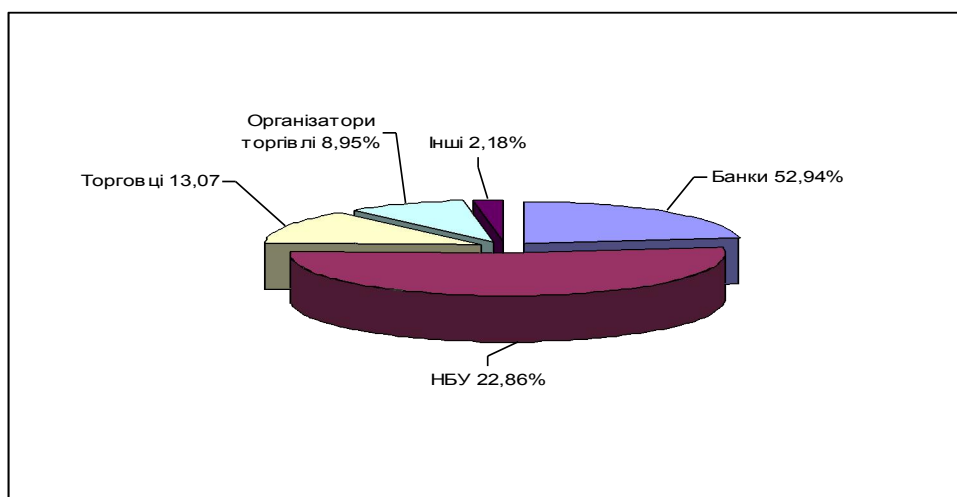


Рис. 2.2. Структура акціонерного капіталу депозитарію ВДЦП за станом на 01.01.2010 р. [99]

За станом на 01.01.2010 р. ВДЦП користуються більше 3 тис. емітентів та 300 зберігачів, із яких 129 банків. Депозитарій ВДЦП обліковує 8 425 шт. цінних паперів номінальною вартістю 373 млрд. грн. [99]. Метою ВДЦП було проголошено створення в Україні сучасного депозитарію, що відповідав би потребам як вітчизняних, так і зарубіжних інвесторів.

Світова практика показує, що інтереси учасників ринку враховують сповна тоді, коли депозитарна система їм належить. Тому ми вважаємо, що створення депозитарію зі значною часткою держави не відповідатиме інтересам ринку та суперечитиме світовому досвідові. На нашу думку, наступним етапом стратегії розвитку депозитарної системи має бути інтеграція національної депозитарної системи до європейської структури, яка є логічною, враховуючи стратегічну мету інтеграції в ЄС, розміри та ліквідність європейських ринків.

Із урахуванням суміщення певних видів професійної діяльності окремими професійними учасниками ринку цінних паперів їх кількість за станом на 01.01.2010 р. становила 1806 (у т. ч.: 297 учасників є торговцем-зберігачем, серед яких 124 банки, в т. ч.: 33 учасники є торговцями-зберігачами-реєстраторами, серед яких 24 банки; 3 депозитарії мають ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність) [100].

Національна депозитарна система відіграє винятково важливу роль на ринку цінних паперів, особливо в питаннях переходу прав власності на цінні

папери. Тому сьогодні виконавчі органи влади дедалі більше уваги приділяють розвитку депозитарної системи України. Проте досі не вдалося зменшити гостроту багатьох проблем та ймовірність виникнення конфліктних ситуацій на ринку цінних паперів. Із проявом інтересу банків до вищого рівня депозитарної системи варто звернути увагу на виникнення конфлікту інтересів у відносинах між депозитаріями, реєстраторами, зберігачами, емітентами та інвесторами. Ситуація, за якої реєстроутримувач і зберігач виступає однією особою, заборонена Законом [19], але можлива ситуація, коли реєстроутримувач, зберігач або депозитарій є афільованими структурами. Банки забезпечують рух коштів, що виконують роль розрахунково-клірингових установ, а розрахунки між зберігачами проводить ВАТ «ВДЦП». Розрахунково-клірингова установа, зберігач та депозитарій поєднуються в одну ланку, що забезпечує рух цінних паперів та коштів від продавця до покупця.

На ринку цінних паперів банки можуть також виконувати роль посередників. Вони здійснюють операції за дорученням і за рахунок своїх клієнтів (комісійну (брокерську) діяльність або за власний рахунок (комерційну (дилерську) діяльність). За дорученням клієнтів торговці цінними паперами можуть здійснювати первинне розміщення цінних паперів, а також надавати інші послуги щодо цінних паперів (інвестиційне консультування, довірчі операції з цінними паперами тощо) [42, с. 61]. Відповідно до вітчизняного законодавства банки на ринку цінних паперів можуть здійснювати наступні види професійної діяльності з торгівлі цінними паперами [19]:

- брокерську діяльність;
- дилерську діяльність;
- андеррайтинг;
- діяльність із управління цінними паперами.

Окрім того, банки започатковують застосування нетрадиційної форми послуг у своїй діяльності на ринку цінних паперів, а саме: надання консалтингу, пов'язаного з інвестуванням капіталу у фондові інструменти, глибоко аналізують вкладення у цінні папери, накреслюють для клієнтів алгоритм дій

при інвестуванні [101, с. 95]. Схематично функції банківського посередництва на ринку цінних паперів можна класифікувати так (рис. 2.3):

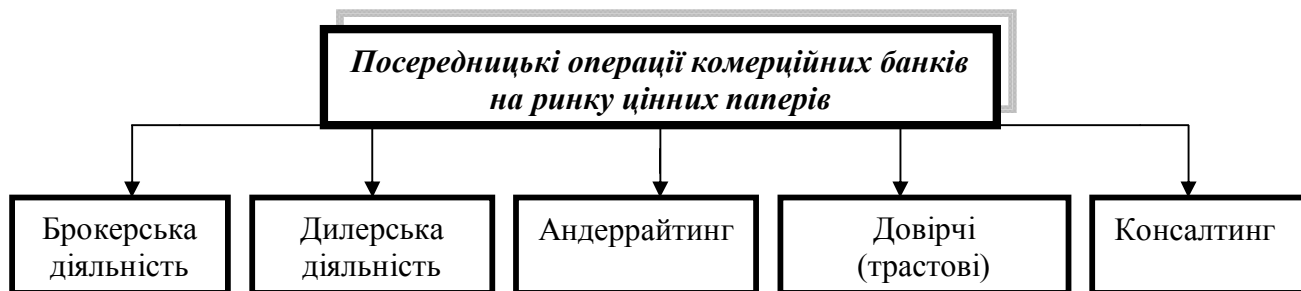


Рис. 2. 3. Посередницькі операції банків на ринку цінних паперів¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [102, с. 418, 103, с. 40]

Пропонуємо розглядати діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів із наведених позицій.

Банк здійснює брокерську діяльність, виступаючи довіреним або комісіонером, котрий діє на підставі договору доручення або комісії. У договорі зазначаються вид і термін дії замовлення, права й обов'язки сторін, порядок вирішення спорів у суді, умови розрахунків та розмір комісійної винагороди. Здійснювати брокерську діяльність банк може тоді, коли у нього є ліцензія торговця і він бере участь у торгах на організованому ринку.

За обсягами виконаних торгів торговців розподіляють на три групи:

- комерційні банки;
- інвестиційні компанії;
- інші торговці.

На III квартал 2009 р. кількість торговців становила 694 особи. Вони виконали обсяг договорів на 775,2 млрд. грн. (табл. 2.4). Як видно з даних таблиці 2.4, частка банків у загальному обсязі торгів за 2004–III кв. 2009 р. зросла з 22,1% до 27%. Відповідно збільшився обсяг договорів, виконаних за рахунок діяльності банків на ринку, так як частка інших торговців залишається майже незмінною. Таким чином, роль банків як торговців цінними паперами на організованому ринку зростає. Активізується їх діяльність на ринку корпоративних цінних паперів. Ринок корпоративних облігацій дає банкам змогу розширювати послуги з розміщення нових емісій (додаток Т).

Таблиця 2.4

Характеристика діяльності торговців цінними паперами¹

Показники	2004	2005	2006	2007	2008	III кв.2009
Всього обсяг виконаних договорів, млрд. грн.	321,27	403,77	492,78	754,31	883,43	775,2
Частка банків у загальному обсязі виконаних договорів, %	22,1	32,2	30,6	36,5	29,3	27
Частка інвестиційних компаній у загальному обсязі виконаних договорів, %	10,6	5,6	6,5	3,4	4,6	12,5
Частка інших торговців у загальному обсязі виконаних договорів, %	67,3	62,2	62,9	60,1	66,1	60,5

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [60]

Сучасні банки, як правило, пропонують своїм клієнтам індивідуальний підбір схем брокерського обслуговування (програма «VIP»). Банки-брокери у процесі взаємодії з клієнтами пропонують також послуги Інтернет-трейдингу, що є зручним для клієнтів, котрі активно працюють на ринку.

За видами діяльності банки протягом 2008 р. виконали такий обсяг договорів: брокерська – 18079,07 млн. грн. (12,67% від загального обсягу), дилерська – 52360,12 млн. грн. (54,54% від загального обсягу), андеррайтинг – 392,83 млн. грн., управління цінними паперами – 0,00 грн. [60].

Дилерська діяльність – це подальший розвиток брокерської діяльності у напрямку посилення ролі торгового посередництва на ринку. Здійснення дилерської діяльності передбачає виконання угод купівлі-продажу цінних паперів від свого імені й за свій рахунок шляхом виставлення власних цін купівлі-продажу із зобов'язанням щодо їх купівлі та (або) продажу за заявленими цінами. У випадку здійснення банком дилерських операцій він залишається посередником на фінансовому ринку, оскільки розміщує на ринку корпоративних цінних паперів частину ресурсів, яка була залучена або запозичена. Дилерська діяльність на вторинному ринку при торгівлі цінними паперами дає банкові змогу підтримати власний інвестиційний портфель, збільшити різницю між ціною купівлі та продажу цінних паперів, орієнтуючись

на короткотермінові коливання цін. Приймаючи зобов'язання з котирування цінних паперів, дилери формують рівень цін на організованому фондовому ринку, підтримуючи ліквідність. У такому випадку банк виступає маркет-мейкером – фірмою брокер/дилер, яка перебирає ризик придбання та зберігання на своїх рахунках цінних паперів визначеного емітента з метою організації їх продажу.

Маркет-мейкери діють на позабіржовому ринку як безпосередні учасники угод, виступаючи переважно продавцями та покупцями. Також, вони забезпечують ліквідність окремих інструментів, виставляючи заявку на купівлю чи продаж і заробляють на різниці цін купівлі-продажу. До світових маркет-мейкерів можна віднести такі великі банки: Deutsche Bank, Mizuho Bank, Barclays Bank, PBS, Citi Bank, Chase Manhattan Bank, Union Bank of Switzerland [103]. В Україні банки-маркет-мейкери підтримують середні котирування на ПФТС; до них належать АБ «ІНГ Банк Україна», «Укрсоцбанк», «УкрСиббанк» та інші [104].

Серед посередницьких банківських послуг на ринку цінних паперів в Україні андеррайтинг почав стрімко розвиватись і набувати дедалі більшої популярності. Відповідно до Закону України «Про банки та банківську діяльність» андеррайтинг – це купівля на первинному ринку цінних паперів із наступним їх перепродажем інвесторам; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу цінних паперів емітента інвесторам, про повний або частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов'язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов'язання придбати будь-які цінні папери, котрі не були продані [65]. Загалом, андеррайтинг можна визначити як купівлю на первинному ринку цінних паперів із наступним їх перепродажем інвесторам.

Деякі країни законодавчо сприяють розвитку послуг із андеррайтингу. Наприклад, у Франції з 1 січня 2001 р. почав діяти Валютно-фінансовий кодекс (Code Monetaire et Financiere), відповідно до якого особі, котра пропонує для

продажу цінні папери фізичним чи юридичним особам на їх території, необхідно мати спеціальну картку від кредитної чи іншої установи, що підтверджує її повноваження (фінансовий демаршаж) [105, с. 59].

Із середини 1994 р. в Росії існує Клуб андеррайтерів, до якого належать великі інвестиційні компанії і банки (ВАТ АКБ «Росбанк», ВАТ «Зовнішторгбанк», «Імексбанк», ВАТ ІК «Нева-Інвест»), а також наукові організації (СРО НФА (Національна фондова асоціація), Фінансова академія при уряді РФ). СРО НФА розробляє проект «Розвиток андеррайтингу на російському ринку цінних паперів», у рамках якого створено низку документів («Стандарт діяльності з андеррайтингу і надання інших послуг, пов'язаних із розміщенням емісійних цінних паперів» 2004 року та «Керівництво з організації емісії та обігу корпоративних облігацій» 2004 року).

Результатом пошуку нових методів залучення капіталу стала поява на фондовому ринку корпоративних облігацій, оскільки саме через них клієнтам надають кошти для реалізації довготермінових масштабних проектів шляхом викупу цінних паперів. Грантувати повний або частковий викуп цінних паперів і наступний їх перепродаж можуть лише суб'єкти ринку фінансових послуг, які володіють значними обсягами ресурсів, оскільки позики менше 1 млн. грн. трапляються на ринку рідко. Такими суб'єктами відповідно до законодавства можуть бути лише особи, які мають ліцензію на здійснення на ринку цінних паперів діяльності з їх випуску та обігу.

Тому в більшості випадків даний вид андеррайтингу здійснюють і будуть здійснювати банки. Операції з андеррайтингу під силу лише найбільшим банкам, позаяк обсяги випуску цінних паперів можуть становити від кількох мільйонів до кількох мільярдів гривень, до того ж, нині законодавчо закріплено для здійснення андеррайтингу розмір статутного фонду не менше 600 тис. грн., а законопроектом «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку» [106], розробленим ДКЦПФР з метою зменшення ризиків від операцій із цінними паперами при професійній діяльності на фондовому ринку

для здійснення андеррайтингу запропоновано збільшити розмір статутного фонду до 7 млн. грн.

Виділяють дві основні форми андеррайтингу відповідно до ризику та відповідальності:

- метод твердих зобов'язань;
- метод застосування максимальних зусиль.

При використанні першого методу посередник або викуповує весь випуск із наступним перепродажем інвесторам на ринку, або гарантує продаж цінних паперів емітента інвесторам. Такий механізм надає емітентові гарантії щодо розміщення цінних паперів та розміру винагороди. Винагорода андеррайтера за послуги – це «спред», тобто різниця між ціною, за яку папери викупив посередник, та ціною, за якою він продав цінні папери інвесторам на ринку.

Сутність методу застосування максимальних зусиль полягає в тому, що андеррайтер бере зобов'язання докласти максимальних зусиль щодо розміщення цінних паперів емітента, тобто андеррайтер погоджується працювати без твердих зобов'язань. Винагорода в такому випадку – це комісійні у вигляді відсотка від вартості розміщених цінних паперів. Андеррайтери не беруть зобов'язань викупити нереалізовані акції, знижуючи при цьому ризик, але, разом із тим, знижуючи і прибуток. Професійний учасник, який здійснює андеррайтинг за принципом застосування максимальних зусиль на користь емітента, бере зобов'язання вжити всіх заходів для якомога повнішого розміщення випуску цінних паперів за найкращими цінами та в найкоротший термін. У процесі андеррайтингу між партнерами складаються такі стосунки, в яких, окрім договірних, передбачено виконання деяких етичних норм. Банк, який обслуговує випуск, має доступ до інсайдерської інформації про розвиток курсу цінного паперу, позиції на ринку, фінансового стану емітента. Тому є ряд обов'язкових до виконання умов, а саме:

- інтереси клієнта мають переважати над інтересами андеррайтера;

– інвестиційний банк не може маніпулювати цінами на фондовому ринку і зобов'язувати до купівлі чи продажу цінних паперів шляхом надання викривленої інформації, а також використання такої інформації в рекламі;

– підготовка випуску і розміщення цінних паперів не має містити дії, що дають змогу маніпулювати цінами на папери даного емітента, які реалізовані раніше;

– інвестиційний банк та його співробітники не мають права використовувати службову інформацію і передавати її третім особам [107].

До 2009 р. послуги з організації розміщення цінних паперів в Україні надавали здебільшого щодо облігацій, і цей ринок майже повністю контролювали банки (рис. 2.4):

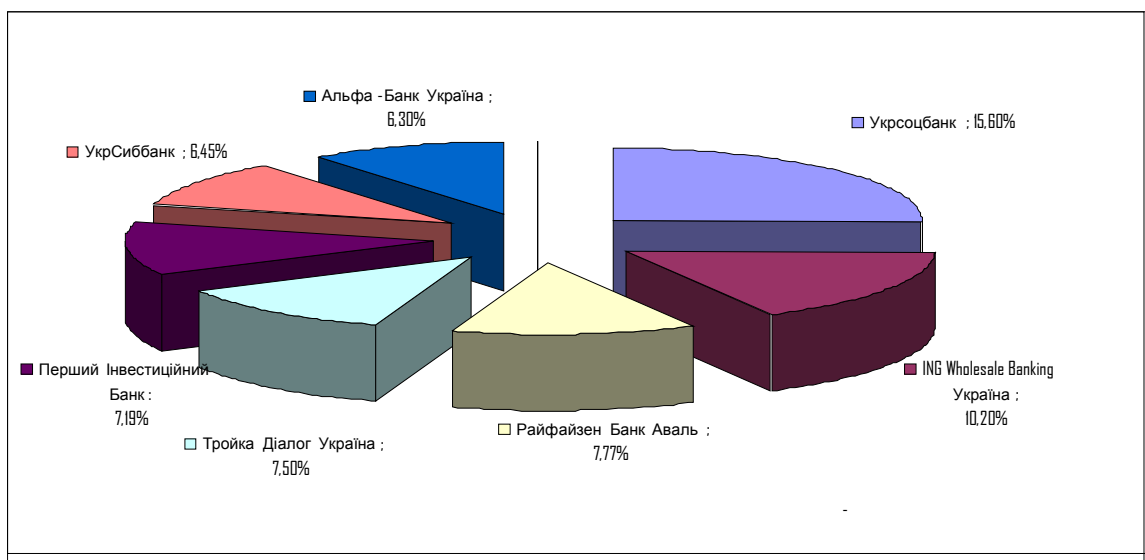


Рис. 2.4. Структура андеррайтерів із розміщення ринкових облігацій за підсумками січня–червня 2008 року¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [108]

На банківські установи припадало близько 50% вітчизняного ринку. Були банки, частка яких не перевищувала 1–2%, а були й безумовні лідери: «Укрсоцбанк», «ING Wholesale Banking Україна», «Райффайзен Банк Аваль», «УкрСиббанк». Основними гравцями ринку андеррайтерів за останніх 5 років стали ті, хто почав розвивати цей ринок із 2001 р.: «УкрСиббанк», «ING Wholesale Banking Україна», «Укрсоцбанк», «Альфа-Банк Україна» і «ПУМБ».

Окрім основних гравців – великих банків, послуги андеррайтингу надають невеликі банки та фінансові компанії. Як правило, їх клієнтами стають компанії

з обсягом облігаційних позик від 5 до 20 млн. грн. Однак за швидкого розвитку ринку облігацій значна кількість підприємств прагнучиме залучити кошти, і будь-який банк, організувавши емісію кількох значних випусків, зможе зайняти провідне місце на ринку в рейтингу андеррайтерів. Іноді банки та фінансові компанії самостійно виконують роль організатора випуску, а розміщує його більший банк (можливо, як співандеррайтер), оскільки йому легше працювати з більшими обсягами, і він може викупити частину емісії на себе. Така схема була характерна для Правекс-Банку. Андеррайтера залучають із метою розширення кола потенційних інвесторів. Здійснюючи дебютний випуск власних облігацій, Правекс-Банк залучив андеррайтера для розміщення облігацій серед нерезидентів, хоча міг розмістити весь випуск самостійно, для чого має всі необхідні ліцензії та команду професіоналів [109].

Отже, ринок андеррайтингових послуг пов'язаний насамперед із ринком корпоративних облігацій, а зарубіжний досвід свідчить, що саме на ринку пайових фінансових інструментів андеррайтинг набуває особливого значення, що обумовлено рівнем ризику акцій. Тому необхідне наукове обґрунтування заходів регуляторної політики, котрі створять передумови для поширення андеррайтингових послуг на вітчизняному ринку акцій [110].

На ринку приватних та публічних розміщень акцій банків України майже нема, за винятком «ING Wholesale Banking Україна». Організаторами практично всіх приватних розміщень акцій на ринку цінних паперів України (в т. ч. і для банків «Надра», «Форум», «Мегабанк», «Родовід банк» та інші) є компанії Драгон Капітал та Конкорд Капітал. Щодо організації публічного розміщення акцій за кордоном (за станом на 1 січня 2008 р. такі розміщення здійснили 8 компаній із України), то лише «ING Wholesale Banking Україна» залучає до процедури консультування або андеррайтингу.

Банки можуть значно збільшити обсяг комісійних доходів за рахунок розвитку андеррайтингових послуг, у т. ч. андеррайтингу приватного та публічного розміщення акцій емітентів, насамперед на вітчизняному ринку. Отже, андеррайтинг може залучити значні інвестиції у різні сфери фондового

ринку. Механізм андеррайтингу надає хорошу можливість отримати прибутки (від емісії, відсотками від реалізації емісії, спредом), не вдаючись до спекуляції і застосування «тіньових» схем та механізмів. На нашу думку, через доступність інформації, прозорість і взаємодію різних компаній та фінансових структур (у процесі утворення та роботи синдикатів) андеррайтинг знизить ризики, а також посилить конкуренцію на ринку цінних паперів, надаючи можливість широкому колу підприємств пропонувати себе на фондовому ринку через цінні папери. Використання досвіду західних країн та вдосконалення законодавства щодо регулювання андеррайтингової діяльності дасть змогу підвищити ефективність залучення інвестицій через механізм андеррайтингу та поліпшення фінансової стабільності [111].

Комерційні банки, які традиційно займають провідні позиції на ринку цінних паперів, здатні здійснити суттєвий внесок у розвиток послуг із довірчого управління цінними паперами. Недостатня увага до проблем, пов'язаних із становленням та розвитком ринку довірчого управління в Україні, зокрема, його банківського сегмента, призводить до того, що зараз не в повній мірі реалізується економічне призначення довірчого управління. Специфіка України в тому, що перехід до ринкових відносин почався порівняно недавно, і ще сильні фактори, які впливають на розвиток банківського довірчого управління. У їх числі – невисокий рівень розвитку фондового ринку, недоліки законодавчої бази та інформаційна «закритість» сектору довірчих послуг. У зв'язку зі зазначеними причинами, а також враховуючи значення довірчого управління для економіки України, пошук шляхів найефективнішого розвитку даного виду банківської діяльності має практичне і теоретичне значення.

Теоретично не визначено місце операцій із довірчого управління у структурі фінансового ринку. В. Шапран зазначив, що на відміну від брокерських і дилерських операцій банку на ринку цінних паперів, довірчі операції містять елементи як залучення, так і розміщення коштів клієнтів. Довірче управління передбачає прозору процедуру розміщення, а дохід банк

отримує у вигляді комісійних [112]. Тому деякі автори відносять довірчі операції до комісійно-посередницьких [113, с. 384].

У зарубіжній практиці трастова операція – це операція банків чи фінансових інститутів із управління майном і виконання інших послуг за дорученням та в інтересах клієнтів на правах його довірчої особи. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] діяльність із управління цінними паперами – це діяльність, яку проводить торговець цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.

Донедавна послуг із управління цінними паперами в Україні не надавали, тому що можливість такої діяльності не було передбачено у нормативному акті ДКЦПФР «Порядок та умови видачі ліцензії на здійснення окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії». Після прийняття Комісією в грудні 2007 р. відповідних змін та доповнень до цього документа діяльність із управління цінними паперами в Україні стала можливою за умови отримання ліцензій, які недавно почала видавати ДКЦПФР [114].

Нині комерційні банки значно активізували трастові (довірчі) операції для клієнтів. Суттєво розширилося й ускладнилося коло клієнтів, які користуються трастовими послугами, що обумовлено, насамперед, процесами акціонування підприємств. За станом на початок 2009 р. близько 10 банків отримали ліцензії ДКЦПФР на здійснення професійної діяльності з управління цінними паперами.

Для вітчизняного ринку діяльність із управління цінними паперами є новою послугою, хоча виникла в країнах із ринковою економікою досить давно і успішно розвивається. Світовими лідерами у сфері довірчого управління є такі

структури, як UBS (Швейцарія), що управляє активами \$2,45 трлн., Barclays Global Investors (Велика Британія) – \$1,81 трлн., State Street Global (США) – \$1,75 трлн. та ін. [114]. Трастові операції здійснюються і в юрисдикціях британського співтовариства: о. Мен, о. Гернси, о. Джерсі, Багами, Бермуди, Кайманові острови, Гібралтар, Беліз, Кіпр і Мальта. Одним із сегментів даної послуги є управління цінними паперами, що нині має попит і на вітчизняному ринку.

Надання банками трастових послуг і всебічний їх розвиток у провідних країнах світу спричинено:

- зниженням доходності у сфері суто банківських операцій, а також проблемою банківської ліквідності;
- завдяки трастовим послугам виникають значні можливості для залучення довготермінових фінансових ресурсів, отже, і джерел доходів;
- зацікавленістю фізичних і юридичних осіб у розширенні мережі банківських послуг;
- диверсифікацією джерел банківського прибутку і захисту від коливань прибутковості та фінансового ризику завдяки отриманню комісійних;
- відсутністю значних витрат на проведення трастових операцій;
- додатковим розширенням кореспондентських відносин, поліпшенням стану на міжбанківському ринку та підвищенням іміджу і репутації.

Із країн СНД Росія першою впровадила інститут довірчого управління і нині їх активи становлять \$18,8 млрд., а активи інвестиційних фондів – \$28,3 млрд. В Україні за підсумками 2007 р. обсяг активів пайових інвестиційних фондів становив \$554,46 млн. Якщо допустити, що співвідношення активів ПФ і коштів у довірчому управлінні в нашій країні відповідає аналогічному співвідношенню у Росії, то український ринок можна оцінити в \$400 млн. [115]. Тому сумнівів щодо успіхів діяльності з довірчого управління цінними паперами не має виникати.

Як приклад, в Україні на ринку довірчого управління успішно діє компанія FinPoint у співробітництві з Rothschild. Українська компанія, яка складається з

лише 10 осіб, досягла визнання Світового інвестбанку, в якому 3 тис. працівників, завдяки успішній організації продажу іноземним інвесторам банку «Аваль», «Райффайзенбанку Україна», банку «Престиж», «Індекс-Банку», банку «Форум», «Електрон-Банку» та ін.

Відтак, нині хоч і ліцензовано діяльність із довірчого управління цінними паперами, подібна послуга зводиться, на нашу думку, до консультацій та посередництва. Банки розробляють рекомендації щодо купівлі цінних паперів, здійснюють купівлю цінних паперів, що вибрав клієнт, і за необхідності відкривають для нього рахунок в цінних паперах у свого зберігача.

Однією з причин неактивної діяльності банків та інших фінустанов на ринку цінних паперів із довірчого управління є складність послуги, адже ризики розділяються між інвестором і банком, який управляє його активами. На Заході такою діяльністю займаються переважно фінансово стабільні та стійкі банки, які спеціалізуються тільки на довірчому управлінні. Діяльність з довірчого управління цінними паперами – послуга з високим рівнем ризику, а в договорі на довірче управління банк зобов'язаний чітко регламентувати не лише мінімальний рівень прибутковості, а й максимально допустимі втрати. Тому банки не бажають перебирати відповідальність за можливі збитки.

Ще однією з причин, відповідно до якої вітчизняні фінустанови не здійснюють активної діяльності із довірчого управління цінними паперами, є те, що така послуга орієнтована переважно на забезпечених клієнтів. Так, у Dragon Capital зазначають, що для формування портфеля цінних паперів необхідно близько \$20 тис. Для того, щоб придбати мінімальний лот – 100 штук акцій «Укрнафти» (360 грн. за штуку), необхідно 36 тис. грн. Враховуючи, що у портфелі для диверсифікації ризиків мають бути не менше п'яти різних емітентів, вкластися у \$20 тис. складно [116].

Окрім того, є синдром недовіри до банків: через нестабільність у країні вони не можуть здобути стійке становище, та й в Україні ринок цінних паперів як елемент ринкової економіки не повністю сформований.

Ще одним негативним аспектом у розвитку довірчого управління в Україні є відсутність бажання інвестувати кошти у реальний сектор економіки. Це спричинене насамперед тим, що кредити, видані підприємству, установі, організації, можуть бути не повернені вчасно, внаслідок чого банки не отримують очікувану норму прибутку.

Зазначимо також, що розвиток довірчого управління цінними паперами в Україні пов'язаний із спадом дохідності на фінансовому ринку. Але для держави діяльність із управління цінними паперами є позитивною в частині можливостей поповнення бюджету за рахунок передачі у довірче управління пакетів акцій приватизованих підприємств, котрі перебувають у державній власності.

Банки надають консультаційні послуги щодо випуску та обігу цінних паперів (аналіз ринку цінних паперів, правові консультації, професійне навчання, інформаційне обслуговування). Об'єктивна потреба в наданні послуг у цій сфері зумовлена складністю індустрії цінних паперів, швидкою зміною обставин на ринку цінних паперів, наявністю ризику.

Банківські консультаційні послуги стосуються таких питань, як прибутковість розташування капіталів у фінансові активи (акції, облігації), оптимальне управління ліквідними ресурсами підприємств, фінансове планування і прогнозування. Таке обслуговування опирається на внутрішню інформаційну систему банку, використання матеріалів якої дає уявлення про ризиковані або прибуткові вкладення банківських активів.

Останнім часом банки акцентують свою увагу на інвестиційному консалтингу як одному з найважливіших видів обслуговування у сфері корпоративного фінансування. Хоча даний вид обслуговування не передбачає надання банками коштів підприємницьким структурам, при цих послугах банки орієнтуються на індивідуальні потреби клієнтів і за відповідну плату допомагають у розв'язанні їх інвестиційних проблем [117, с. 43].

Для ефективного здійснення інвестиційного консалтингу банкам потрібно постійно вдосконалювати послуги; крім того, доцільно здійснювати проектний

інвестиційний консалтинг – консультування клієнтів щодо вибору стратегії та об'єктів інвестування відповідно до окреслених завдань, визначення найвигідніших напрямів інвестування вільного капіталу, обґрунтування фінансової ефективності передбачуваного інвестиційного проекту, визначення оптимальної схеми фінансування і залучення інвестицій під проекти клієнтів в різних формах [117, с. 44].

Окрім надання консалтингових послуг у сфері інвестицій, банки на ринку корпоративних цінних паперів самостійно виконують роль інвесторів. Із урахуванням того, що банки України приймають активну участь у розбудові вітчизняної депозитарної системи, тим самим позитивно впливаючи на ринок корпоративних цінних паперів, і займають значну позицію у посередницьких операціях, вони стають перспективними емітентами.

2.2. Емісійно-інвестиційна діяльність банків на фондовому ринку

Можливості та конкурентоспроможність банків на ринку цінних паперів забезпечується універсальністю і розвинутою інфраструктурою цих установ, а найпоширенішою в останні роки була діяльність банків із випуску цінних паперів. Вони можуть емітувати акції, облігації, ощадні сертифікати, похідні цінні папери відповідно до законодавства [71, с. 216].

Емісійні операції банків викликають інтерес із наступних причин:

- у них найширше відображається процес концентрації капіталу і становлення відносин власності;
- їх здійснюють більшість комерційних банків;
- наявні форми банківської звітності дають змогу аналізувати дану сферу банківських операцій із цінними паперами, опираючись на офіційні статистичні дані [72, с. 178].

Банки здійснюють емісію цінних паперів із метою:

- залучення засобів для формування або збільшення статутного фонду відповідно до вимог НБУ;
- створення механізму формування ринкових цін на акції та облігації;

- формування ресурсної бази банку за рахунок випуску боргових цінних паперів;
- підвищення ліквідності банку, балансу банку;
- зміцнення іміджу банку як надійного, фінансово стабільного кредитного інституту;
- оформлення організаційно-правового статусу банку у формі акціонерного товариства;
- надання додаткових послуг клієнтам на основі випуску інструментів ринку цінних паперів [98, с. 16].

В Україні більшість банків є акціонерними товариствами, і тому випуск банківських акцій перетворився на перманентний процес, за допомогою якого оформлюють організаційно-правовий статус банку і формують основний капітал [118]. За рахунок випуску цінних паперів банки збільшують власну капітальну базу (табл. 2.4):

Таблиця 2.4

**Кількість банків, які отримали письмовий дозвіл
НБУ на здійснення емісійної та інвестиційної діяльності¹**

№ з/п	Назва операції	Кількість банків на		Відхилення
		01. 01. 2009	01. 01. 2008	
1.	Емісія власних цінних паперів	175	169	6
2.	Здійснення інвестицій у статутні фонди й акції інших юридичних осіб	129	171	-42

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [88]

Присутність банків як емітентів на фондовому ринку України зумовлена необхідністю диверсифікації джерел ресурсів на внутрішньому фінансовому ринку. Така ситуація пояснюється тим, що банки відчували нестачу ліквідності та виявилися неготовими до фінансової кризи.

Діяльність із випуску цінних паперів для фінансування активних операцій базована на таких принципах:

- відповідність інтересів інвесторів – клієнтів банку за ризиком, дохідністю та ліквідністю;

- відповідність інтересам банку за обсягом і термінами залучених ресурсів, їх ціною порівнянно з іншими видами грошових зобов'язань, за умови оподаткування витратами на розміщення, ризиками, які несе банк і т. д.;

- зв'язок із активами в цінних паперах (контроль маржі між доходами від інвестицій в фондові цінності та витратами на виплату відсотків і дивідендів), флотування порівнянно замкнутого обороту грошей із залученням ресурсів на основі випуску цінних паперів і вкладення їх у фондові інструменти;

- конструювання цінних паперів як фінансових продуктів, нових товарів, що поєднують стандартність із фінансовими інноваціями, кодифікованістю та індивідуальними якостями;

- плановість емісії (управління акумуляцією резервів банку у формі цінних паперів) [119, с. 77].

Більшості банків України при розміщенні власних випусків цінних паперів доводиться розв'язувати ті чи інші проблеми, тому актуальності набувають розроблення тактики випуску цінних паперів та маркетингові дослідження ринку. З урахуванням цього при побудові механізму емісії рекомендуємо дотримуватися таких основних етапів:

- аналіз та оцінка можливостей здійснення емісії;

- розроблення програми емісії;

- здійснення заходів із реалізації емісії та розміщення цінних паперів.

Звертаючи увагу на важливість зваженого рішення щодо емісії, виділимо основні напрями емісійної діяльності банків:

- розроблення обґрунтованого підходу до емісійної політики комерційного банку, враховуючи макро- та мікрофактори;

- визначення виду цінного паперу для емісії, враховуючи характеристики цінних паперів, що максимально задовольняють інтереси емітента та інвестора;

- забезпечення оптимальної структури акціонерного капіталу за рахунок випуску різного виду акцій;

- в перспективі – введення до банківського капіталу субординованих боргових зобов'язань;

– використання зарубіжного досвіду емісії цінних паперів та розроблення нових типів цінних паперів із метою залучення додаткових коштів для здійснення активних операцій.

Основним аспектом, що має бути врахований при випуску цінних паперів, є його узгодженість із емісійною політикою та стратегічними завданнями банку. У сучасних економічних умовах маркетингові процедури – невід’ємна складова цього виду діяльності. Банки України іноді здійснюють рекламу та розміщення своїх цінних паперів без попереднього вивчення попиту на них. Тому пропонуємо таку послідовність дій при побудові алгоритму емісії (рис. 2.5).

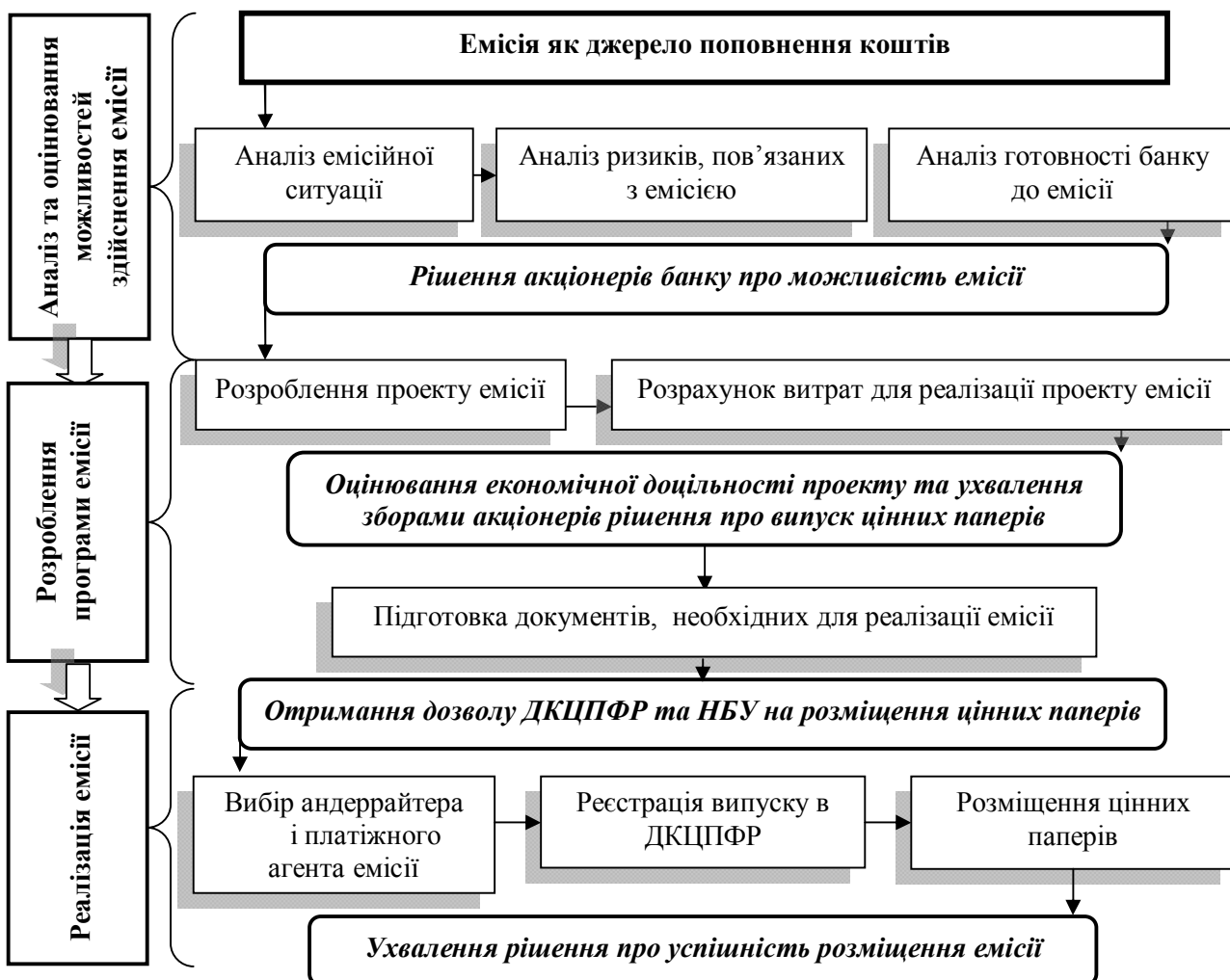


Рис. 2.5. Алгоритм здійснення емісії цінних паперів¹

¹Примітка. Побудувала автор

Перший етап доцільно розпочинати з попередньої оцінки можливості здійснення емісії, що охоплює аналіз емісійної ситуації (дослідження загальних макроекономічних показників та оцінка стану ринку); аналіз ризиків,

пов'язаних із емісією; аналіз готовності правління банку до проведення емісії і залучення коштів таким шляхом.

Стан ринку варто оцінювати за такими факторами, як соціально-економічні показники, а саме: правове регулювання, стан податкового законодавства та політична стабільність; і макроекономічні показники, що охоплюють показники інфляції, стан державного бюджету й платіжного балансу, стабільність національної валюти, стан капіталізації ринку стосовно ВВП та ін.

Для проведення емісії із публічним її розміщенням банкові необхідний комплексний аналіз загальнодержавного та регіонального ринків цінних паперів. Тому варто звернути увагу на наступні показники:

- обсяг ринку;
- кількість емісій та їх динаміка у вартісному, кількісному і часовому просторах;
- частка конкретного виду цінного паперу в загальних обсягах торгів на ринку;
- потенціал зростання конкретного сегмента ринку;
- інвестиційні очікування;
- схильність до ризику.

При розробленні проекту емісії варто проаналізувати емісію іншими банківськими установами для того, щоб визначити рівень чутливості ринку до появи нової емісії, оцінити переваги майбутнього випуску та можливі загрози. Для цього необхідно скористатися такими показниками:

- кількість емітентів певних видів цінних паперів на ринку;
- співвідношення попиту та пропозиції;
- кількість нових емісій і терміни погашення;
- обсяги емісій;
- реакція ринку на нову емісію, а саме зацікавленість інвесторів, кількість і темпи продажу.

Аналіз цих показників дасть загальну характеристику ринку і допоможе виявити істотні процеси, що відбуваються під час емісії, та можливості виходу банку на організований ринок цінних паперів.

Пропонуємо при розробленні проекту емісії провести розрахунки щодо величини інвестицій, необхідних для реалізації проекту, й аналіз потенційних інвесторів, на яких буде спрямована пропозиція щодо розміщення емітованих цінних паперів. Загалом, інвесторів можна класифікувати на індивідуальних (фізичні особи) та інституційних (банки, страхові компанії, пенсійні фонди).

При розробленні проекту емісії важливим є визначення конкретного обсягу емісії, встановлення номіналу та форми випуску. При цьому враховують:

- категорію ймовірних покупців;
- розрахунок потреби поповнення власних фінансових ресурсів, рекомендації стосовно форми випуску цінних паперів, орієнтуючись на інвестора;
- встановлення прийняттого для емітента розміру процентної ставки за облігаціями, терміну обігу облігації і терміну виплати процентів.

Наступним етапом є розрахунок витрат для реалізації проекту емісії, що охоплюють витрати на реєстрацію, отримання рейтингу, фінансові консультації, публікацію в засобах масової інформації про емісію, комісійні витрати, сплати процентів за облігаціями (у випадку емісії облігацій).

Після врахування всіх зазначених факторів у випадку прийняття рішення про емісію емітентові рекомендовано отримати кредитний рейтинг. У випадку випуску цінних паперів у іноземній валюті рейтинговими агентствами можуть виступати Standard & Poor's, Fitch тощо. Після отримання позитивної оцінки рейтингового агентства розпочинається безпосередньо емісія або організація розміщення цінних паперів. Варто зазначити, що банк самостійно виконує роль андеррайтера, в іншому випадку цей процес був би значно тривалішим і затратним. Інформацію про випуск цінних паперів реєструють у ДКЦПФР. Проспект емісії друкують в офіційному виданні Верховної Ради України, або

Кабінету Міністрів України, або ДКЦПФР. Інформація про випуск цінних паперів має містити такі відомості (табл. 2.5):

Таблиця 2.5

Структура проспекту емісії¹

Тип інформації	Характеристика
1. Інформація про емітента	1) загальна характеристика емітента (найменування емітента, місце розташування, цілі діяльності, дата заснування, звіт про статутний фонд (загальний обсяг, обсяг сплаченої частки), кількість акціонерів тощо); 2) дані про посадових осіб емітента та їх заробітну плату, а також основні професійні дані про керівних працівників, насамперед – освіта, кваліфікація, виробничий стаж; 3) перелік ліцензій емітента; 4) відомості про юридичних осіб, у яких емітент володіє більше ніж 10% статутного капіталу (активів); 5) відомості про участь емітента у холдингових компаніях, асоціаціях тощо; 6) відомості про філії та представництва емітента; 7) опис діяльності емітента (основні види операцій, ринки збуту); 8) можливі фактори ризику в діяльності емітента; 9) перспективи діяльності емітента на поточний і наступні роки
2. Інформація про фінансово-господарський стан	а) баланс та звіт про фінансові результати за попередній рік і квартал, що передував емісії; б) опис ділової діяльності емітента, засвідчений аудитором, насамперед інформаційні відомості про виробництво, реалізацію, наукові дослідження та інвестиції
3. Інформація про розміщення цінних паперів	1) загальні дані про емісію (тип, форма, кількість, номінал, термін розміщення, дата і номер протоколу прийняття рішення про випуск цінних паперів тощо); 2) мета використання фінансових результатів, залучених від емісії; 3) обсяг запланованої емісії; вид і категорія цінних паперів, пов'язані з ними права: за акціями – засновники й можливі права, що надають власникам привілейованих акцій, кількість, номінальна вартість і сума емісії цінних паперів; число серій і порядкові номери; місце, день початку й припинення продажу; інформація про можливі привілеї власників цінних паперів; запланований курс; найменування торговця цінними паперами (якщо емітент користується його послугами); дії, що проводять у випадку перевищення або недосягнення рівня передплати; за процентними цінними паперами – заплановані відсотки, метод їх обчислення і термін виплати; адреси місць виплати доходів, здійснення операцій і депонування; 4) перелік засновників та кількість акцій у їх власності; 5) докладний опис порядку розміщення цінних паперів та їх оплати; 6) відомості про андеррайтера; 7) порядок виплати дивідендів за акціями
4. Інша інформація	1) дані про розміщення раніше випущених в обіг цінних паперів; 2) кількість акцій, що перебувають у власності членів виконавчого органу, та перелік осіб, частки яких в статутному фонді перевищують 5%; 3) відомості про реєстратора або депозитарія, який обслуговує випуск; 4) дані про осіб, відповідальних за проспект емісії; 5) відомості про дивідендну політику емітента за останні п'ять років; 6) відомості про організаторів торгівлі, на яких продаватимуть акції; 7) відомості щодо осіб, відповідальних за проведення аудиту емітента; 8) термін погашення (для облігацій); 8) відомості про провадження у справі про банкрутство або про застосування санації; 9) застереження про перевищення обсягу випуску облігацій над розміром власного капіталу емітента

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [120]

Випуск цінних паперів та інформацію про їх випуск реєструє незалежно від загального обсягу емісії Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Емісію вважають ефективною у випадку досягнення намічених завдань та отримання позитивних результатів:

- досягнуто відповідності між величиною коштів, що вдалося залучити, та величиною коштів, затрачених на реалізацію інвестиційного проекту;
- забезпечено на ринку цінних паперів позитивну репутацію при розміщенні цінних паперів;
- забезпечено обіг фінансового інструменту на організованих ринках цінних паперів.

Такий підхід до організації емісії фінансових інструментів враховує макро- та мікро- показники і допомагає з'ясувати можливість залучення коштів, необхідних для функціонування банку, а також оцінити наслідки здійснення емісії та усунути недоліки. Проте основне завдання з випуску цінних паперів банками неможливо обмежити формуванням та збільшенням банківського капіталу. Здійснюючи емісію цінних паперів, банки сприяють становленню в Україні ринку корпоративних цінних паперів, позаяк пропозиція на ньому зростає.

Аналізуючи діяльність банків України як емітентів на ринку корпоративних цінних паперів, необхідно зазначити, що кількість банківських установ у 2004–2009 рр. залишилася майже незмінною – 197 установ, хоча протягом цих років і відбувались кількісні коливання. Структуру банківських установ за організаційно-правовою формою наведено у таблиці 2.6.

**Показники, що характеризують організаційно-правову форму
банківських установ¹**

Показники	2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	к-сть	частка, %	к-сть	частка, %	к-сть	частка, %	к-сть	частка, %	к-сть	частка, %	к-сть	частка, %
Кількість банків за реєстром	198	100	186	100	193	100	198	100	198	100	197	100
Кількість банків, що мають ліцензію на здійснення банківських операцій	160	80,8	165	88,7	170	88,1	175	88,3	184	92,9	182	92,4
Кількість банків, у яких відкликано ліцензії на здійснення всіх видів банківських операцій	4	2,02	1	0,53	5	2,59	2	1,01	1	0,51	3	1,53
Кількість банків, що подають звітність	160	80,8	163	87,6	169	87,6	173	87,4	182	91,9	180	91,4
Кількість банків із іноземним капіталом	19	9,59	23	12,36	35	18,13	47	23,73	53	26,77	51	25,9
Кількість банків із 100% іноземним капіталом	7	3,53	9	4,84	13	6,74	17	8,58	17	8,58	18	9,14
Кількість банків ВАТ	92	57,5	91	55,8	113	62,1	91	53,8	99	57,2	76	41,8
Із них державні	2	2,2	2	9,5	2	1,8	2	2,2	2	2,0	2	2,6
Кількість банків ЗАТ	40	25,0	41	25,2	39	21,4	43	25,5	42	24,3	1	0,5
Кількість банків товариств із обмеженою відповідальністю	28	17,5	31	19,0	30	16,5	35	20,7	32	18,5	6	3,3
Кількість банків публічних АТ											99	54,5

¹Побудувала автор з використанням [121]

Аналізуючи дані таблиці 2.6, спостерігаємо зміни організаційно-правової форми банківських установ за 2004–2009 роки. Так, у 2009 р. виникли банки у формі публічних акціонерних товариств, і їх частка становила 54,5% загальної кількості банків за реєстром. Кількість банків із 100% іноземним капіталом зросла із 3,53% у 2004 р. до 9,14% у 2009 р. За останній рік практично ліквідована така організаційно-правова форма діяльності банківських установ як, ЗАТ. Це пов'язано із виконанням Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банку та розміру статутного капіталу» № 133-V від 14 вересня 2006 р. [122], який зобов'язує банки, створені у формі закритих акціонерних товариств або товариств із обмеженою відповідальністю до 29. 04. 2011 р. змінити свою організаційно-правову форму відповідно до його вимог, а саме забезпечити функціонування банків у формі відкритих акціонерних товариств. Та складність процесу зміни банком організаційно-правової форми полягає в тому, що він стосується питань, пов'язаних із проведенням емісії та реєстрації випусків цінних паперів. Тому ці питання потребують уточнення та узгодження з НБУ і ДКЦПФР.

За станом на 1 листопада 2009 р. ліцензію НБУ на здійснення банківських операцій мали 185 банків, у т. ч.: 173 банки (93,5% від загальної кількості банків, що мають ліцензію) – акціонерні товариства (з них: 96 банків (51,9%) – відкриті акціонерні товариства, 4 банки (2,2%) – закриті акціонерні товариства, 72 банки (38,9%) – публічні, 1 банк (0,5%) – приватне), 12 банків (6,5%) – товариства з обмеженою відповідальністю [88]. Таким чином, відбувається виконання зазначеного Закону.

Емісійні операції банків з акціями тісно пов'язані з проблемою банківського капіталу в Україні. Проблема нарощування капіталу стосується всіх банків, які працюють в Україні. Ринкова капіталізація ліквідних цінних паперів (за лістингом ПФТС) лише за листопад 2009 р. зменшилася на 81,1 млрд. грн. до 176,4 млрд. грн., або на 31,5% [103]. Емісійна діяльність банку пов'язана насамперед із нормативом адекватності регулятивного капіталу, що з 01.03.2004 р. становить 10%. Для банків, що розпочинають операційну

діяльність, цей норматив має дорівнювати: протягом перших 12 місяців – не менше 15%; протягом наступних 12 місяців – не менше 12%; надалі – не менше 10% [123]. Це, насамперед, змушує більшість банків збільшувати статутні фонди (рис. 2.6).

За станом на 01.01.2009 р. статутний капітал банківської системи України досягнув 7524,743 млн. євро, що на 34% більше, ніж було на початок 2008 р., а з 2004 р. зріс майже у 7 разів [124]. За станом на 01.01.2008 р. дозвіл на емісію отримали 169 банків.

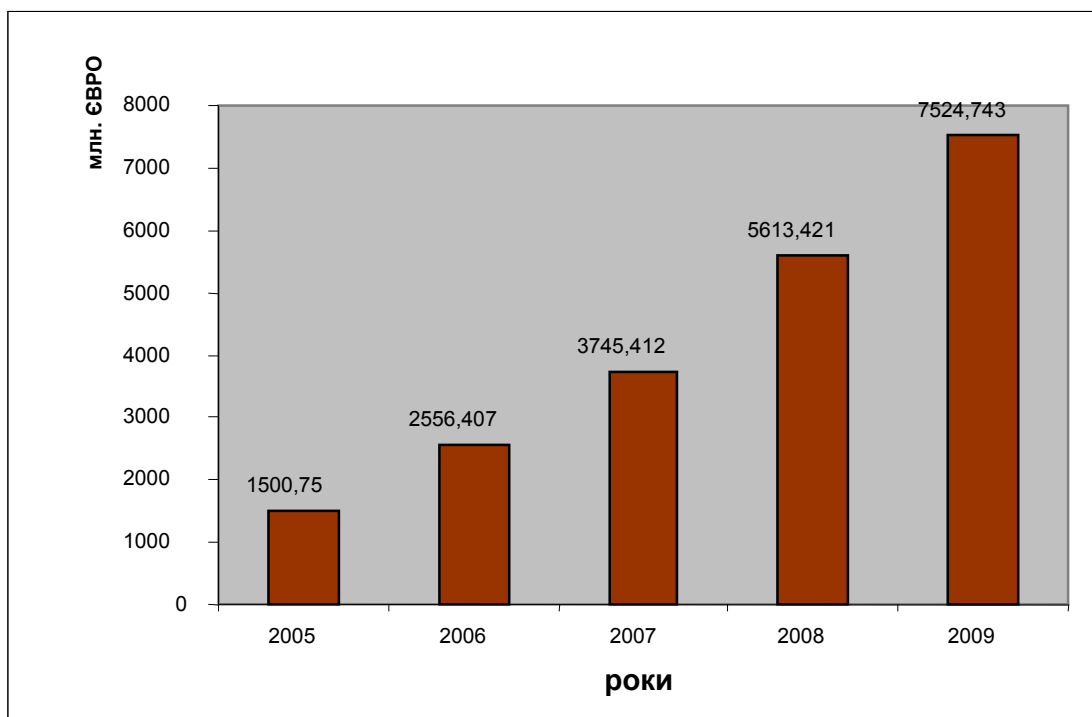


Рис. 2. 6. Статутний капітал банків України (млн. Євро)¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [124]

У 2009 р. ДКЦПФР зареєстровано 1161 випусків акцій на суму 100,27 млрд. грн. Порівняно з 2008 р. обсяг зареєстрованих випусків акцій збільшився на 54,13 млрд. грн. (або у 2 рази) за рахунок реєстрації випусків акцій банківськими установами з метою збільшення статутного капіталу. В 2009 р. найбільші обсяги випуску акцій зареєстрували банки (ВАТ і ПАТ) на суму

60,76 млрд. грн., що становило 60,12% від загального обсягу випуску (рис. 2.7).

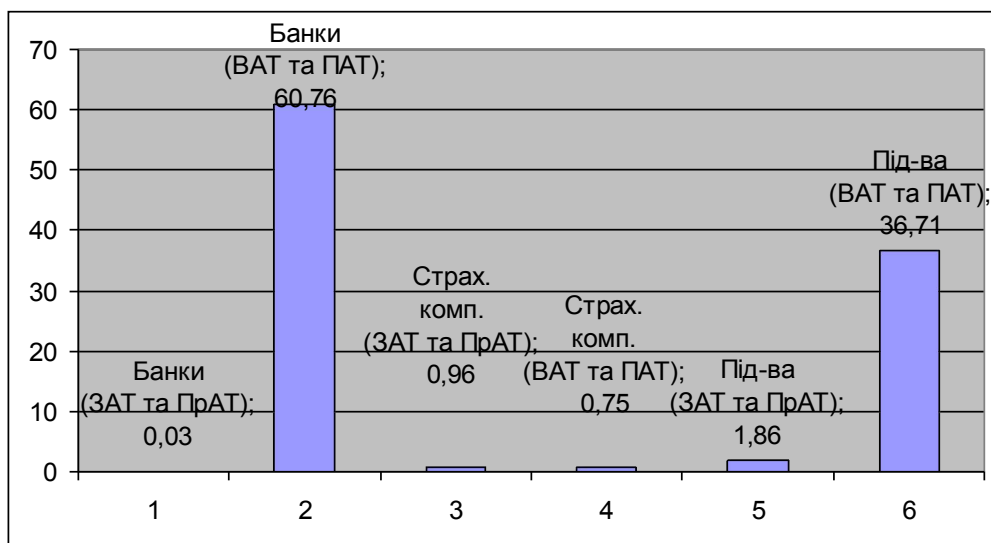


Рис. 2.7. Обсяги зареєстрованих випусків акцій у 2009 р. (за видами учасників ринку цінних паперів), млрд. грн. [60]

Частка банків, зареєстрованих у формі ЗАТ і ПрАТ, становила 0,03% від загального обсягу випуску. Обсяги випусків акцій банками порівняно з 2008 р. зросли у 2,4 раза.

Значні за обсягом випуски акцій, що суттєво вплинули на загальну структуру випусків у цілому, зареєстрували наступні банківські установи: ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України», ЗАТ «Комерційний банк «ПриватБанк», ПАТ «Родовід Банк», ВАТ «АБ «Укргазбанк», Публічний акціонерний банк «Київ», ВАТ «ВТБ Банк», ВАТ «АКТА БАНК», ВАТ «Банк Богуслав», ВАТ «Державний ощадний банк Україна», ВАТ Акціонерний комерційний інноваційний банк «УкрСиббанк», ВАТ АБ «Південний», ВАТ «Банк Руский стандарт», ВАТ АБ «Факторіал-Банк», ЗАТ «ОТП Банк», ВАТ «Платинум Банк», ВАТ «Український професійний банк», ВАТ «Унікредит банк», ПАТ АБ «Брокбізнесбанк», ВАТ АБ «Банк регіонального розвитку», ПАТ «Сведбанк», ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк», ВАТ «Кредобанк», ПАТ КБ «Правекс-банк» тощо [60].

Загальний обсяг зареєстрованих акцій зазначених емітентів становив 35,7% від загального обсягу випусків акцій, зареєстрованих у центральному апараті ДКЦПФР протягом зазначеного періоду [125]. Отже, ємність первинного ринку банківських акцій зростала з тенденцією до збільшення частки акцій банків

ВАТ. До переліку емітентів, які зареєстрували найбільші протягом 2009 р. випуски акцій, увійшли такі банки (табл. 2.7):

Таблиця 2.7

Найбільший обсяг емісії акцій емітентами в 2009 р. [60]

Назва емітента	Обсяг емісії (млн. грн.)
ПАТ НАК «Нафтогаз України»	300600,00
ВАТ «Державний ощадний банк України»	11770,00
ПАТ «Родовід Банк»	5599,99
ПАТ «Сведбанк»	5000,00

Обсяг випусків акцій цих підприємств становив 52,4% від загального обсягу випусків акцій, зареєстрованих у ДКЦПФР.

При розгляді емісійних операцій банків, спрямованих на збільшення статутного капіталу, варто зазначити, що ця емісійна діяльність певною мірою вимушена, пов'язана з адміністративним рішенням НБУ про постійне збільшення мінімального статутного капіталу. Подібного роду дії НБУ можна виправдати, якщо розглядати їх із точки зору підвищення надійності банківської системи в цілому. Однак політика, спрямована на «укрупнення» банків, що бере гору у владних структурах, не відповідає потребам української економіки. Погоджуємося, що великі банки спроможні ефективніше фінансувати економіку країни. Але викликає сумніви ефективність як такого фінансування, так і повного підпорядкування промислового капіталу банківському. У випадку повного їх злиття не буде можливості переливу капіталу між різними галузями економіки, оскільки будь-яка інвестиція виявиться інвестицією у фінансовий сектор.

Попри високі темпи обсягу емісій банківських акцій в Україні, дослідження показали, що організованого ринку банківських акцій практично нема, і лише незначна частина акцій, які зареєстровані ДКЦПФР, потрапляє на біржі. Якщо взяти до уваги, що ПФТС за результатами 1-го півріччя 2009 р. займає 61,76% обсягу торгів на організованому ринку [125], то показовим стануть дані про обіг банківських акцій на ПФТС. Відсоток обсягів торгів акціями банків на ПФТС від загальної суми зареєстрованих емісій банків ВАТ був у край нестабільним і не перевищував 9% [104]. В Україні фактично не діє вторинний організований ринок банківських акцій, а значить, банківські акції

не користуються попитом у інвесторів, які сподіваються на отримання доходу від акцій, а не корпоративних прав, що дають контроль над банком.

Розвиток ринку акцій від початку формування й, особливо, протягом останніх років, супроводжується стрімким зростанням його неорганізованого сегмента, який є непрозорим для переважної більшості інвесторів. За даними ДКЦПФР, частка неорганізованого сегмента ринку акцій збільшилася з 64,86% у 1999 р. до 97,58% у 2005 р. на тлі зростання річних обсягів угод за акціями майже в 65 разів – до 179,79 млрд. грн. у 2005 р. порівняно з 1999 р. [127, с. 58]. М. Назарчук та Г. Курбацький зазначили, що домінування неорганізованого ринку породжує непрозорість та недостатню інформаційну відкритість, а це значні перешкоди в залученні інвестицій [128]. Цю саму тезу підтримав В. Міньков, який наголосив на недостатній прозорості операцій на фондовому ринку [129]. Російські вчені М. Кузнецов та А. Овчинников зазначили недостатність статистичної бази для аналізу ринку цінних паперів, що теж є наслідком інформаційної непрозорості ринку [130].

Як засвідчила практика, один із найперспективніших напрямів діяльності банків на ринку цінних паперів – організація випуску облігацій. Емітуючи облігації, банки мають безумовну перевагу – вони можуть сповна виконувати функції андеррайтера, адже, володіючи значними кредитними ресурсами, спроможні викупити непогашену частину випуску облігацій із наступним їх розміщенням на вторинному ринку [131].

Що стосується випуску облігацій, то до кризи 2008 р. банки пожвавили свою діяльність. Як зазначив В. Шапран, діяльність банків із випуску облігацій відбувалася в два етапи: перший – із початку 2000 р., разом із змінами, внесеними в оподаткування прибутку банків, коли емісійний дохід від реалізації випуску облігацій перестали вводити у валові доходи; другий – з початку 2004 р., коли після введення у дію ЦК України обмеження на випуск облігацій акціонерними товариствами було підвищено з 25% до 100% сплаченого статутного капіталу, що збільшило потенційну ємність ринку в 4 рази [132, с. 48].

Таке збільшення операцій банків на ринку цінних паперів було визначене і прийняттям низки інших документів, що спричинили поживлення. Наприкінці 2003 р. НБУ затвердив нову Інструкцію з бухгалтерського обліку операцій із цінними паперами в банках України (Постанова № 358 від 03. 10. 2005 р.) [133], якою наблизив порядок відображення в бухгалтерському обліку інформації про операції з придбання, продажу, розміщення, випуску та погашення цінних паперів до міжнародних стандартів обліку. Зокрема, були змінені варіанти оцінки цінних паперів у портфелях банків та введено поняття справедливої вартості цінних паперів. У 2003 та 2004 роках були внесені зміни до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні, зокрема до вимог щодо випуску боргових цінних паперів під субординований борг. Операції банків із цінними паперами стали менше зарегульованими з боку Національного банку України [131, с. 25].

Як засвідчив аналіз структури обсягу зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій, у 2008 р. значна частка належала банкам (22,7% від загального обсягу зареєстрованих випусків облігацій). У 2009 р. банки не емітували облігацій (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Динаміка зареєстрованих випусків облігацій¹

Вид емітента	2005 млн.грн.	%	2006 млн. грн.	%	2007 млн. грн.	%	2008 млн. грн.	%	2009 млн. грн.	%
Всього	12748,28	100	22070,80	100	44480,51	100	31346,27	100	10107,35	100
В т. ч. банки	2564,73	20,1	4994,0	22,6	18869,37	42,4	7115,94	22,7	-	-
Страхові компанії	41,9	0,3	85,0	0,4	50,64	0,1	97,5	0,3	-	-
Інші	10141,65	79,6	16991,8	77,0	25560,50	57,5	24132,84	77,0	10107,35	100

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [60]

Сягнувши обсягів емісії банками 18869,37 млрд. грн. у 2007 р., ринок корпоративних облігацій почав частково зменшуватися, і за 2008 р. сума емісії корпоративних облігацій банками становила 7115,94 млрд. грн. Зменшення обсягу випуску цих боргових зобов'язань банками було пов'язано зі загальним спадом фондового ринку в 2008 р. На відміну від аналогічного періоду минулих років, триває тенденція щодо відсутності зацікавленості з боку банків і

страхових компаній до залучення коштів шляхом випуску боргових зобов'язань.

У структурі зобов'язань банків питома вага цінних паперів власного боргу на 01. 01. 2009 р. становила 1,3% (на 01.01.2008 р. – 3,7%). Заборгованість банків за цінними паперами власного боргу перед резидентами, враховувана у грошовій масі, дорівнювала 3,2 млрд. грн. проти 4,9 млрд. грн. у 2007 р., або 1,7% в загальному обсязі грошового агрегату МЗ порівняно з 3,5% у 2007 р.

Найбільші емісії здійснювали наступні банки-емітенти: ВАТ «Райффайзен банк Аваль» (3 випуски на суму 700 млн. грн., 500 млн. грн. та 300 млн. грн.), ВАТ «АКБ соціального розвитку «Укрсоцбанк» (500 млн. грн.), ВАТ «Акціонерний комерційний інноваційний банк «УкрСиббанк» (500 млн. грн.), ЗАТ «Перший Український Міжнародний Банк» (300 млн. грн.). Обсяг випусків облігацій зазначених емітентів становив 62,4% від загального обсягу облігацій банків, зареєстрованих за I півріччя 2008 р. [125]. Однак частка цінних паперів у зобов'язаннях залишається незначною і становить 4,7%, що набагато менше, ніж у країнах Євросоюзу (близько 58%).

Випуски корпоративних облігацій банками були зумовлені розширенням методів залучення нових фінансових ресурсів, а також реалізації певних інвестиційних програм та розширенням спектру активних операцій. Використання традиційних депозитів для залучення грошових ресурсів уже не задовольняло банки, і вони розглядали випуск корпоративних облігацій як альтернативу депозитам. Така активність з випуску облігацій впродовж 2004–2007 рр. пояснюється, насамперед, значними обсягами споживчого кредитування, а банківські облігації в згаданому випадку служать безперервним джерелом залучення грошових засобів. Кошти клієнтам, залучені через випуск облігацій, банки надавали, як правило, у формі кредитів. І тут облігації послужили зручним джерелом фінансування. Якщо вклади фізичних осіб – джерело нестійке, оскільки фізичні особи рідко кладуть депозит на рік, то облігаційні випуски – в середньому саме з таким терміном обігу. До того ж, якщо фізичні особи можуть вимагати повернення коштів із вкладу

достроково, то власники облігацій очікують терміну погашення цінного паперу. Крім того, вчасне погашення облігацій сприятиме підвищенню авторитету банку як надійного позичальника на ринку боргових зобов'язань.

Події 2008 року довели, що депозити фізичних осіб надзвичайно чутливі до соціальних коливань, зміни політичної та економічної ситуації. У зв'язку з цим ринок облігацій має стати для банківської системи тією ресурсною базою, яка забезпечить банки довготерміновими пасивами (до 3-х років). Підтвердженням цього слугувало постійне зростання частки банківських випусків облігацій у загальному випуску. Серед провідних банківських емітентів найбільшою довірою інвесторів користувались у 2008 р. банки ВАТ АКБ «Форум» (обсяг емісії – 500,00 млн. грн., частка у загальному обсязі емісій – 1,59%) та ВАТ АК Інноваційний банк «УкрСиббанк» (обсяг емісії – 500,00 млн. грн., частка у загальному обсязі емісій – 1,59%) [60].

Зважаючи на тенденцію впродовж 2006–2009 рр., можна, на нашу думку, зробити висновок, що для сучасного ринку банківських облігацій річний обсяг емісії 7 млрд. грн. досяг оптимального значення і відображає загальну картину інвестиційного ринку України в цілому. Інфляційні сподівання, гальмування темпів зростання ВВП, девальвація гривні негативно впливає на інвестиційну привабливість облігацій. Отже, погіршення фінансового стану економіки України призвело до зменшення обсягів нових випусків банківських облігацій і корпоративних облігацій у цілому. За 9 місяців 2009 р. облігацій випущено лише на суму 9,4 млрд. грн. Обсяг зареєстрованих облігацій підприємств зменшився на 15,28 млрд. грн. порівняно з даними за аналогічний період 2008 року. Значне скорочення обсягу емісій викликано тим, що у 2009 р. не було емісій банківських облігацій (за аналогічний період 2008 р. частка випусків облігацій банків у загальній сумі випусків становила 26,1%) [60].

Ринок корпоративних облігацій для емітентів став менш привабливим у зв'язку з підвищенням вартості залучення позичкового капіталу. Так, купонна ставка за облігаціями «УкрСиббанку», розміщуваними в 2005 р., дорівнювала 9% (термін обігу – 2 роки), а на початку 2009 р. почалося розміщення облігацій

банку «Ренесанс Капітал Україна» терміном на 2 роки з купонною ставкою 20% річних [108].

Важливою характеристикою фінансової стійкості ринку корпоративних облігацій є кількість дефолтів за даними фінансовими інструментами. Найбільші невиконання оферт за сумами здійснили банківські установи – Кредитпромбанк (350 млн. грн.), Укргазбанк (за двома серіями облігацій на загальну суму 400 млн. грн.), Родовід Банк (за двома серіями облігацій на загальну суму 200 млн. грн.). Загалом невиконання зобов'язань за облігаціями з 2008 р. до 10.12.2009 р. було зафіксовано щодо 5 банківських установ [108].

У зв'язку з поступовою лібералізацією транскордонного руху фінансових потоків, зростанням привабливості для іноземних інвесторів українських активів дедалі більшого значення для вітчизняних банків набуває міжнародний ринок капіталу, насамперед, як джерело фінансових ресурсів. Окрім того, сьогоднішня диспропорція вартості капіталу на внутрішньому та зовнішньому ринках підвищує значення таких інструментів формування ресурсної бази як єврооблігації, євроноти та євро-комерційні цінні папери.

Випускаючи євробонди, комерційні банки намагаються розв'язати низку проблем, пов'язаних насамперед із необхідністю додаткових джерел коштів для фінансування активних операцій банку, зниження вартості зобов'язань, мінімізації фінансових ризиків банківської діяльності. Перші кроки в освоєнні зовнішнього ринку за допомогою емісії корпоративних єврооблігацій були зроблені в 2003 р., що пов'язано з позитивними зрушеннями в економічній сфері, стабілізацією політичної ситуації та зниженням політичних ризиків, зростанням фінансової могутності й надійності провідних вітчизняних банків, що пов'язане з посиленням зацікавленості зовнішніх інвесторів у кредитуванні українського бізнесу. Першим серед вітчизняних банків випустив єврооблігації «ПриватБанк» 19.12.2003 р. на суму \$ 100 млн. терміном на три роки, купонна ставка становила 10,875% [108].

Із початку фінансової кризи діяльність на ринку єврооблігацій банків України була характерна здійсненням заходів щодо своєчасного погашення цінних паперів або їх реструктуризації.

За станом на 24.11.2008 р. в обігу перебувало 24 випуски єврооблігацій 11-ти банків України (табл. 2.9). Загальна заборгованість за єврооблігаціями банків України за номіналом на 24.11.2008 р. дорівнювала \$ 5,485 млрд.

Таблиця 2.9

Структура емісій єврооблігацій банків України¹

№ з/п	Емітент	Обсяг емісії, \$ млн.	Дата погашення	Купонна ставка	Статус емісії
1.	«VAB Банк (LPN)»	125	14. 06. 2010	10,125%	Реструктуризація
2.	АБ «Південний» "(LPN)	100	03. 08. 2010	10,250%	В обігу
3.	АКБ «Форум» (LPN)	100	30. 10. 2009	10,000%	Погашено
4.	«Альфа-Банк Україна» (LPN)	345	22. 12. 2008	9,750%	Погашено
	LPN	100	04. 05. 2009	9,750%	Реструктуризовано
	LPN	450	26. 07. 2010	9,250%	Реструктуризовано
	LPN	250	11. 08. 2011	12,000%	Реструктуризовано
5.	Банк «Надра» (LPN)	175	28. 06. 2010	9,250%	Фактичний дефолт
	LPN	50	05. 12. 2017	9,375%	
6.	Банк «Фінанси і кредит» (LPN)	100	25. 01. 2010	10,375%	Реструктуризовано
7.	«ПриватБанк» (LPN)	500	06. 02. 2012	8,000%	В обігу
	LPN (+ опціон викупу емітентом через 5 років)	150	09. 02. 2016	8,750%; з 9. 08. 2011 р. - 10,25%	В обігу
8.	«ПУМБ» (LPN)	275	16. 02. 2010	9,750%	Реструктуризовано
9.	«УкрСиббанк» (LPN)	200	23. 07. 2010	7,375%	В обігу
	LPN	500	21. 12. 2011	7,750%	В обігу
	LPN	250	04. 08. 2011	9,250%	В обігу
10.	«Укрсоцбанк» (LPN)	400	22. 02. 2010	8,000%	Погашено
11.	«Укрексімбанк» (LPN)	250	23. 09. 2009	7,750%	Погашено
	LPN	500	07. 09. 2011	7,650%	В обігу
	LPN	250	04. 10. 2012	6,800%	В обігу
	LPN (+ опціон викупу емітентом через 5 років)	125	09. 02. 2016	8,400%	В обігу

¹Примітка. Побудувала автор за даними [108]

«Альфа-Банк Україна», банк «Фінанси і кредит», «ПУМБ», «VAB Банк» реструктуризували своїх зобов'язання (табл. 2.10), банк «Надра» поки що не може домовитися про умови реструктуризації своїх боргових зобов'язань. Останній варіант, запропонований кредиторам банку «Надра», передбачає

виплату \$18 млн. зі \$175 млн., а решту 52,2% боргів запропоновано списати. На залишок суми намічено випустити нові єврооблігації терміном на 7 років зі ставкою 8% річних [135].

Таблиця 2.10

Умови реструктуризації єврооблігацій банків України¹

№ з/п	Банк	Умови реструктуризації
1.	«Альфа-Банк Україна»	Обмін трьох випусків єврооблігацій загальною номінальною сумою \$1045 млрд. на новий випуск обсягом \$840,633 млн. із погашенням у 2012 р. Решта боргу виплачують грошима (в різних пропорціях залежно від випуску)
2.	«ПУМБ»	Продовження обігу єврооблігацій до 31.12.2014 р., збільшення купонної ставки з 9,75% до 11%, дострокове погашення частини боргу в розмірі 8% від загальної суми
3.	Банк «Фінанси і кредит»	Продовження обігу єврооблігацій до 25.01.2014 р., збільшення купонної ставки до 10,5%, дострокове погашення частини боргу в розмірі 5% від загальної суми
4.	«ВАВ Банк»	Продовження обігу облігацій до 2014 р., підвищення купонної ставки з 10,25% до 10,5%, отримання кредиторами 10% грошової суми в день погашення облігацій 14.06.2010 р.

¹Примітка. Побудувала автор за даними [108]

У 2009 р. банківські установи України не здійснили нових випусків єврооблігацій, і лише у квітні 2010 р. «Укресімбанк» емітував єврооблігації на суму \$500 млн. терміном на 5 р. з дохідністю 8,375% [136]. На той час виникли сприятливі передумови для емісії єврооблігацій вітчизняними банками. По-перше, в березні 2010 р. міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's підвищило кредитний рейтинг України за зобов'язаннями в іноземній валюті до В- з ССС+. Даний рейтинг спекулятивний, проте свідчить про те, що є вразливість за несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов. Однак нині є можливість виконання боргових зобов'язань у визначений термін і в повному обсязі. Для порівняння: рейтинг ССС означав, що на даний момент є потенційна можливість невиконання емітентом боргових зобов'язань: своєчасне виконання боргових зобов'язань значною мірою залежить від сприятливих комерційних, фінансових та комерційних умов.

Окрім того, вартість кредитних дефолтних свопів (CDS) за борговими зобов'язаннями України значно зменшилася (додаток Ф), що свідчить про зменшення ризиків вкладення у фінансові інструменти України.

Проте є ряд правових обмежень, що стримують випуск банками єврооблігацій за прямою схемою. Так, у с. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] у 2006 р. визначено, що облігації продають у національній валюті, а якщо це передбачено законодавством та умовами їх розміщення, – в іноземній валюті. Однак ДКЦПФР встановлює вимоги щодо розміщення цінних паперів за кордоном. Нині чинним є Тимчасове положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України від 17.10.1997 р. Цим документом визначено, що емітент може розміщувати цінні папери за межами України на загальну суму, котра не перевищує 25% статутного фонду емітента. Емітент повинен мати лістинг за попередніми випусками цінних паперів на фондовій біржі на території України.

У 2008 р. розроблено проект положення ДКЦПФР про порядок надання дозволів на розміщення цінних паперів українських емітентів за межами України, яким скасовано дані обмеження щодо облігацій, а стосуються лише акцій – кількість акцій українського емітента кожного типу, стосовно до яких уже випущені та/або передбачено випустити іноземні цінні папери, не перевищує 30% від загальної кількості всіх акцій цього українського емітента того ж типу. Таким чином, прийняття даного положення сприятиме можливості розміщення облігацій за прямою схемою. Однак залишені вимоги, що цінні папери, котрі раніше випустив український емітент, стосовно яких надають заяву на отримання дозволу, допущені до біржових торгів хоча б однієї фондової біржі в Україні.

Позитивним сигналом для інвесторів є скасування Верховною Радою України Законом від 27.04.2010 р. заборони на дострокове погашення позик від нерезидентів (в т. ч. отриманих через механізм випуску єврооблігацій), що була встановлена Законом України «Про внесення змін до деяких законів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи» № 1533 від 23.06.2009 р.

Разом із тим, слід здійснити заходи щодо адаптації вітчизняного законодавства у сфері випуску єврооблігацій відповідно до директив ЄС. Так, ще в 2005 р. прийнято розпорядження КМУ «Про затвердження плану заходів щодо виконання у 2005 р. Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу», яким передбачено підготовку проекту Закону України щодо спрощення процедури контролю за випуском єврооблігацій вітчизняними суб'єктами господарювання для врахування вимог Директиви Ради ЄС від 10 травня 1993 р. 93/22/ЄЕС щодо надання послуг стосовно інвестування у цінні папери (втратила чинність після вступу в дію в 2007 р. Директиви MiFiD) та Директиви Європейського парламенту і Ради ЄС від 28 травня 2001 р. 2001/34/ЄС стосовно допущення цінних паперів до офіційного лістингу на фондових біржах і вимог до інформації стосовно цих цінних паперів, котра має бути опублікована.

Отже, банківські установи отримають можливості виходу на міжнародні ринки капіталів для випуску єврооблігацій за умови стабілізації ситуації в країнах Єврозони, продовження стабілізаційних заходів у економіці України (в т. ч. погоджених із МВФ). Банки підвищити привабливість боргових цінних паперів можуть шляхом випуску конвертованих облігацій.

Зазначимо, що динаміка зміни ринку корпоративних облігацій відповідає загальній тенденції розвитку національного фондового ринку, але темпи зростання операцій корпоративних облігацій були випереджаючими порівнянно з темпами загального обсягу операцій із усіма видами цінних паперів. Отже, нині корпоративні облігації є одним із найпрозоріших і найліквідніших фінансових інструментів. Окрім того, емітенти облігацій – це відкриті бізнес-структури (вони друкують проспекти емісій та бухгалтерську звітність у часовій динаміці за встановленою формою, надають до ДКЦПФР та публікують річні звіти про фінансово-господарську діяльність, розголошують передбачену законодавством особливу інформацію) [138].

Однією з причин низьких обсягів емісії банківських облігацій ми схильні вважати поступову зміну ролі банків на ринку облігацій. Якщо раніше банки були емітентами облігацій, то тепер вони – головні інвестори на ринку.

Розглядаючи проблеми, що виникли перед ринком корпоративних цінних паперів наприкінці 2008 р., доцільно зазначити відносне зниження емісійних операцій. Оскільки екстенсивні шляхи зростання банківської системи вже вичерпані, емісія будь-яких банківських акцій перестала бути привабливою для інвесторів. Фактичний стан деяких банків показав, що ця структура не є абсолютно надійною, а встановлення валютних обмежень НБУ знизили спекулятивний банківський дохід. Сьогодні український ринок акцій – один із найдешевших у світі. Серед перших почали спадати акції найліквідніших українських банків: «Укрсоцбанк» (на 84,17%) та «Райффайзен Банк Аваль» (на 78,92%). Це зумовлено як загальним спадом ринку, так і негативними очікуваннями щодо макроекономічних показників, банківської ліквідності та проблемою з рефінансування [139, с. 8].

У більшості банків загострюється боротьба за клієнтуру, в т. ч. за таку, якій раніше особливого значення не надавали. В такій ситуації проявляється тенденція поглинання одних банків іншими. Це сприяє поживленню на вторинному ринку банківських корпоративних цінних паперів. І хоча криза вражає насамперед ринок міжбанківських кредитів, вона не могла не вплинути на ринок корпоративних паперів комерційних банків. Найпоказовішою в даному випадку є динаміка кількості банків, цінні папери яких пропонують на ринку, та фірм, котрі здійснюють операції з цими паперами [140].

Найбільші обсяги випуску акцій зареєстрували такі емітенти: ЗАТ «ОТП банк» (два випуски на загальну суму 2,77 млрд. грн.); ЗАТ Комерційний банк «ПриватБанк (1,46 млрд. грн.); ВАТ «ВТБ-банк» (1,36 млрд. грн.); ЗАТ «Альфа-Банк» (два випуски на загальну суму 1,23 млрд. грн.) [141]. 11. 09. 2009 р. акціонери ПАТ «Промінвестбанк» прийняли рішення про збільшення статутного фонду на 500 млн. дол. США (4 млрд. грн.) шляхом закритого (приватного) розміщення акцій [142].

Проблема ліквідності у банків настала ще до моменту безпосереднього наступу кризи (жовтень 2008 р.), що і визначило зростання кількості банків, папери яких були на ринку. При цьому кількість таких банків не знижується до кризового рівня. Що стосується кількості фірм, які працюють на ринку, то їх чисельність зменшується. Очевидно, причиною є обережність.

У цілому зниження ліквідності банків і нестача засобів спричиняє прагнення продати акції. Таким чином, підвищення кількості пропозицій про купівлю над пропозицією про продаж, властиве у докризовий період, змінюється.

Слід врахувати, що деякі банки самостійно здійснювали операції зі своїми ж акціями. На жаль, на основі наявної статистики неможливо оцінити, яка частина банків здійснювала операції зі своїми акціями через посередництво дочірних структур.

На нашу думку, на період кризи кількість поглинань та злиттів зростатиме. Найоб'ємнішою у 2008 р. M&A-угодою в Україні стало придбання італійською компанією Intesa Sanpaolo 100% акцій ВАТ «Правекс-Банк» за \$750 млн. [143]. Україна не має потреби у наявності нині 182 банківських установ. Та й до меншої кількості банків можна висловити жорсткіші вимоги щодо капіталу та резервів. Уряд ухвалив порядок участі держави у капіталізації банків, передбачивши купівлю акцій банків за ціною, вищою від номіналу.

Сьогодні одним із найактуальніших питань в Україні є розроблення методів боротьби з протиправним поглинанням компаній або рейдерством. Державні органи влади мають брати активну участь у процесі створення ефективних механізмів протидії рейдерським атакам у нашій країні. У цьому зв'язку позитивним стало прийняття Верховною Радою України 17.09.2008 р. Закону України «Про акціонерні товариства» [93] (за оцінками експертів, на вітчизняному ринку частка протиправних захоплень підприємств дорівнює 60–70% ринку злиттів і поглинань).

Отже, на початок кризи у жовтні 2008 р. комерційні банки виявились неготовими до операцій із власними цінними паперами (акціями) на

вторинному ринку для підвищення своєї ліквідності й почали продавати пакети своїх акцій занадто пізно, в умовах несприятливої кон'юктури. Банки не мали завчасно опрацьованої стратегії власних дій на вторинному ринку акцій у кризових умовах [140].

Як показує світовий досвід, у країнах із розвиненою ринковою економікою прибутки банків від основних банківських послуг порівняно незначні, а іноді цей сектор навіть збитковий. Банківські інвестиції в цінні папери корпоративного сектору в Україні не відповідають класичним «канонам» інвестиційних операцій: вони не є для банків засобом підтримання ліквідності, не служать джерелом стабільного додаткового доходу. Вкладення банків у акції мають на меті контроль над власністю, що служить способом збільшення економічного потенціалу банку. Вкладення банків у капітал корпорацій для впливу на керівництво підприємством і його розвиток нині є пріоритетними порівняно з операціями, орієнтованими на одержання доходу на ринку акцій [144].

У міжнародній банківській діяльності на придбання цінних паперів банки спрямовують від 1/5 до 1/3 всіх грошових ресурсів. В Україні банківські вкладення в цінні папери у загальних активах незначні. На відміну від реального інвестування, банківські інвестиції в цінні папери забезпечують диверсифікацію банківських вкладень, знижують ризики, стабілізують доходи банку [145, с. 40].

Участь банків у інвестиційному процесі характерна як позитивними, так і негативними аспектами. До позитивних варто віднести наступні:

- допуск банків на фондовий ринок сприятиме конкуренції між його учасниками, що означає зменшення витрат емітентів та інвесторів;
- вкладення банком коштів у цінні папери диверсифікує його активи, що підвищує стабільність банку, а отже, і надійність збереження коштів вкладників;
- взаємопроникнення банківського та промислового капіталів поліпшує потік інформації, посилює конкурентоспроможність банків та виробничого

сектору. Володіючи акціями підприємства, банки отримують доступ до депозитів, а також впливають на підприємство у поверненості кредитів.

Проте є низка негативних аспектів щодо участі комерційних банків в інвестиційному бізнесі:

- операції з цінними паперами – ризикованіший вид діяльності, ніж традиційні види банківської діяльності (депозитна, кредитна, розрахунково-касова);

- збитки банків від зміни курсової вартості цінних паперів або невдалого їх розміщення при емісії цінних паперів можуть зашкодити інтересам банків, дестабілізувати банківську систему;

- поєднання банківського та інвестиційного бізнесу спроможне спричинити конфлікт інтересів між структурними підрозділами банку;

- надто близькі відносини банку та підприємства внаслідок володіння банком пакетом акцій можуть спричинити ситуацію, коли в разі погіршення фінансового становища підприємства банк продовжуватиме його кредитування, щоб запобігти збиткам від зниження курсової вартості акцій [146].

Обсяг вкладень банків за цінними паперами на кінець 2009 р. становив 39,3 млрд. грн., або зменшився за рік на 3,1% (за 2008 р. зростання становило 41,5%), переважно за рахунок зменшення у портфелі банків обсягу акцій та інших форм участі в капіталі. Частка вкладень у цінні папери в активах скоротилася за 2009 р. із 4,2% до 3,9% [88].

Обсяг цінних паперів, крім акцій, у портфелі банків за 2009 р. збільшився всього на 1,4% (порівняно з 60,2% за 2008 р.) – до 32,0 млрд. грн. на 01.01.2010 р. (табл. 2.11). Зростання відбулося в результаті збільшення обсягу цінних паперів, емітованих сектором загального державного управління (на 3,5 млрд. грн., або на 20,1%). Водночас у портфелі банків скоротився обсяг цінних паперів, крім акцій, емітованих іншими депозитними корпораціями (банками), – на 48,6%, а також нефінансовими корпораціями (на 13,9%) та іншими фінансовими корпораціями (на 15,9%).

Таблиця 2.11

Цінні папери у портфелі банків України¹

№ з/п	Показники	2009 рік			2008 рік		
		залишки на кінець періоду млрд. грн.	Зміна за рік, %	Питома вага, %	залишки на кінець періоду млрд. грн.	Зміна за рік, %	Питома вага, %
1.	Цінні папери, крім акцій	32,0	1,1	100	31,6	60,2	100
1.1	За секторами:						
	сектор інших фінансових корпорацій	2,3	-15,9	7,1	2,7	78,4	8,6
	загального державного управління	20,9	20,1	65,3	17,4	2,8 р.б.	55,1
	нефінансових корпорацій	6,9	-13,9	21,6	8,0	8,2	25,5
	ін. депозитних корпорацій	1,5	-48,6	4,8	3,0	-32,3	9,5
	нерезидентів	0,4	-9,7	1,2	0,4	8,2 р.б.	1,3
1.2	За типом портфеля:						
	у портфелі на продаж	25,2	3,0	78,8	24,5	-	77,6
	у торговому портфелі	1,3	-63,2	4,0	3,5	-	11,0
	у портфелі до погашення	5,5	53,8	17,2	3,6	-	11,4
2.	Акції в портфелі банків у тому числі:	4,6	-29,4	100	6,6	-19,0	100
	сектор інших депозитних корпорацій (банків)						
	інших фінансових корпорацій	0,01	-97,7	0,2	0,4	54,8	6,6
	нефінансових корпорацій	1,6	-45,4	34,2	2,9	19,4	44,2
	нерезидентів	2,2	-21,2	44,3	2,6	-19,0	39,6
		1,0	57,2	21,3	0,6	14,8	9,6

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [88]

Дані таблиці 2.11 свідчать про те, що у портфелі цінних паперів, крім акцій, протягом 2009 року переважали цінні папери на продаж (78,8% на 01.01.2010 р. порівняно з 77,6% на 01.01.2009 р.) Залишки коштів за цінними паперами, крім акцій, що утримувалися у портфелі на продаж протягом року зросли на 0,7%, у портфелі до погашення – на 1,9%, у торговому портфелі зменшилися протягом року на 2,2%.

На відміну від 2008 року, банки майже не залучали кошти шляхом випуску боргових зобов'язань, використовуючи інші канали наповнення ресурсної бази. Обсяг цінних паперів власного боргу, емітованих іншими депозитними корпораціями, залишався протягом 2009 р. незначним. Так, заборгованість банків за цінними паперами власного боргу перед резидентами, що враховувалася у складі грошової маси, на 01.01.2010 р. становила 2,5 млрд. грн.

(або 0,5% грошового агрегату М3) порівняно з 3,2 млрд. грн. (або 0,6%) на 01.01.2009 р.

Як ми вже зазначили у параграфі 1.2, прийнято вважати, що в Україні наявна змішана модель ринку цінних паперів, коли банки вільно допускають до корпоративних цінних паперів. Та з прийняттям Закону України «Про банки та банківську діяльність» у 2000 році [65] і введенням у дію інструкції НБУ «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» у 2001 р. [147] роль банків на ринку корпоративних цінних паперів як інвесторів було обмежено.

Фундаментом обмежень участі банків на ринку як інвесторів стали:

– нормативи інвестування, що обмежують вкладення банків у цінні папери певним відсотком від капіталу банків;

– методика розрахунку регулятивного капіталу – основного показника, що регламентує майже всі інші нормативи [148, с. 22].

За нормативами НБУ, загальний розмір інвестицій має не перевищувати 60% від регулятивного капіталу банку, в т. ч. не більше 15% за кожним емітентом [147]. Із урахуванням нормативу адекватності регулятивного капіталу банку на рівні 10% частка прямих інвестицій в активах банку має не перевищувати 5%. Якщо, наприклад, капітал середнього банку в Україні – 13–73 млн. грн., то максимальна інвестиція на одне підприємство може становити 2–11 млн. грн. За таких умов інвестиційна потужність банку є недостатньою для реалізації великих проектів [127, с. 40]. За станом на 01.10.2008 р. інвестиційний портфель комерційних банків України дорівнював лише 2,7% від загальних чистих активів [131]. Ця норма не відповідає реальним потребам економіки, і значущість банків у формуванні статутного капіталу підприємств має бути більшою.

Відповідно до Закону України «Про банки та банківську діяльність» [65] банки можуть здійснювати інвестиції лише за умови письмового дозволу НБУ. Без такого дозволу здійснення інвестицій можливе лише за умови, якщо:

– інвестиція в будь-яку юридичну особу становить не більше 5% регулятивного капіталу банку;

– юридична особа, в яку здійснюють інвестицію, веде діяльність тільки з надання фінансових послуг;

– регулятивний капітал банку сповна відповідає вимогам для інвестицій, встановленим нормативно-правовими актами НБУ.

Банкові заборонено інвестувати кошти в підприємство, установу, статутом яких не передбачена повна відповідальність його власника.

Дії НБУ щодо обмеження ролі банків на ринку корпоративних цінних паперів як інвесторів відповідають міжнародним стандартам і враховують останні зміни в регуляторній політиці, відображені у рекомендаціях Базельського комітету. Адже цілі інвестиційної діяльності комерційного банку полягають у дотриманні безпеки банківських коштів, забезпеченні їх диверсифікації, доходу та ліквідності.

Брати участь у інвестиційному процесі банки можуть за допомогою механізмів [146]:

– фондового ринку;

– середнього та довготермінового кредитування.

Банк може самостійно визначати структуру власних активів, враховуючи вплив факторів доцільності та ризику вкладень в активи. Вкладаючи кошти в корпоративний сектор економіки, банки мають зробити вибір: це вкладення або в корпоративні цінні папери, або в інструменти кредитного ринку. Оскільки обсяг доступних банківських ресурсів є обмеженим, зростання частки кредитного портфеля в активах банку зумовлює зменшення частки портфеля корпоративних цінних паперів. У країнах із розвинутою ринковою економікою ринок корпоративних цінних паперів є провідним і визначальним сегментом фондового ринку, тому пряме інвестування коштів в економіку відбувається, як правило, через купівлю-продаж цінних паперів.

Аналіз динаміки частки сукупних вкладень банків у цінні папери та кредити залежно від загального обсягу активів дає змогу встановити тенденцію до зменшення цінних паперів у сукупних активах банків (табл. 2.12).

Динаміка частки вкладень в кредити та цінні папери у структурі загального розміру активів [149]

Показники	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009
Усього активи, млн. грн.	100234	134348	213878	340179	599396	926086
Цінні папери у порфелі банку, млн. грн.	6534	8157	14338	14466	28693	40610
Частка вкладень в цінні папери, %	6,52	6,07	6,70	4,25	4,79	4,38
Кредити, що надані, млн. грн.	73442	97197	156385	269688	485507	792384
Частка вкладень в кредити, %	73.27	72.35	73.12	79.28	80.99	85.56

Кредитні вкладення зростали більшими темпами, ніж сукупні активи, і це призвело до збільшення ролі кредитів у сукупних активах банків. Частка вкладень в кредити в загальних активах банків зросла за останніх п'ять років на 12,29%.

Частка вкладень банків у цінні папери, навпаки, зменшилася на 2,14% від загальних активів. Цінні папери для банків не є вагомою частиною дохідних активів і за обсягом сукупних вкладень у 19,5 раза менші за кредитні вкладення банків. Це співвідношення пояснимо так:

- держава не стимулює участь банків у приватизаційних процесах;
- НБУ оцінює вкладення банків у цінні папери як вкладення з високим ступенем ризику та вводить обмеження.

Протягом 2004–2009 рр. кількість банківських установ суттєво не змінилась, тим часом активи зросли у 9,2 раз (з 100234 млн. грн. до 926086 млн. грн.) [149]. Структура банківського портфеля була динамічною. Отже, в Україні є багато перспектив для інвестиційної діяльності.

Нормативні обмеження НБУ і зацікавленість інвесторів кредитним ринком відображені у змінах інвестиційного портфеля (табл. 2.13 та дод. X).

1. Аналізуючи динаміку структури портфеля цінних паперів банків, спостерігаємо зменшення вкладень банків у акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком із 27,3% у 2004 р. до 23,3% у 1 кварталі 2008 р.

Відповідно частка вкладень у боргові й пайові цінні папери зросла за аналізований період із 72,7% до 76,7%. Цікавою є тенденція збільшення вкладень в асоційовані та дочірні компанії з 177,4 млн. грн. (8,57% від вкладень у акції) до 855,8 млн. грн. (13,7% від вкладень у акції) (дод. Т). Причиною є те, що великі банки, які мали достатній регулятивний капітал, могли дозволити собі стати стратегічними інвесторами і робити вкладення в асоційовані та дочірні компанії.

Таблиця 2.13

Структура вкладень банків України в цінні папери [150]

Показники	2004, млн. грн.	%	2005, млн. грн.	%	2006, млн. грн.	%	2007, млн. грн.	%	1 кв. 2008, млн. грн.	%
Усього цінних паперів у портфелі банку	8218,0	100	14326,9	100	14475,3	100	28669,8	100	26888,2	100
Акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком	2247,0	27,3	3452,8	24,1	3951,9	27,3	5930,2	20,7	6263,6	23,3
Цінні папери у портфелі банку (крім акцій)	5971,5	72,7	10874,1	75,9	10523,4	72,7	22739,6	79,3	19902,7	76,7

2. Інвестиції банків у корпоративні цінні папери були характерні вкладенням у пайові та боргові цінні папери. Беручи до уваги той факт, що ринок корпоративних облігацій розпочав розвиватися тільки з 2000 р., основна маса вкладень банків, котрі обліковували як вкладення у боргові цінні папери, припадала на векселі. Слід зазначити, що реальний розмір вкладень у корпоративні облігації з 2000 р. встановити практично неможливо, оскільки більшість банків володіли корпоративними облігаціями у рамках процедури андеррайтингу. Тобто, вони приймали на баланс корпоративні облігації для розміщення і тримали їх у такій формі на балансі терміном до року, що дало їм змогу уникати врахування таких облігацій як відвернень при розрахунку регулятивного капіталу.

3. Тенденції, що характеризували вкладення комерційних банків у акції, відповідали тенденціям, виявленим при аналізі динаміки вкладень у корпоративні боргові цінні папери.

У зв'язку зі зміною НБУ з 2004 р. подання грошово-кредитної і банківської статистики, ми, на жаль, не зможемо повніше дослідити динаміку структури вкладень українських банків у цінні папери, зокрема боргові цінні папери, казначейські та інші цінні папери, що їх рефінансує НБУ.

Для розвитку українського ринку цінних паперів необхідно активізувати такий важливий сегмент, як ринок корпоративних облігацій. У розвинутих країнах у структурі випущених корпоративних цінних паперів облігації становлять 15–65% [151, с. 185]. Вважаємо, що облігація є надійнішим фінансовим інструментом, аніж акція, а саме: облігація має фіксований дохід, який виплачують у першу чергу, та чітко встановлений термін обігу.

Одним із інструментів, який банки використовують для оптимізації свого інвестиційного портфеля, є операції репо. Вони складаються з двох частин – купівлі та продажу, їх суть полягає у купівлі банком цінних паперів підприємства й зобов'язанні у визначений термін та із фіксованою ціною продати їх цьому ж підприємству. Підприємство бере кредит під заставу цінних паперів, а банк має змогу управляти пакетом акцій чи облігацій, отримуючи прибуток. Після закінчення терміну договору підприємство гасить кредит, а банк повертає йому цінні папери.

Згідно зі світовою практикою, основним інструментом рефінансування, який Федеральна резервна система використовує для підтримки ліквідності банками, є операції на відкритому ринку. Європейський центральний банк надає перевагу операціям репо, намагаючись забезпечити однаковий доступ до ліквідності якнайширшому колу фінустанов. Тому, на нашу думку, НБУ для забезпечення регулювання ліквідності банків, своєю чергою може використовувати такі інструменти: операції репо (прямого та зворотного), операції з рефінансування (постійно діюча лінія для наданням банкам кредитів рефінансування терміном до 90 днів), операції з власними борговими

зобов'язаннями (сертифікати терміном до 90 днів). Із урахуванням поданої заявки, обсяг коштів за операціями прямого репо, що НБУ надав конкретному банкові, не має перевищувати 50% регулятивного капіталу, розрахованих за даними балансу за останню звітну дату з метою мінімізації ризиків [152, п. 1.3]. За даними НБУ, ставка за операціями репо зросла з 12,6% в грудні 2008 р. до 23,5% у травні 2009 р. [88]. Зазначимо, що ставка НБУ за такими операціями характерна високою варіабельністю, що, на нашу думку, є тим чинником, який не приваблює банки як інструмент рефінансування.

Одна з проблем для подальшого вдосконалення підтримки ліквідності банків із залученням цінних паперів – порівняно низький рівень розвитку вітчизняного фондового ринку, що зумовлено малими обсягами та низькою ліквідністю цінних паперів. Так, за станом на 01. 04. 2009 р. в обігу ПФТС було розміщено корпоративних облігацій за номінальною вартістю на суму 32,2 млрд. грн., однак їх ліквідність залишилася надзвичайно низькою, а ризики – надто високими [153, с. 81]. Зазначимо, що доступ банківських установ до операцій на відкритому ринку та механізмів НБУ залишається обмеженим через адміністративні вимоги. НБУ своїми розпорядчими документами може встановлювати для банків додаткові вимоги залежно від термінів рефінансування, співвідношення розміру рефінансування і банківського забезпечення тощо. НБУ цим способом перевіряє об'єктивність банківських звернень. Такі обмеження змушують банки знижувати активність на ринку. Тому вважаємо за недоцільне застосування обмежень на банківську діяльність до банків, які одержують кредити рефінансування за стандартними операціями на відкритому ринку, за винятком, якщо банк стикається з проблемами, що потребують тривалої підтримки з боку НБУ (наприклад, якщо банк через неможливість фінансувати свої зобов'язання шляхом запозичення коштів за допомогою стандартних операцій звернеться за терміновим стабілізаційним фінансуванням, НБУ може впровадити обмеження щодо діяльності на ринку цінних паперів).

Раніше НБУ здійснював операції з рефінансування під облігації внутрішньої та зовнішньої позик, облігації підприємств, що вільно обертаються на ринку, та інших цінних паперів. Тепер НБУ розробив схему рефінансування, за якою депозитні сертифікати стануть інструментом рефінансування. На нашу думку, це суттєво розширить можливості для рефінансування банків, хоча нині такий механізм є не вигідним для банків через низьку процентну ставку (1–2%). Вагаємо також за можливе рефінансування з використанням векселів підприємств, наявних у портфелях цінних паперів банків, хоч тут є серйозний недолік – високий ризик при здійсненні операцій із векселями підприємств.

За оцінками експертів, запропонована НБУ схема рефінансування відволікає кошти з реального сектору економіки і, отже, не виконує своєї основної функції, потребує значних коштів для її здійснення. Тривалий час, коли обсяги рефінансування були порівняно невеликі – 10–15 млрд. грн., така діяльність НБУ ще не дуже впливала на економіку. Однак у 2008–2009 рр. обсяги рефінансування перевищили 225 млрд. грн. Тому банки можуть вибірково претендувати на рефінансування за рахунок коштів НБУ. Щоб здійснити таку вибірку, необхідний час для оцінки фінансового стану установи. Тому, на нашу думку, необхідне розроблення принципово нових схем рефінансування без залучення коштів НБУ. Алгоритм рефінансування без використання таких коштів подано на рис. 2. 8. Для цього пропонуємо створити спеціальну державну комісію, наприклад на базі фонду гарантування вкладів, яка управлятиме активами і працюватиме з проблемними банками. При цьому не унеможливлено банкрутство окремих з них.

1. НБУ визначає проблемний банк, вводить тимчасову адміністрацію, яка вивчає фінансовий стан банку, ліквідні активи та реалізує їх.

2. Виручені кошти від реалізації скеровують на першочергові виплати. Потім визначають суму проблемної заборгованості.

3. Наступним кроком є створення для кожного банку санаційного фонду з випуском відповідних інвестиційних сертифікатів на суму проблемної заборгованості, збільшеної на розмір статутного фонду банку.

Таким чином створюється своєрідний пайовий фонд для кожного проблемного банку. Випущені інвестиційні сертифікати обмінюють на корпоративні права засновників банку.

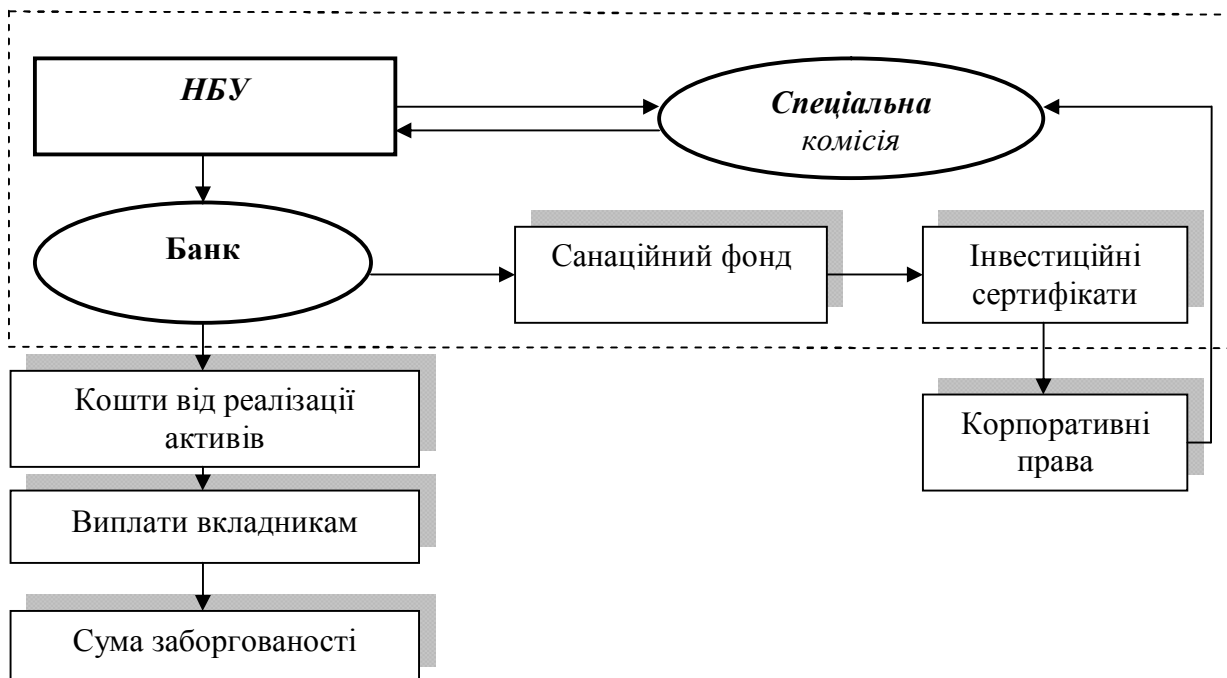


Рис. 2.8. Алгоритм рефінансування¹

¹Примітка. Побудувала автор

Оскільки спеціальна комісія, яка проводить санацію, є державною, то власність переходить до держави, отже, відбувається націоналізація банку. Таким самим способом проблемні активи обмінюють на інвестиційні сертифікати спеціальної комісії, цими ж цінними паперами погашають заборгованість банку. Так при переведенні активів банки звільняють свої резерви, сума яких за станом на 01.11.2009 р. дорівнювала 40 млрд. грн. [121].

Згаданим способом очищається банк від проблемних кредитів та від зобов'язань, відновлюється його платоспроможність. На баланс банку вводять цінні папери, які у визначеному співвідношенні можуть бути обмінені на грошові кошти. Надалі банк може бути проданий, відповідно, виручені кошти надійдуть до державного бюджету (можуть бути переспрямовані у санаційну комісію). Зазначимо, що для такого оздоровлення потрібно від 1 кварталу до 0,5 року, що значно менше, ніж надано законодавством для здійснення санації.

Окреслену схему рефінансування можна застосовувати для всіх проблемних банків. Перевага такого методу в тому, що не витрачаються кошти НБУ для рефінансування банків.

Світова практика свідчить про відсутність обмежень при операціях рефінансування. Проте, на наш погляд, доцільним було б обмеження щодо придбання цінних паперів та здійснення прямих інвестицій, заборона акцій власного випуску, дострокове погашення цінних паперів власного випуску за рахунок коштів рефінансування поряд із заборонаю придбання іноземної валюти. На нашу думку, при роботі з проблемними банками потрібно забезпечити прозорість та системність. Відсутність контролю та обмежень із боку НБУ призвела до того, що банки витрачали кошти рефінансування для придбання валюти. Тому режим рефінансування банків необхідно регулювати спеціальним законом, а саме: Законом України «Про рефінансування Національним банком України комерційних банків». Криза показала, що регуляторний і контролюючий вплив НБУ на банки були запізнілі, нерідко неадекватні й часто неефективні. Таке трапилось у 2006 р., коли вісім банків опинились у банкрутстві, так повторилось у 2008–2009 рр. Відомчий захист НБУ банків дуже часто заважає об'єктивності та результативності нагляду і контролю за ними. Виведення за рамки повноважень НБУ функцій нагляду й контролю (крім регуляторної та регламентаційної функції) істотно підвищить ефективність контролю та відповідальність за дотриманням законодавства.

Тому, вважаємо, настав час розробити зміни до законодавства щодо створення системи позавідомчого фінансового нагляду та контролю, який передбачатиме об'єднання всіх цих функцій стосовно банків та небанківських фінансових установ.

НБУ подав у Кабінет Міністрів України проект створення санаційного банку на основі «Іпобанку», в який 2 жовтня 2009 р. була введена тимчасова адміністрація. Ця ідея підтримана і запропоновано створення такого банку на основі «шведської моделі», яка вже використана тричі (Nordbanken, F.o.rsta Sparbanken і Gota Bank). Та проблема в тому, що «шведська модель» передбачає

викуп проблемних активів за номіналом, а призведе до зростання інфляції, позаяк реальна вартість боргів на відповідає ціні їх викупу. В «американській моделі» проблемні банки ліквідували, а активи переводили в одну установу.

Ми запропонували створити для кожного проблемного банку окремих санаційний фонд. Це, на нашу думку, прискорить процес оздоровлення банків, зменшить ризики зловживань та порушень при здійсненні процедури.

Для подолання кризових явищ вважаємо за необхідне:

– підтримати ліквідність банківських установ на основі надання кредитів рефінансування на відкритому ринку (для цього необхідне поліпшення вітчизняного ринку цінних паперів);

– обмежити адміністративні заходи та контроль за використанням надання банкам кредитів для рефінансування на основі операцій на відкритому ринку;

– впровадити стимули для збільшення внутрішніх інвестицій у корпоративні цінні папери на українському фондовому ринку: ввести щоквартальну фіксацію прибутку для виплати дивідендів, зниження прибуткового податку для громадян при операціях із цінними паперами тощо;

– активізувати приватизаційні процеси високоліквідних підприємств, організувати для цього відкриті міжнародні аукціони [140].

На нашу думку, найважливіша проблема, що поглиблює кризові явища діяльності банків на фондовому ринку, – криза недовіри. Результатом також є низька зацікавленість населення до інвестування своїх заощаджень у цінні папери. Важливим аспектом було б розроблення компенсаційних механізмів щодо втрат населення від операцій із цінними паперами, як це є з депозитними вкладеннями. Розв'язанню цієї проблеми має посприяти розроблення проекту Закону України «Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку». Основними цілями розвитку ринку має стати досягнення стійкості, відкритості та конкурентоспроможності ринку цінних паперів України. Стійкість фондового ринку передбачає його спроможність до самодостатнього розвитку та нейтралізації загроз світових фінансових криз.

Для України інвестиційний банківський сектор є перспективною інноваційною галуззю, і діяльність інвестиційних банків у нашій країні в майбутньому – необхідна умова для створення повноцінного фондового ринку, а також розвитку та вдосконалення інвестиційного механізму, властивого цьому ринку. Аналізуючи сучасний стан інвестиційної діяльності банків, можна зробити висновок, що, незважаючи на труднощі свого розвитку, банки готові стати тією ланкою, котра потрібна для активізації інвестиційної діяльності. Та необхідно створити комплекс економіко-правових умов, які б дали змогу вигідно та безпечно вкладати капітал у реальний сектор економіки [154].

2.3. Регіональні аспекти банківської діяльності на ринку корпоративних цінних паперів в Україні

Нині український ринок цінних паперів виступає як ринкова модель, розділена на два своєрідних яруси: національний фондовий ринок і регіональні фондові ринки. Регіональний ринок цінних паперів є складовою частиною загальнонаціонального ринку цінних паперів і частиною складної багаторівневої структури – загальносвітового фінансового ринку. Вивчення регіональних ринків цінних паперів потребує дослідження багатьох факторів, що визначають формування та функціонування регіонального ринку цінних паперів у контексті розвитку діяльності банків на ньому.

Необхідність розгляду регіонального рівня зумовлена тим, що розвиток ринку цінних паперів із супутньою йому системою фінансових інститутів потребує формування центру, котрий виконував би всі функції правового, нормативного та іншого регулювання, а також регіональних ланок, які б здійснювали ці функції на місцях.

Регіональна структура ринку цінних паперів України диференційована і багато в чому відображає загальну картину інвестиційної привабливості регіонів [155, с. 36]. Сучасний ринок цінних паперів має розвинену регіональну інфраструктуру, яка спроможна забезпечити обслуговування інвестиційної

складової зростання української економіки. Зокрема, метою регіонального сегмента інфраструктури ринку цінних паперів є:

- надати потенційному інвесторові інформацію про наявні цінні папери та їх характеристики;
- забезпечити реєстрацію й облік прав власності на цінні папери, що купує потенційний інвестор;
- забезпечити виконання угод щодо купівлі–продажу цінних паперів потенційним інвестором [98, с. 53].

Банки займають вагомe місце у формуванні вітчизняної інфраструктури ринку корпоративних цінних паперів. За регіонами ринок цінних паперів та діяльність банків мають серйозні диспропорції і значну диференціацію. Нині в Україні є 10 областей, які не мають своїх банків; там діють філії: Вінницька, Житомирська, Кіровоградська, Миколаївська, Рівненська, Тернопільська, Херсонська, Хмельницька, Черкаська, Чернівецька. Також у цих ж областях нема регіональних банків. Тому варто вивчати проблеми і перспективи розвитку ринку цінних паперів у кожному регіоні зокрема.

Необхідно зазначити, що регіональний фондовий ринок є підсистемою регіонального фінансового ринку і тому значно впливає на економіку регіону. Основне завдання ринку цінних паперів регіону – залучення інвестицій у реальний сектор економіки. В ході приватизації державних підприємств було створено значну кількість акціонерних товариств та виникли регіональні інститути ринку цінних паперів, які супроводжували цей процес. Але вони не виконували основного завдання, що полягало у розвитку економіки регіону в цілому. Тому для визначення реального стану ринку цінних паперів та інфраструктурних учасників проаналізуємо діяльність банків на ринку цінних паперів Тернопільської області у такій послідовності:

- рівень розвитку ринку цінних паперів області;
- аналіз особливостей діяльності банків на регіональному ринку цінних паперів;

– оцінка врегульованості діяльності банків на ринку цінних паперів Тернопільської області.

Аналіз діяльності банків на ринку цінних паперів доцільно розпочати саме із загального стану ринку. Так, на 01.09.2010 р. ринок цінних паперів Тернопільської області налічував 255 акціонерних товариств, із яких 4 публічних акціонерних товариств, 1 приватне акціонерне товариство, 210 відкритих акціонерних товариств, 40 закритих акціонерних товариств [156].

У Тернопільській області спостерігається відмінна від загальнонаціональної тенденція співвідношення частки відкритих акціонерних товариств і частки закритих акціонерних товариств до загальної кількості зареєстрованих акціонерних товариств, де кількість закритих акціонерних товариств удвічі більша за кількість відкритих акціонерних товариств. Кількість відкритих акціонерних товариств на Тернопільщині в 5 разів перевищує кількість закритих акціонерних товариств. Це – свідчення того, що область має значний потенціал у розвитку вторинного ринку цінних паперів, на якому саме акції займають провідні позиції.

Кількість акціонерних товариств постійно змінюється: збільшення відбувається головним чином за рахунок приватизації шляхом перетворення державних підприємств у відкриті, приватні або публічні акціонерні товариства; зменшення – в результаті перетворення відкритих акціонерних товариств у товариства з обмеженою відповідальністю, приєднання, зміни місця розташування та ліквідації товариств. Так, протягом останніх років відбувалася реорганізація відкритих акціонерних товариств шляхом перетворення їх у товариства з обмеженою відповідальністю. Протягом 2002 р. формувався статутний фонд нової юридичної особи – закритого акціонерного товариства акціями відкритого акціонерного товариства (28% від зареєстрованих випусків новостворених акціонерних товариств) [157]. Також збільшується кількість акціонерних товариств, яких господарський суд визнав банкрутами. Динаміку зміни кількості акціонерних товариств простежимо за рисунком 2.9.

Як видно, загальна кількість акціонерних товариств області різної форми власності загалом поступово зменшується.

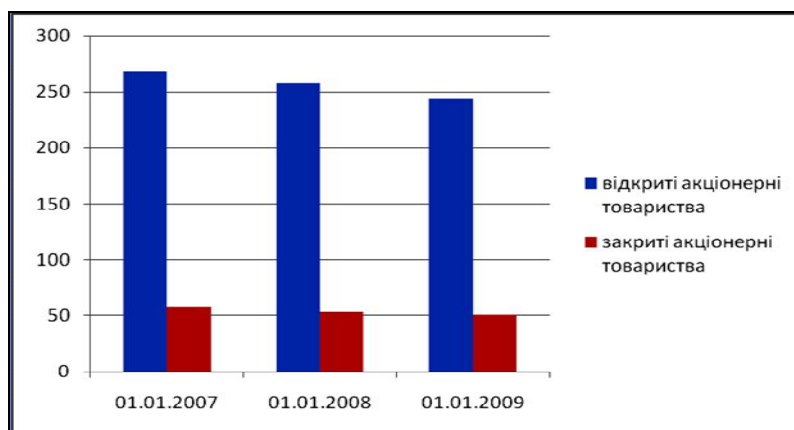


Рис. 2.9. Динаміка кількості акціонерних товариств у Тернопільській області¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [159, 160]

Результати фінансово-господарської діяльності емітентів, проаналізовані за даними 171 регулярної річної інформації за 2009 р. Емітентів-ВАТ (83% від загальної кількості звітувачів), 3 емітенти облігацій підприємств (100% від загальної кількості звітувачів), не враховуючи загальних даних тих емітентів, що не подали звітність за 2009 р., свідчать про наступне:

- 29% емітентів-ВАТ (50 емітентів) отримали чистий прибуток за результатами фінансово-господарської діяльності звітного 2009 р. (на 6% менше від попереднього звітного періоду);

- 65% емітентів-ВАТ (111 ВАТ) – збиткові й майже 6% спрацювали з нульовим результатом. При цьому загальна сума чистого прибутку за 2009 р. зменшилася порівняно з 2008 р. на 14,7 млн. грн. і становила 31 млн. грн. Сума балансового прибутку емітентів – ВАТ зменшилася на 46 млн. грн. порівняно з 2008 р. і дорівнювала 129 млн. грн. Така зміна пояснюється вибуттям із числа звітувачів 5 прибуткових емітентів;

- із 3 емітентів облігацій 2 спрацювали у 2009 р. з чистим збитком, що становив 50,4 млн. грн., у третього емітента була прибуткова діяльність (прибуток дорівнював 40 тис. грн.) [158; 159].

За даними регулярних річних інформацій емітентів-ВАТ, власників, котрі володіють 10 і більше відсотків цінних паперів (простих іменних акцій)

налічувалося 311 (юридичних – 113, фізичних – 198), тобто 64% з власників 10 та більше відсотків цінних паперів (простих іменних акцій) – це фізичні особи. Загалом спостерігається тенденція до укрупнення пакетів цінних паперів серед фізичних осіб.

Одним із основних показників, що характеризує стан розвитку ринку цінних паперів регіону є обсяги випуску цінних паперів. За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [160], найактивніше емітуються цінні папери у найрозвинутіших промислових регіонах України, тому найбільше випусків цінних паперів зареєструвало Територіальне управління Комісії в м. Києві (106, або 18,8% від загальної кількості зареєстрованих емісій), Харківське (55, або 9,7%), Київське обласне (38, або 6,7%), Донецьке (31, або 5,5%), Львівське (31, або 5,5%) територіальні управління і Територіальне управління в Автономній Республіці Крим (28, або 4,9%). Тернопільське територіальне управління зареєструвало 35 випусків цінних паперів, що становить 2,3% від загальної кількості зареєстрованих емісій (рис. 2.10).

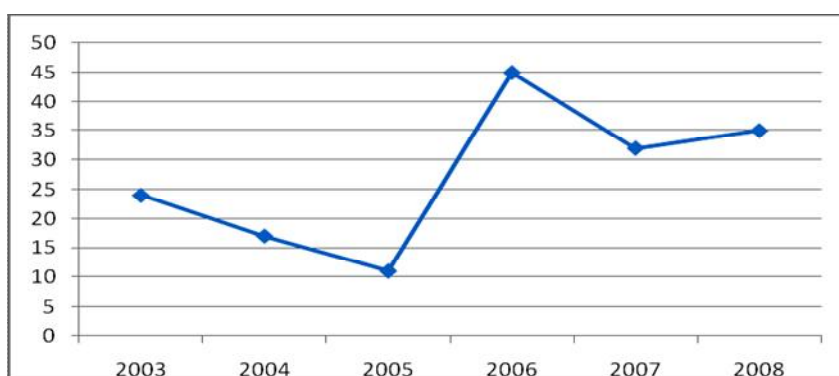


Рис. 2. 10. Обсяг зареєстрованих випусків акцій у Тернопільській області¹
¹Примітка. Побудувала автор із використанням [159,160]

Найбільші обсяги емісій у 2008 р. зареєстрували Територіальне управління Комісії в м. Києві (5194462,3 тис. грн., або 70,3% від загального обсягу), Харківське (256839,2 тис. грн., або 3,5%) та Дніпропетровське (244493,0 тис. грн., або 3,3%) територіальні управління. Обсяг емісії, що зареєструвало Тернопільське Територіальне управління Комісії, – 27780,6 тис. грн. або, 0,01%.

Подальший аналіз особливостей функціонування регіональної інфраструктури ринку цінних паперів допоможе встановити залежність рівня

розвитку ринку Тернопільщини від рівня розвитку його інфраструктури. На основі статистичних даних Тернопільської області за станом на 01.07.2009 р. можна стверджувати, що у технічній підсистемі ринку цінних паперів основну роль відіграють торговці цінними паперами, які представлені ТОВ «Технотерн-інвест», ТОВ «Укрінвест», «ТОВ «Скай-інвест» та ТОВ «АВС-реєстр» [156].

У 2010 р. в ДКЦПФР зареєстровані зберігач, який діє на фондовому ринку Тернопільської області, – ТОВ «АВС-реєстр» та філії зберігача, які здійснюють депозитарну діяльність на ринку області: Тернопільська філія ПАТ «КБ «Хрещатик» та філія «Відділення ПАТ Промінвестбанку в м. Тернопіль». За станом на серпень 2009 р. три акціонерні товариства області були клієнтами Міжрегіонального фондового союзу: ВАТ «Оріон», ЗАТ «Агро», ЗАТ «Фомлайн-Галичина».

Отже, оцінка загального стану ринку цінних паперів у Тернопільській області дає змогу зробити наступні висновки:

- динаміка зміни кількості акціонерних товариств області та обсягів емісії впродовж останніх років свідчить про уповільнення темпів зростання середньої величини обсягів емісії акцій на одне акціонерне товариство та розвиток регіону в цілому. Реєстрація нових акціонерних товариств сповільнилася, хоча помітна чітка тенденція до збільшення обсягів емісії;

- найпоширенішим інструментом на ринку цінних паперів області є проста іменна акція, що свідчить про значний вплив цього фінансового інструмента на формування первинного та вторинного ринків цінних паперів у регіоні. Також це вказує на те, що діяльність інфраструктури ринку регіону буде спрямована на обслуговування цього фінансового інструмента;

- тенденція зменшення випуску акцій, що зберігалася стабільною до 2006 р., поступово починає змінюватися в бік зростання, що свідчить про зростання ролі цінних паперів у підвищенні інвестиційної привабливості регіону;

- на ринку цінних паперів Тернопільської області перебувають в основному цінні папери, випущені в документарній формі, хоча поступово дедалі більше акціонерних товариств стає клієнтами депозитарію, що

сприятиме розвитку вторинного ринку цінних паперів та підвищенню ролі зберігачів.

Із метою оцінки особливостей діяльності банків на регіональному ринку цінних паперів проаналізуємо функціонування наступних елементів інфраструктури ринку цінних паперів:

- торговців цінними паперами;
- реєстраторів;
- зберігачів (табл. 2.14).

Таблиця 2.14

**Професійні учасники ринку цінних паперів
Тернопільської області (за станом на 01. 12. 2010 р.)¹**

Учасники ринку цінних паперів	Кількість	Частка, %
<i>Торговці цінними паперами:</i> ТОВ «Технотерн-інвест» ТОВ «Укрінвест» ТОВ «Скай-інвест» ТОВ «АВС-реєстр»	4	40
<i>Реєстратори:</i> ЗАТ «Моноліт» ТОВ «АВС-реєстр»	2	20
<i>Філії реєстраторів</i> Філія «Відділення ПАТ Промінвестбанку в м. Тернопіль»	1	10
<i>Зберігачі, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку – депозитарну діяльність, а саме: депозитарну діяльність зберігача цінних паперів на підставі Ліцензії, виданої ДКЦПФР</i> ТОВ «АВС-реєстр»	1	10
<i>Філії зберігачів, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку – депозитарну діяльність, а саме: депозитарну діяльність зберігача цінних паперів на підставі Ліцензії основного ліцензіата</i> Тернопільська філія ПАТ «КБ «Хрещатик» Філія «Відділення ПАТ Промінвестбанку в м. Тернопіль»	2	20
Усього	10	100

¹ Примітка. Побудувала автор за даними [156]

Як видно з даних таблиці 2.14, інфраструктура ринку цінних паперів області представлена майже всіма професійними учасниками, діяльність яких передбачена нормативно-правовими актами України. Найбільша частка припадає на реєстраторів і торговців цінними паперами. За станом на 01.09.2010 р. в Тернопільській області було 4 торговці цінними паперами, стільки ж реєстраторів, серед яких один банк (філія «Відділення ПАТ

Промінвестбанку в м. Тернопіль»)), що мають ліцензії на право здійснення професійної діяльності на ринку, та 3 зберігачі, котрі здійснюють депозитарну діяльність на ринку цінних паперів, два з яких – банки (Тернопільська філія ПАТ «КБ «Хрещатик» та філія «Відділення ПАТ Промінвестбанку в м. Тернопіль»)).

Банки, котрі професійно діють на ринку цінних паперів області, не є юридично самостійними – це банківські установи, які діють на підставі копії Ліцензії основного ліцензіата.

Динаміка зміни кількості торговців за останніх три роки суттєво не змінилася (на 01.01.2007 р. їх було 5, а на 01.09.2010 р. – 4), але відбулись якісні зміни, а саме припинили діяти філія торговця цінними паперами ТФ ЗАТ КБ «Приватбанк» (у 2008 р.) і ТОД ВАТ «Райффайзен Банк Аваль» (у 2009 р.). Кількість торговців цінними паперами Тернопільської області становить лише 0,5% від загальної кількості торговців цінними паперами в Україні. Обсяг угод, що уклали торговці цінними паперами Тернопільської області за три квартали 2008 р., дорівнював 97,47 млн. грн., що становило лише 0,02% від обсягу угод торговців цінними паперами всього в Україні.

Як видно з даних таблиці 2.14, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів емітентів регіону зосереджено у незалежних професійних реєстраторів, які активно працюють на ринку цінних паперів. Їх кількість у Тернопільській області становить 1,3% від загальної кількості реєстраторів, які професійно працюють на ринку, що пропорційно до кількості зареєстрованих акціонерних товариств області (1,12% від загальної кількості акціонерних товариств).

Дослідження динаміки змін у кількості реєстраторів протягом останніх чотирьох років свідчить про їх зменшення. За станом на кінець 2006 р. в області налічувалося 7 реєстраторів. Припинили діяти філії реєстраторів ТФ АКБ «Укрсоцбанк» (накінці 2008 р.) і ТФ ЗАТ КБ «Приватбанк» (у червні 2009 р.).

На одного середньостатистичного реєстратора припадало в середньому за станом на 01.07.2009 р. ведення 58 реєстрів акціонерних товариств, що на 15 реєстрів акціонерних товариств більше порівняно з 2006 р. Цей показник є

безпосередньо наслідком зміни кількості реєстраторів. Причина припинення діяльності філій реєстраторів – економічна криза, що насамперед вплинула на банківську систему. Таке скорочення кількості реєстраторів-банків пояснюється зміною організаційної структури, за якої філії банків реорганізуються у безбалансові відділення.

За станом на 01.01.2009 р. Тернопільська філія ЗАТ КБ «Приватбанк» вела 31 реєстр власників іменних цінних паперів. Після припинення діяльності реєстратора філії ЗАТ КБ «Приватбанк» в області реєстри акціонерних товариств обслуговують реєстратори, які розташовані за межами області й ведуть реєстри власників іменних цінних паперів емітентів регіону. Тернопільська обласна дирекція АКБ «Укрсоцбанк» за станом на 01. 01. 2009 р. вела 28 реєстрів власників іменних цінних паперів. Після припинення діяльності реєстратора в регіоні ситуація аналогічна, як із Тернопільською філією ЗАТ КБ «Приватбанк». Тому за станом на 01.07.2009 р. кількість угод, укладених реєстраторами, які розташовані за межами області й ведуть реєстри власників іменних цінних паперів емітентів регіону, налічує 87 проти 30 за станом на 01.01.2009 р. (рис. 2.11).

Наведені дані свідчать, що роль реєстраторів на регіональному ринку цінних паперів поступово зменшуватиметься. Так відбуватиметься централізація депозитарної системи, що відповідає світовим тенденціям розвитку регіональної структури ринку цінних паперів.

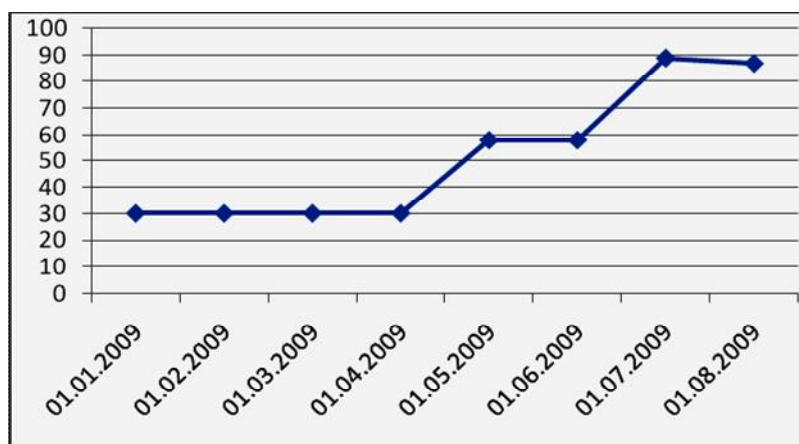


Рис. 2.11. Реєстратори, які розташовані за межами області і ведуть реєстри власників іменних цінних паперів емітентів регіону¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [160]

Філія «Відділення Промінвестбанку в м. Тернопіль» веде реєстри власників іменних цінних паперів клієнтів банку, таким чином надаючи весь комплекс послуг своїм клієнтам, починаючи від розрахунково-позичкової діяльності й закінчуючи операціями на ринку цінних паперів, що, на нашу думку, значно підвищує рейтинг банку серед інших фінустанов. За станом на 01.08.2009 р. філія «Відділення Промінвестбанку в м. Тернопіль» веде реєстри 36 акціонерних товариств, із яких 2 – ЗАТ.

Для оцінки результатів функціонування реєстраторів та підпорядкованих підрозділів реєстраторів Тернопільської області проведено порівняльний аналіз показників, що характеризують ринок реєстраторських послуг Тернопільської області та країни в цілому (табл. 2.15).

Аналіз показників діяльності реєстраторів, звітів ДКЦПФР та інтернет-сайтів реєстраторів дає змогу зробити наступні висновки:

- динаміка зміни кількості реєстраторів у Тернопільській області відповідає загальнонаціональній динаміці й залишається стабільною впродовж років;

- в області спостерігається відмінна від загальнонаціональної тенденція зростання кількості емітентів, яких обслуговують реєстратори. Конкурентна ситуація на ринку цінних паперів області – стабільна. Протягом останніх років частка найбільшого реєстратора (за кількістю емітентів, яких він обслуговує) – ТОВ «АВС-реєстр» – не перевищувала 25% всього ринку області. Тому нема підстав стверджувати негативність явища монополізації реєстраторських послуг для ринку Тернопільської області;

- як в Україні, так і в Тернопільській області спостерігається чітка тенденція до зменшення кількості особових рахунків власників іменних цінних паперів, котрі ведуть реєстратори. Зростання показника, що визначає кількість власників іменних цінних паперів у розрахунку на одного реєстратора області, свідчить про наявність у регіоні активних процесів укрупнення пакетів акцій приватизованих підприємств та формування їх реальних власників. На території області – високий рівень концентрації реєстраторських послуг, що є в

цілому позитивним явищем, позаяк ведення реєстру потребує значних витрат, і здійснювати його мають змогу лише ті професійні учасники, в яких достатня кількість клієнтів, власні приміщення, підготовлені спеціалісти;

Таблиця 2.15

**Показники діяльності реєстраторів Тернопільської області
та в Україні загалом¹**

Показники		2005	2006	2007	2008	2009
1. Кількість реєстраторів	в Україні	352	351	372	379	367
	у Тернопільській області	4	3	3	4	4
2. Частка у загальній кількості реєстраторів, %	в Україні	100	100	100	100	100
	у Тернопільській області	1,14	0,85	0,81	1,06	1,09
3. Кількість підпорядкованих підрозділів реєстраторів	в Україні	95	87	59	85	53
	у Тернопільській області	3	4	2	3	3
4. Кількість емітентів, яких обслуговують реєстратори	в Україні	18811	18286	17992	17269	16196
	у Тернопільській області	214	158	154	179	168
5. Частка у загальній кількості емітентів, %	в Україні	100	100	100	100	100
	у Тернопільській області	1,14	0,86	0,86	1,04	1,04
6. Кількість емітентів, яких обслуговують реєстратори в розрахунку на одного реєстратора	в Україні	53	52	48	46	44
	у Тернопільській області	53	53	51	45	42
7. Кількість випусків цінних паперів, що обслуговують реєстратори	в Україні	19218	19488	18536	17866	16726
	у Тернопільській області	215	158	154	179	168
8. Кількість особових рахунків номінальних утримувачів у реєстрах	в Україні	7197	7361	7345	4897	6744
	у Тернопільській області	89	71	67	65	76
9. Кількість особових рахунків у власників іменних цінних паперів у реєстрах	в Україні	14894686	13445828	12616909	11857157	11152727
	у Тернопільській області	142181	108269	102483	116271	103457

¹Примітка. Розрахувала автор за звітами ДКЦПФР [60]

– реєстратори області поступово розширюють спектр послуг, які вони надають своїм клієнтам. Дедалі більше емітентів Тернопільської області користуються послугами реєстраторів при організації та проведенні загальних зборів акціонерів. Реєстратори в такому випадку розсилають повідомлення акціонерам, реєструють акціонерів, які прибули на збори, надають консультації щодо формування порядку денного, допомагають при складанні протоколу зборів тощо. Останнім часом половину річних звітів ВАТ теж готують реєстратори;

– упродовж останніх років зменшується кількість номінальних утримувачів у системах реєстрів регіональних реєстраторів. Зміни, що відбуваються, пов'язані насамперед із процесом знерухомилення цінних паперів. За даними територіального управління ДКЦПФР Тернопільської області, бездокументарну форму випуску акцій обрали 5% акціонерних товариств.

У Тернопільській області, як ми вже зазначили, інститут зберігача представлений двома банками. В сусідніх областях (Львівська, Волинська) банки приймають активну участь в наданні послуг зберігача. Така сама тенденція і в Тернопільській області. Це свідчить про високу зацікавленість банків у наданні згаданих послуг.

Оцінюючи стан ринку цінних паперів області, важливо виявити ступінь урегульованості та правомірності діяльності учасників ринку цінних паперів (табл. 2.16).

Таблиця 2.16

**Правопорушення на ринку цінних паперів
Тернопільської області у 2008 р.¹**

Порушено справ	Винесено розпоряджень	Складено актів	Складено протоколів	Накладено санкцій	Накладено штрафів	
					Кількість	Сума, грн.
215	89	212	3	212	143	109650

¹Примітка. Побудовано за звітом ДКЦПФР [60]

Дослідження структури правопорушень і правопорушників, які є основними елементами інфраструктури фондового ринку регіону, та рівня контролю за їх діяльністю здійснено зіставленням результатів перевірок, що провів територіальний орган ДКЦПФР Тернопільської області та виявлення

правопорушень банків як регіональних учасників ринку цінних паперів у структурі ринку області. На Тернопільщині переважна кількість виданих розпоряджень про усунення правопорушень на ринку цінних паперів стосувалася усунення порушень із надання та оприлюднення регулярної та особливої інформації, видачі акціонерам сертифікатів цінних паперів, присвоєння цінним паперам емітентів (акціонерних товариств) міжнародного коду ISIN, зміни статутів емітентів (акціонерних товариств) відповідно до вимог законодавства України [160, с. 31].

До Територіального управління і надалі надходять непоодинокі звернення за консультаціями щодо реорганізації ВАТ шляхом перетворення у ТОВ. Складний фінансовий стан багатьох відкритих акціонерних товариств позбавляє можливості вчасно розкривати інформацію, тим самим дотримуючись вимог законодавства на ринку цінних паперів, а саме: проводити аудиторські перевірки, здійснювати публікації в пресі про діяльність та зміни, що належать до особливої інформації, високоякісно готувати та своєчасно подавати в електронній і паперовій формах регулярну й щоквартальну інформацію.

Окремі філії банків, які були представлені на ринку регіону як торговці цінними паперами та реєстратори, припинили свою діяльність, і в результаті змінюється інфраструктура регіонального ринку цінних паперів. На нашу думку, необхідне формування двохрівневої системи вимог до професійних учасників ринку цінних паперів: перший рівень має передбачати роботу учасників лише на регіональному ринку, а другий – на загальнонаціональному та міжнародному ринках.

Також потрібно активно залучати банки до роботи на регіональному ринку цінних паперів. Як показує практика, за правильної політики регіональних органів влади є можливість залучення банків до роботи на ринку цінних паперів регіону як розповсюджувачів муніципальних цінних паперів. Використання даного механізму поширення боргових цінних паперів дасть змогу

акумулювати фінансові ресурси приватних інвесторів і сприятиме розвитку сегмента регіональних цінних паперів, що перебуває на стадії стагнації.

Уявлення про розвиток регіонального ринку корпоративних цінних паперів допомагає проаналізувати обсяг випуску цінних паперів емітентами регіону і частку їх випуску, пов'язану з інвестиціями. Обсяг емісії підприємствами Тернопільської області у 2008 р. становив 27780,1 тис. грн. [158]. Наведені цифри свідчать про те, що за наявного розвитку ринок цінних паперів є незначимим механізмом залучення інвестицій у реальний сектор економіки регіону. Актуально-проблемними питаннями розвитку фондового ринку області залишається низький рівень корпоративного управління в акціонерних товариствах та необізнаність населення щодо функціонування ринку цінних паперів. Розв'язання цієї проблеми можливе через популяризацію ринку цінних паперів серед широкого кола населення та інвесторів, а саме: роз'яснювально-інформаційну роботу, тематика якої охоплюватиме особливості інвестиційного процесу, ознайомлення з правами й обов'язками акціонерів та інвесторів. На нашу думку, необхідно створювати інформаційне середовище регіонального ринку цінних паперів та забезпечувати його відкритість. Конкретними напрямами в цьому плані можуть стати:

- створення регіональної інформаційної бази з емітентів та професійних учасників ринку корпоративних цінних паперів;
- формування регіонального інформаційного і/або рейтингового агентства та організація моніторингу інвестиційного клімату в регіоні;
- видання і/або розкриття в електронному вигляді у мережі Інтернет оперативної інформації про стан та динаміку регіональних ринків цінних паперів.

Із метою підвищення привабливості регіонального ринку цінних паперів для всіх його учасників вважаємо за доцільне:

- створити спільно з професійними учасниками ринку цінних паперів регіональний фондовий центр, зорієнтований на роботу з інвесторами-фізичними особами;

- сформувати базу даних про діяльність регіональних емітентів з високим рівнем доступності (характеристика основних напрямків діяльності, роль в економіці регіону, ефективність функціонування і т. д.);

- створити систему правового консультування для учасників ринку цінних паперів для роз'яснення їх законних прав та інтересів;

- проводити постійні інформаційні кампанії, спрямовані на стимулювання діяльності на регіональному ринку корпоративних цінних паперів.

Для розвитку ринку цінних паперів регіону та діяльності на ньому банків пропонуємо створення фондового магазину, ідея якого полягає в тому, що будуть укладені договори з регіональними торговцями цінних паперів (в особі банків) для просування інвестпродуктів в такому форматі. Для цього потрібно створити філію, яка укладатиме договори з регіональними торговцями цінних паперів; є компанії, зацікавлені в такому проекті (КУА «Кінто», КУА «Сократ», КУА «Менеджмент-сервіс» та ін.). Основними клієнтами згаданих фондових магазинів має стати середній клас, який зможе частину доходів інвестувати у ринок корпоративних цінних паперів і, на нашу думку, ця ніша може бути заповнена вже найближчим часом, оскільки, у період кризи інфляція зростає, а проценти за депозитами нині не зростають.

При створенні фондового магазину доцільно організувати співробітництво фондового магазину з банками, позаяк у банків є переваги, а саме:

- розгалужена мережа філій (відкривати власні філії для продажу цінних паперів у регіонах для КУА витратно, тому пропонуємо такий варіант входу в регіони, як використання банківських мереж);

- сучасне технічне обладнання;

- наявність кваліфікованого персоналу;

- клієнтська база;

- наявність ліцензій на здійснення операцій на ринку цінних паперів;

- довіра (бренд) та ін.

Таким чином, клієнт матиме змогу отримати повний комплекс послуг (від консультацій до продажу цінних паперів та подальшого обслуговування) з «перших рук».

Співпраця КУА з банками вигідна і тим, що відкривати свою КУА в регіоні надто витратно. Хоч у регіонах населення надає перевагу депозитам, валютним цінностям, банківським металам та нерухомості, такі фондові магазини будуть покликані, насамперед, провести роз'яснювальну роботу і забезпечити рекламу серед потенційних інвесторів.

При реєстрації емісії вважаємо за доцільне укласти інвестиційний меморандум послуг портфельного інвестування в акції українських емітентів, де банк виступатиме в ролі андеррайтера і платіжного агента. Маркетинговий меморандум не є стандартизованим документом, і його структура може змінюватись так, щоб подати проект у найзручнішому для конкретного інвестора вигляді, завдяки чому шанси на надання інвестицій суттєво зростають. Метою складання інвестиційного меморандуму може бути:

- пропозиція акцій підприємства для відкритого продажу;
- емісія облігацій компанії;
- стратегічне партнерство з інвесторами;
- отримання короткотермінового або довготермінового кредитування.

Меморандум може містити такі основні реквізити:

- коротка характеристика випуску цінних паперів;
- коротка характеристика емітента, фінансового консультанта, андеррайтера та інших учасників щодо розміщення цінних паперів;
- порядок та умови розміщення емісії;
- опис ринкового середовища (маркетингова стратегія і досягнуті результати, політика ціноутворення, огляд ринку, потенційний покупець та ін.);
- опис компанії (історія, схема бізнес-структури, управлінська структура, структура акціонерного капіталу, структура розвитку, SWOT-аналіз);
- аналіз фінансового стану та операційна діяльність (аналіз доходів, структура витрат, активний і власний капітали, структура боргу);

- вид діяльності емітента і навколишнє середовище;
- кредитний рейтинг цінних паперів;
- аналіз ризиків і стратегія їх зниження;
- оподаткування.

У прикінцевих положеннях підбивають загальний підсумок, дають висновки, пропозиції та рекомендації. Відповідно до меморандуму банк може надавати такі послуги: дослідження інвестиційної привабливості регіонів, галузей, підприємств України; проектне фінансування; операції з поглинання та злиття підприємств; маркетингові дослідження ринку; інвестиційний консалтинг; послуги з підготовки проспекту емісії, андеррайтинг. Підписання меморандуму з банком формально дає змогу отримати кредит цього банку в майбутньому.

Узагальнюючи результати досліджень діяльності суб'єктів на ринку цінних паперів Тернопільщини, можна зробити такі висновки:

- у розвитку ринку цінних паперів області простежується тенденція до розвитку і стабілізації, поживається процес формування реальних власників пакетів акцій, зростає кількість акціонерних товариств, які знерухомлюють цінні папери або здійснюють випуск у бездокументарній формі, за рахунок чого активізується діяльність технічних учасників ринку цінних паперів;

- в інфраструктурі фінансового посередництва Тернопільської області зростає кількість зберігачів, що пояснюється зростанням активності на ринку фізичних осіб та збільшенням частки емісій у бездокументарній формі. Процеси концентрації капіталу з формуванням реальних власників неминуче приведуть до потреби зростання послуг зберігача у регіоні. Свідченням є зростання зацікавленості банків у наданні послуг зберігача в інших регіонах Заходу країни;

- найстабільнішою і тривалою на ринку цінних паперів Тернопільської області є діяльність реєстраторів власників іменних цінних паперів, кількість яких дещо зменшилася за останній рік. Разом із тим Тернопільщина характерна високою концентрацією реєстраторів на одного емітента цінних паперів, що

позитивно впливає на надійність та привабливість реєстраторського сегмента. В області нема емітентів, які ведуть реєстри власників іменних цінних паперів самостійно, що теж свідчить про високий ступінь довіри до здійснення реєстраторських послуг професійними учасниками регіону.

Разом із тим необхідно зазначити неможливість глибинного аналізу діяльності учасників регіонального ринку цінних паперів через відсутність узагальнених статистичних даних стосовно діяльності всіх елементів ринку. Наше дослідження, базоване в основному на звітності ДКЦПФР та її територіальних управлінь, дало змогу оцінити лише динаміку формування інфраструктури фондового ринку регіону й окремі показники діяльності торговців і реєстраторів. Тому вважаємо, що надалі зусилля учасників ринку цінних паперів, місцевої влади та відповідних державних установ мають бути спрямовані на підвищення інформаційної прозорості та розроблення форми звітності, без чого неможливе підвищення ефективності функціонування ринку цінних паперів та його учасників у цілому і, зокрема, банків як учасників [161].

Висновки до розділу 2

Проаналізувавши сучасний стан діяльності на ринку корпоративних цінних паперів в Україні банків як емітентів, інвесторів та інфраструктурних посередників і торговців, зробимо такі висновки:

1. Банкам як посередникам на ринку корпоративних цінних паперів доступні всі ланки інфраструктурної сфери діяльності: від реєстратора до зберігача, а також банки проникають до традиційно виняткової сфери діяльності – до організаторів торгів та депозитаріїв. Таку активність фінансово-кредитних установ оцінюємо позитивно, разом із тим є потенціал банків при отриманні інформації про клієнтів, тобто ринкової інформації, що може бути використана для отримання прибутків. Отже, є можливість залучення значних інвестицій на ринку корпоративних облігацій через здійснення механізму

андеррайтингу [110; 111] та перспективи розвитку механізму довірчого управління в українських умовах.

2. Вважаємо перспективною для банків діяльність маркет-мейкерів, позаяк таким чином вони можуть, формуючи ціну, підтримувати стабільність ринку; а банки як основні учасники ринку в цьому зацікавлені.

3. Оскільки більшість вітчизняних банків стикаються з проблемами при розміщенні власних акцій, а ідеальної, прийнятної для всіх тактики нема, особливого значення набувають попереднє обґрунтування випуску цінних паперів та попередні маркетингові дослідження ринку. Разом із тим, значення діяльності банків України з випуску цінних паперів неправильно обмежувати завданням формування та збільшення банківського капіталу. Важливим позитивним результатом емісії є збільшення пропозиції на ринку; тим самим банки сприяють становленню в Україні важливої складової фінансового ринку – ринку цінних паперів.

4. При побудові алгоритму емісії пропонуємо дотримуватися таких основних етапів: аналіз та оцінка можливостей здійснення емісії, розроблення її програми, здійснення заходів при розміщенні емісії та цінних паперів. Такий механізм надасть емітентові можливість вибору найкращих параметрів фінансового інструменту і допоможе спрогнозувати темпи розміщення емітованих цінних паперів.

5. Потенціал банків як емітентів облігацій в Україні обмежила держава, і зняття обмежень або їх пом'якшення дозволить банкам збільшувати ресурси. Це сприятиме розвитку ринку корпоративних облігацій. Нині емісії банківських облігацій нема, ринок корпоративних облігацій стає непривабливим для емісії у зв'язку з підвищенням вартості залучення позичкового капіталу, зростанням кількості дефолтів.

6. Дослідивши діяльність банків на ринку цінних паперів Тернопільської області, можна зробити висновок, що пасивність банків у даному напрямку пов'язана, насамперед, із невідповідністю витрат на посередницьку діяльність із її дохідністю, а також із загальною кризою на українському ринку цінних

паперів і жорсткими вимогами щодо діяльності професійних учасників, що не залежать від умов їх роботи.

7. При аналізі діяльності банків на регіональному ринку цінних паперів виявлено тенденцію до централізації. Причина кризи регіональних професійних учасників полягає у невідповідності формального статусу та реального місця, котре займають банки як регіональні професійні учасники ринку корпоративних цінних паперів. Для активізації залучення банків до діяльності на ринку цінних паперів автор запропонувала конкретні напрямки створення інформаційного середовища регіонального ринку цінних паперів.

Основні результати дослідження, отримані в Розділі 2, автор опублікувала у наукових працях: [94; 110; 111; 126; 140; 154; 161].

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМКИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Нормативно-правові та регуляторні передумови розширення операцій банків із цінними паперами

Розвиток системи регулювання – важлива передумова активізації діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів. Правові відносини, що виникають на цьому ринку, є особливою групою відносин і мають визначену специфіку. В правових нормах, що регулюють професійну діяльність банків на ринку цінних паперів, трапляються кілька термінів, що за змістом належать до і юридичних, і економічних. Оскільки такі поняття використовують у законодавстві, вони, на нашу думку, повинні мати чіткий правовий зміст. Це стосується категорії «операції з цінними паперами».

Як ми вже з'ясували, предметом операцій на ринку цінних паперів є особливі об'єкти цивільного права – цінні папери, в т. ч. бездокументарні та безготівкові грошові засоби, що нині не мають чіткого правового регулювання.

Переведення цінних паперів у бездокументарну форму стало світовою тенденцією. В Україні нині більшість емісійних цінних паперів випущено у бездокументарній формі. Можна стверджувати, що сучасне законодавство відносить цінні папери до категорії «товару», однак застосування до бездокументарних цінних паперів товарно-правових норм регулювання залишається предметом дискусій.

Наявна депозитрана система має неоднорідну структуру. Депозитарії спеціалізуються за різними напрямками діяльності, однак критеріїв розмежування за напрямками діяльності в законодавстві не визначено. В літературі натрапляємо на спроби умовної класифікації депозитаріїв за різними критеріями.

У міжнародній діяльності широко використовують поняття кастодіального депозитарію. До кастодіальних відносять депозитарії, котрі обліковують, як правило, цінні папери кінцевих інвесторів (клієнтів), власників цінних паперів,

а також поєднують депозитарну діяльність із брокерською та дилерською. Банки, здійснюючи депозитарну діяльність як професійні учасники на ринку корпоративних цінних паперів, займають певну нішу на ринку депозитарних послуг і є здебільшого кастодіальними депозитаріями. Найчастіше здійснення банками депозитарної діяльності (як додаткової) обумовлено наданням брокерських та дилерських послуг, а також послуг із довірчого управління.

На нашу думку, депозитарний договір – особливий вид договору, не передбачений Цивільним кодексом, змішаний за характером і такий, який має самостійне правове регулювання. Однією з ознак депозитарної діяльності є зберігання з одночасним обліком прав на цінні папери.

Норми законодавства стосовно депозитарної діяльності містять, на наш погляд, протиріччя: визначення депозитарної діяльності дано в кількох нормативних актах, а також у спеціальній економічній літературі. Вважаємо, що депозитарній діяльності необхідно дати єдине чітке правове визначення, що відображало б її економічний зміст (облік прав, посвідчення прав, послуги з переходу прав і т. д.). Відповідно до Закону «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» юридичні особи, які згідно з цим Законом є учасниками Національної депозитарної системи, здійснюють такі види діяльності: зберігання і 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 [91]. А згідно зі Законом «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» (ст. 4) [162] для здійснення депозитарної діяльності необхідне отримання ліцензії з кожного виду такої діяльності зокрема.

Банки як професійні учасники ринку корпоративних цінних паперів при депозитарній діяльності відкривають клієнтам рахунок депо, а при укладанні з ними договору на комплексне обслуговування на ринку цінних паперів, відповідно до якого банки здійснюють брокерські та депозитарні послуги, крім рахунку депо відкривають особливий рахунок на балансовому рахунку 30601

(засоби клієнтів за брокерськими операціями із цінними паперами та іншими фінансовими активами) [163].

При відкритті, закритті та функціонуванні цих рахунків виникає низка запитань, а саме: як відбувається закриття рахунку; чи потрібно банкам повідомляти податкові органи про відкриття і закриття цих рахунків та інше. Ці практичні запитання виникають тому, що правового регулювання рахунку 30601 практично нема, а спеціальне правове регулювання рахунку депо не містить таких норм.

У законодавстві не прописано загального поняття банківського рахунку. В банківській практиці поряд із поняттям «банківський рахунок», тобто клієнтський, є поняття внутрібанківського рахунку. На наш погляд, рахунок депо – це банківський рахунок, а рахунок 30601 має ознаки і банківського, і внутрібанківського рахунку. На рахунку 30601 обліковують кошти, призначені для купівлі, або кошти, що надійшли від продажу цінних паперів. Грошові кошти клієнта, котрі відображають на рахунку 30601, на розрахунковому рахунку не відображають.

Із зазначеного зробимо висновок, що рахунок депо не є банківським у розумінні глави 72 ЦК України [63]. Рахунок депо має спеціальне правове регулювання, що, однак вирішує не всі практично важливі питання, зокрема про можливість закриття рахунку депо за наявного на ньому залишку, про можливість призупинення операцій щодо нього. Принципова відмінність рахунку депо від банківського рахунку впливає із того факту, що на рахунку депо можна обліковувати цінні папери, в т. ч. документарні, а на банківському рахунку обліковують безготівкові грошові засоби, що мають лише дві характеристики: кількість та вид валюти. Крім того, за рахунком депо можна надавати послуги зі зберігання документарних цінних паперів, сертифікатів цінних паперів. Тому рахунок депо не може бути віднесений до банківських рахунків, регульованих главою 72 ЦК України. Відсутність правового регулювання необхідно передбачити у спеціальному законодавстві про рахунок

депо. Рахунок депо – це клієнтський рахунок, що не підлягає дії норм глави 72 ЦК України [63].

Однією з депозитарних операцій, характерних саме для банків-зберігачів, є застава цінних паперів у депозитарії. Процес застави корпоративних цінних паперів має певні особливості. Такі цінні папери перебувають в обігу шляхом внесення відповідних записів щодо особового рахунку реєстроутримувача або рахунку депо. Відповідно, лише шляхом записів на рахунках відбувається процес застави бездокументарних цінних паперів.

Що стосується довірчого управління, то після видачі ліцензій на здійснення таких операцій банки виявилися готовими до реалізації послуг із довірчого управління. Та, незважаючи на високу прибутковість трастових операцій, банки ще не активно здійснюють таку діяльність. Однією з причин, зазначимо, є недостатня врегульованість законодавством діяльності банків на ринку трастових послуг. Окремі питання довірчого управління на ринку цінних паперів нині регулюються нормативними актами НБУ та ДКЦПФР. Відповідно до статті 1045 глави 70 ЦК України особливості управління цінними паперами встановлюються законом [63]. Є проблеми законодавчого регулювання договору довірчого управління майном, що зафіксовані в ЦК України. Досі не прийнятий Закон України «Про довічне управління майном». Питання діяльності банківських установ щодо виконання ними функції інвестиційних компаній потребує розв'язання в напрямку визначення можливостей участі вітчизняних банків у сфері спільного інвестування через заснування дочірних структур та перспективного створення фондів банківського управління. Фонд банківського управління – кошти та інше майно установників, що об'єднані управителем із метою здійснення довірчого управління без створення юридичної особи [164].

Таке об'єднання має низку переваг: це можливість вести агресивнішу політику на ринку цінних паперів і, як результат, отримувати більший прибуток. Є й інші переваги: паї фонду – ліквідні (їх можна не лише купити чи продати, а й передати у спадок або подарувати); широкі можливості

інвестування у різні класи активів (акції та облігації вітчизняних і зарубіжних корпорацій, похідні фінансові інструменти, сировинні активи та дорогоцінні метали). ФБУ відносять до послуг довірчого управління, які банки надають поряд з іншими послугами. Негативним аспектом є, на наш погляд, те, що у ФБУ функції управління, обліку та зберігання майна виконує банк; таким чином зростають інфраструктурні ризики інвесторів. Однак позитивним здобутком є економія на винагороді та комісійних. Наглядові функції здійснює НБУ. Ліцензійні умови, що висувають до банку, жорсткі, й це служить додатковою гарантією для учасника ФБУ. Діяльність кредитної організації, як і будь-якого професійного учасника ринку цінних паперів, регульована ДКЦПФР. ФБУ створюється на базі кредитної організації і має всі переваги банківської інфраструктури (зберігач, розгалужена мережа філій, банківський аудит та внутрішній контроль), таким чином знижуючи затрати на адміністрування й управління. Щодо інфраструктурних затрат, то ФБУ мають значну маневреність та підстави для їх подальшого зниження з метою підвищення ефективності довірчого управління при загальному зростанні обсягу довірчих коштів.

Серед переваг виділимо: гнучкість, диверсифікацію, надійність, ефективність, прозорість, простоту механізму участі у фонді, відсутність обмежень за обсягами вкладів. ФБУ мають ряд переваг і перед інвестиційними фондами, позаяк перелік об'єктів інвестування ширший (грошові кошти, іноземна валюта, цінні папери, природне та дорогоцінне каміння, дорогоцінні метали, похідні фінансові інструменти). В процесі управління задіяний увесь технічний і технологічний потенціал банку; активами ФБУ управляють на базі розроблених, апробованих стратегій, що банк використовує в процесі управління власними активами.

Саме тому ФБУ вважаємо «розумною» альтернативою банківським депозитам та інвестиційним фондам. Облік за операціями з довірчого управління здійснюють відповідно до Правил бухгалтерського обліку операцій довірчого управління в банках України [165].

Нині брокерська діяльність можлива лише на основі договору; цей договір має бути поворотним і виконуватися за рахунок клієнта від свого імені або від імені клієнта. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] містить перелік договорів, на основі яких може здійснюватися брокерська діяльність. Такими є договір доручення та договір комісії. На практиці банки укладають не договір комісії, а договір на комплексне обслуговування на ринку цінних паперів, котрий охоплює депозитарне та брокерське обслуговування одночасно, оскільки ці операції тісно пов'язані між собою.

Брокерський договір може бути побудований за конструкцією договору доручення, комісії, агентування, мати риси інших договорів, не передбачених ЦК України, бути змішаними, до нього застосовують також норми спеціального законодавства. Але, на наш погляд, визначальними для конструкції брокерського договору нині є норми Цивільного кодексу про договір доручення, комісії або агентування.

На нашу думку, законодавством має бути заборонена одностороння відмова від виконання договору андеррайтингу, оскільки емісія для клієнта має значення не підприємницької угоди, а факту, який спричиняє визначені юридичні наслідки. Фінансові консультації теж виходять за рамки визначення брокерської діяльності. Однак у договорах андеррайтингу надання послуг із фінансових консультацій є цілком логічним.

Що стосується дилерської діяльності, то такі банківські послуги також відносять до посередницьких. Але дилерський договір, що є різновидом договору купівлі-продажу, не належать до посередницьких. На нашу думку, дилерський договір має деякі риси публічного договору, хоча й не є публічним, оскільки у банку нема зобов'язання укладати його зі всіма на рівних умовах, за винятком ціни. Ще одна особливість дилерського договору – те, що його укладають, як правило, в електронному вигляді. Дилерський договір як договір купівлі-продажу не регульований ЦК України як спеціальний договір, але до нього застосовують загальні положення ЦК України про купівлю–продаж. Законодавче визначення дилерської діяльності тільки через конструкцію

договору купівлі–продажу не відображає посередництва дилерської діяльності. Банк здійснює її тільки для наступного перепродажу корпоративних цінних паперів за вищою ціною.

У системі ринку корпоративних цінних паперів переплетені інтереси держави, суб'єктів підприємницької діяльності й населення. Ефективне функціонування ринку можливе за умови державного впливу за допомогою законів, правил і спеціальних органів на діяльність емітентів інвесторів та фінансових посередників [166, с. 134].

За важливого економічного значення професійної діяльності на ринку цінних паперів вона має недостатнє правове регулювання. Це пов'язано з порівняно недавнім виникненням такої діяльності, а також із тим, що в цивільно-правовому регулюванні операцій з цінними паперами та грошовими засобами є деякі прогалини. У правових нормах, що регулюють діяльність банків на ринку цінних паперів, у т. ч. спеціальних, трапляються поняття, котрі не мають достатньо чіткого правового змісту. В законодавстві щодо державного регулювання ринку цінних паперів не розкрито змісту поняття професійної діяльності на ринку цінних паперів [162].

Регулювання є важливим фактором, котрий визначає особливості операцій банків із цінними паперами, оскільки саме форма державного регулювання ринку цінних паперів визначила існування двох моделей фондового ринку (параграф 1.2), які відрізняються часткою участі банків у операціях з цінними паперами.

Відомо дві основні форми регулювання державою ринку цінних паперів:

– ринок цінних паперів регулюють в основному державні органи, і лише невелика частка повноважень із нагляду, контролю, навчання учасників передано так званим саморегулювальним організаціям. Прикладом такої моделі регулювання є Франція;

– максимально можливий обсяг повноважень передано саморегулювальним організаціям, але держава зберігає за собою основні контрольні позиції і в необхідних випадках має широкі можливості втручатись

у систему регулювання та саморегулювання. Значне місце у такій системі контролю займають не жорсткі державні норми, а традиції, прийнята система взаємин між учасниками ринку. Прикладом такої моделі ринку є Велика Британія, але й там останнім часом дещо посилили умови контролю та регулювання [90, с. 260].

На нашу думку, регулювання діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів складається з трьох елементів:

- державного регулювання;
- ринкового регулювання, базованого на основі конкуренції між учасниками ринку цінних паперів;
- саморегулювання.

Державним регулюванням ринку цінних паперів є здійснення державою комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та його похідних й запобігання зловживанням та порушенням у цій сфері [162]. Основним принципом регулювання фондового ринку є першочергова реалізація загальнонаціональних інтересів і забезпечення гарантій та безпеки інвестиційної діяльності в економіці України [27, с. 306].

Концепція державного регулювання ринку цінних паперів кожної країни залежить від історії розвитку її фондового ринку, ступеня централізації управління [166, с. 136].

Більшість країн ЄС створили сукупність спеціалізованих обмежень щодо діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів на основі рекомендацій Базельського комітету (БК). Стандарти БК, прийняті в червні 2004 р., передбачають значні обмеження щодо інвестування банків у цінні папери компаній нефінансового сектору. Відповідно до рекомендацій, на вкладення банків у статутні фонди компаній нефінансового сектору зменшується сума регулятивного капіталу банку. Інвестиції в статутні фонди емітентів нефінансового сектору мають не перевищувати 15% капіталу банків, якщо йдеться про одного емітента, і 60%, якщо мова про сукупну вартість портфеля акцій і паїв компаній нефінансового сектору [167, с. 7–10]. В Україні

більшість рекомендацій БК щодо регулювання банківських операцій із цінними паперами впроваджена з уведенням у дію Інструкції «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» [168] і «Методики розрахунку економічних нормативів регулювання діяльності банків в Україні» [169] ще з 01.01.2002 р.

Відповідно до нормативів НБУ головним обмеженням щодо інвестиційних операцій банків на ринку акцій як акціонерів з істотною часткою участі залишається норматив розрахунку регулятивного капіталу Н1. Так, згідно з п. 1.7 розділу 2 Інструкції «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» [168] для визначення регулятивного капіталу загальний розмір капіталу 1-го та 2-го рівнів додатково зменшується на:

– балансову вартість акцій та інших цінних паперів із нефіксованим прибутком, що випустили банки, у торговому портфелі банку й у портфелі банку на продаж (зменшену на суму фактично сформованого резерву за пайовими цінними паперами у портфелі банку на продаж, які обліковують за собівартістю);

– суму вкладень у капітал асоційованих та дочірних установ, а також вкладень у капітал інших установ у розмірі 10 і більше відсотків їх статутного капіталу (зменшену на суму фактично сформованого резерву за цими вкладеннями). Таким чином, нормативи Н1, Н11 та Н12 створюють національну систему нормативів, які обмежують інвестиційну діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів. Зауважимо, що Н1 бере участь у розрахунку таких нормативів:

Н2 – норматив адекватності регулятивного капіталу;

Н7 – норматив максимального розміру кредитного ризику на одного контрагента;

Н8 – норматив великих кредитних ризиків;

Н9 – норматив максимального розміру кредитів, гарантій та поручительств, наданих одному інсайдерові;

Н10 – норматив максимального сукупного розміру кредитів, гарантій та поручительств, наданих інсайдерам.

Тому коригування Н1 на вкладення банків, що передбачають істотну частку участі, є дієвішим, ніж коригування інвестування. Та протиріччя між стимулами, що утворюють Н1, Н11, Н12, залишаються, оскільки Н11 та Н12 стимулюють вкладення банків у асоційовані та дочірні компанії, а Н1 – навпаки.

Тому вважаємо, що для уникнення таких протиріч у Інструкції НБУ «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» та зміни її відповідно до рекомендацій БК при розрахунку Н11 та Н12 у знаменнику варто враховувати лише регулятивний капітал, тобто Н1. Це робить жорсткішими нормативи Н11 та Н12. При розрахунку цих нормативів НБУ дозволяв не враховувати істотну участь в інших банках, акції (паї) яких було куплено для створення страхових груп. Але при розрахунку Н1 із регулятивного капіталу виводились вкладення і в компанії фінансового та нефінансового секторів. Це суперечить рекомендаціям БК і робить легальне функціонування фінансових груп неможливим. Тому при розрахунку Н1 пропонуємо не коригувати регулятивний капітал на вкладення банку в компанії нефінансового сектору, а вкладення банків у асоційовані та дочірні компанії розподіляти на вкладення в компанії фінансового та нефінансового секторів.

Зауважимо, що зміна регуляторного впливу відповідно до рекомендацій БК не є обов'язковим, це – лише наслідок інтеграційних прагнень України. Саме тому після зміни національної системи регулювання відповідно до базельських стандартів необхідно проводити роботу з удосконалення правового поля, яке зробить упровадження цих стандартів можливим.

На нашу думку, період фінансової кризи є найсприятливішим для поліпшення законодавчої бази з метою вирішення дискусійних питань на ринку цінних паперів. Важливою подією у діяльності фондового ринку було прийняття 17 вересня 2008 р. Закону України «Про акціонерні товариства» [93], що має сприяти встановленню чітких юридичних правил функціонування ринку і збалансувати відносини між всіма учасниками системи корпоративного управління.

Окремі автори [170] вважають, що, з одного боку, Закон усуває окремі законодавчі прогалини на ринку цінних паперів, а з іншого – створює для його учасників низку проблем, які полягають у виникненні ситуації одночасної дії двох законів. Така правова колізія виникає тому, що акціонерні товариства мають змінити свою діяльність відповідно до вимог Закону впродовж двох років із дня набрання ним чинності, а норми статей 1–49 Закону України «Про акціонерні товариства», якими акціонерні товариства керуються у своїй діяльності, втратять чинність через два роки з дня набрання чинності цим Законом. Відсутність чіткості щодо використання однієї з двох правових площин протягом двох років та визначення правового поля, яким мають керуватися суди за одночасної дії двох законів, залишаються однією з найважливіших проблем.

У більшості розвинутих країн, як і в Україні, прийняті визначені змішані моделі регулювання ринку цінних паперів, і регулювання здійснюють найчастіше самостійні органи типу комісій із цінних паперів, рідше регулювання забезпечують Міністерство фінансів або центральний банк та його органи. В Україні система регулювання ринку цінних паперів ґрунтована фактично на поєднанні саморегулювання та державного регулювання, але пріоритет належить державі. Потреба у посиленні державного регулювання того чи іншого ринку (насамперед ринку цінних паперів) виникає, як правило, під час економічних криз.

Одним із найважливіших прийомів, що гарантують контроль на ринку цінних паперів, є забезпечення інформаційної прозорості, чого досягають розширенням обсягу публікацій, що підлягають обов'язковому розкриттю учасниками ринку. Передбачають, як правило, широку публікацію великого обсягу економічної інформації; розмежування інформації, що належить до комерційної таємниці і яка до неї не належить; створення загальноновизнаної системи показників стану ринку цінних паперів і т. д. [90, с. 260].

Розроблені та прийняті державними органами правила, критерії і стандарти є обов'язковими для всіх учасників ринку цінних паперів. Порушення норм із

боку одних учасників ринку цінних паперів порушує права інших, тому всі мають бути зацікавлені у створенні дієвої системи законодавчого регулювання ринку цінних паперів.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] практично не йдеться про роль та функції НБУ на ринку цінних паперів. Цим документом передбачено лише взаємодію ДКЦПФР та НБУ з окремих питань. Відповідно до статті 4 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [65] Національний банк України є органом банківського регулювання і банківського нагляду. Стосовно регулювання НБУ професійної діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів закон не передбачає певних спеціальних норм. Однак слід зауважити, що НБУ встановлює обов'язкові економічні нормативи, правила переоцінки вкладень у цінні папери і створення резервів під різні види ризику за операціями з цінними паперами, встановлює вимоги стосовно організаційної структури банку при здійсненні операцій із цінними паперами, що має безпосередньо дотичне до професійної діяльності. Однак стосовно регулювання професійної діяльності на ринку цінних паперів нормотворчі функції виконує ДКЦПФР.

Як у Законі «Про цінні папери та фондовий ринок» [19], так і в Законі «Про банки і банківську діяльність» [65] нема чіткої дефініції повноважень НБУ стосовно діяльності банків як професійних учасників ринку корпоративних цінних паперів. У Законі «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] визначено права та функції ДКЦПФР стосовно професійної діяльності всіх учасників ринку цінних паперів, не виділяючи банки зокрема.

Із аналізу повноважень ДКЦПФР та НБУ можемо зробити висновок, що окремі питання регулювання або мають подвійне підпорядкування, або штучно розподілені. Так, ліцензування банків за операціями з довірчого управління цінними паперами здійснює як ДКЦПФР так і НБУ. Державну реєстрацію емісії для всіх акціонерних товариств здійснює ДКЦПФР, а реєстрацію емісії цінних паперів кредитними організаціями – НБУ. Є перетин у нормотворчій діяльності й при здійсненні наглядових функцій. При цьому діяльність із

регулювання фондового ринку України спрямована на захист прав інвесторів, а банківський нагляд має на меті захист прав вкладників, тобто мета регулювання різна.

Попри державне регулювання на ринку цінних паперів є ще таке явище, як саморегулювання, котре здійснюють через діяльність саморегулювальних організацій професійних учасників ринку цінних паперів. Об'єднання професійних учасників фондового ринку набуває статусу саморегулювальної організації з дня його реєстрації ДКЦПФР. Порядок та умови реєстрації саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку й анулювання реєстрації встановлює ДКЦПФР.

Показово, що історично першим виникло саморегулювання, яке здійснювали фондовими біржами, а державне регулювання виникло значно пізніше – наприкінці XIX – напочатку XX ст. Як чітка дійова система, державне регулювання виникло у США в 1930-ті роки, а у більшості країн – фактично після Другої світової війни.

Взагалі, ідея саморегулювання у тому обсязі, в якому вона є, виникла у Великобританії. Тепер, після майже 18-ти років функціонування даної систем, Великобританія від неї відмовилася. Це пов'язано з тим, що в кінцевому результаті й інвестори, і професійні учасники ринку прийшли до висновку, що саморегулювальні організації не спроможні забезпечити захист прав інвесторів, та, відповідно, виконувати свою основну функцію, для чого вони, власне, й були створені. І це серйозна проблема, тому що саморегулювальні організації поступово перетворюються на лобіюючі профспілки, котрі діють проти інтересів інвестора, захищаючи визначену групу професійних учасників.

На нашу думку, ця проблема є у нас. Саморегулювання на ринку цінних паперів має право на існування і повинно існувати саме у тій частині, в якій служить механізмом, котрий забезпечує захист інтересів інвесторів через вищі вимоги до членів саморегулювальної організації; і, тим самим, саморегулювання має підвищувати репутацію своїх членів на ринку.

Разом із тим, ми переконані, що державне регулювання не повинно витіснити саморегулювання. Саме тепер у всьому світі ситуація змінилася. З кінця ХХ – початку ХХІ століття змінилася концепція регулювання. Вона перейшла до жорсткішого регулювання учасників, що забезпечує більший захист прав інвесторів. І кожен регулятор, у т. ч. ДКЦПФР, окерслює за мету не лобіювання інтересів прав учасників ринку, а тільки роботу щодо захисту прав інвесторів [171].

Ефективний фондовий ринок може існувати, опираючись саме на такі принципи. Варто зазначити, що ДКЦПФР, як і будь-який інший регулятор, підтримує ідею саморегулювання як організацію, котра забезпечує вищі та жорсткіші стандарти нагляду за своїми учасниками. Що стосується кількості саморегулювальних організацій, то є певна правова колізія. В пункті 1 ст. 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [19] зафіксована норма, щодо якої протягом тривалого часу точилися запеклі дискусії: з кожного виду професійної діяльності функціонуватиме лише одна саморегулювальна організація. Такий підхід вважаємо логічним; зокрема, так недавно вже було в Росії, є напрацьований досвід, у т. ч. негативний. Але виникає питання: а якщо жодне професійне об'єднання не зможе об'єднати більше 50 відсотків професійних учасників фондового ринку, то чи значить це, що зі згаданого виду діяльності в Україні саморегулювальна організація взагалі не існуватиме?

Ще одна нечіткість: пунктом 2 ст. 16 (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок») встановлено, що на фондовому ринку здійснюють 4 види професійної діяльності, а ліцензованих видів діяльності (Прикінцеві положення Закону «Про цінні папери та фондовий ринок») налічується 11 [19]. Якщо за основу брати наявність ліцензії, то саморегулювальних організацій має бути не менше одинадцяти. Якщо ж, наприклад, наявність ліцензії є несуттєвою ознакою, – то не більше чотирьох. На нашу думку, такі деталі мають бути зафіксовані в законодавстві [171].

«В Україні де-факто немає жодної саморегулювальної організації» [172], позаяк такі організації не наділені функціями контролю та не здійснюють ефективного

контролю своїх учасників. Із одного боку, СРО фінансуються за рахунок тільки членських внесків учасників ринку. Тому припустити, що ці учасники платитимуть гроші за додатковий контроль над ними, за те, що їх додатково карають, і одержуватимуть від цього задоволення – необачно. У більшості випадків (за дуже рідкісним винятком) реакція на такі відносини негативна.

Із іншого боку, держава (у даному випадку – в особі ДКЦПФР) ставиться до СРО як до опонента, тобто представника ринку – лобіста відповідного бізнесу. З цього приводу була думка регулятора, що такі відносини – на користь ринку, і він від них тільки виграє. Ініціатором повноцінного саморегулювання в Україні має стати держава.

У цьому контексті нині є проект і чинне положення ДКЦПФР, де СРО передані певні регуляторні функції. Але спробу передати ці функції більше, ніж одній організації розцінюємо як існування двох ДКЦПФР. Тому, щоб створювати діючі СРО, треба дотриматися таких принципів:

- ініціатива держави;

- одна СРО за певним видом діяльності (за станом на 25.02.2010 р. реєстр саморегулювальних організацій професійних учасників ринку цінних паперів охоплює три саморегулювальні організації: асоціацію «Українські фондові торговці» (діяльність із торгівлі цінними паперами), Українську асоціацію інвестиційного бізнесу (діяльність із управління активами інституційних інвесторів), Професійну асоціацію реєстраторів та депозитаріїв (депозитарна діяльність) [60], з організації торгівлі на фондовому ринку саморегулювальна організація на даний час не зареєстрована);

- зміна системи управління СРО – за участю державних органів в управлінні.

Проблему варто було б не обмежувати рамками фондового ринку, а продумати роль СРО в всіх галузях (секторах) національного фінансового ринку, залучити широке коло осіб до обговорення проблеми, а конструктивні рішення, отримані в ході обговорень, відобразити у ретельнішій редакції Стратегії розвитку фінансового сектору до 2015 року.

Державне регулювання має бути оптимізоване за рахунок розширення можливостей саморегулювання шляхом скорочення кількості саморегулювальних організацій. Необхідно підвищити вимоги щодо ліцензування професійних учасників фондового ринку, посилити контроль над виконанням ними регулятивних вимог. Також потрібно налагоджувати зв'язки ДКЦПФР з міжнародними регулятивними органами на ринках капіталів для попередження махінацій на фондовому ринку України.

У деяких країнах контроль за фінансовими інститутами централізований. Дискусія про єдність регулювання і нагляду дала основу для обговорення можливості створення так званого мегарегулятора, тобто державного органу, який здійснює регулювання і нагляд за всім фінансовим ринком, компетенція якого поширювалася б не лише на ринок цінних паперів, а й на банківський сегмент фінансового ринку. Цей орган, який діятиме у взаємозв'язку зі саморегулювальними організаціями, може бути в перспективі визначений як мегарегулятор фінансового ринку, як управлінська ланка організаційно-економічного механізму регулювання, що підвищить її ефективність, вивільнить внутрішні можливості розвитку фінансового ринку та його інститутів. Окрім того, створить регулятивне середовище, звичне для іноземних інвесторів, що особливо важливо в умовах глобалізації економіки, однією з причин і одночасно наслідків якої є формування світового фінансового ринку [171]. Наприклад, англійська Financial Service Authority – це мегарегулятор, який стежить і за біржею, і за банками, і за фондами, і за страховими компаніями [173]. Шляхом створення єдиного органу, який регулює весь фінансовий ринок, пішли Велика Британія, Японія, Корея, Ісландія, Німеччина, Люксембург, Австралія, Угорщина, Франція. На теренах колишнього СРСР мегарегулятор діє з 2004 р. в Казахстані (Агентство з регулювання і нагляду фінансового ринку і фінансових організацій) і в Росії (Федеральна служба з фінансових ринків). Загалом таку модель використовують у майже 50 країнах. Але все-таки, доцільно відзначити, що це – шлях далеко не безспірний.

Згадані зміни спричинили, деякою мірою, певні негативні наслідки: втрачено компетентність, позаяк зміни призвели до втрати напрацьованого роками досвіду та зниження компетентності працівників, до суттєвих змін системи регулювання і відносин учасників ринку.

Очевидно, що найменш «болісно» єдиний регулятор створюється у тих країнах, де ринки невеликі – це, насамперед, країни Східної Європи. Стосовно цього консервативної позиції дотримуються США. Зокрема, у цій країні, де реформу регулювання (Закон про модернізацію фінансового законодавства, прийнятий у другій половині 1999 р.) прийнято пізніше, ніж у Великій Британії, не наслідували її приклад, а зберегли кілька органів управління фінансовими ринками і пішли шляхом розвитку принципу функціонального регулювання. Згаданий Закон підпорядкував кредитні організації США, що діяли на ринку цінних паперів, ліцензуванню і контролю з боку SEC. Створення єдиного органу регулювання фінансовими ринками є найрадикальнішим варіантом реформи системи регулювання і нагляду на фінансовому ринку. При прийнятті рішення про створення мегарегулятора слід враховувати ступінь сучасності такого рішення.

США показують приклад того, що високорозвинутий фінансовий ринок перебуває під ефективним наглядом кількох органів. Вони і деякі інші країни принципово відмовилися від ідеї створення єдиного регулятора.

Що стосується України, то наразі в період кризи ідея створення мегарегулятора стає дуже актуальною, враховуючи жорстку критику дій НБУ стосовно наглядових функцій. Її жваво обговорюють на сторінках економічних видань. Цю ідею підтримує ДКЦПФР [174]. На думку НБУ, тут є конфлікт інтересів у здійсненні грошової політики та наглядових функцій, спрямованих на забезпечення стабільності банківської системи [175]. На нашу думку, ринок цінних паперів України нині ще не готовий до переходу до єдиного мегарегулятора, як, наприклад, російський. Виведення банківського нагляду сьогодні послабить контроль учасників на кілька років, що в період кризи є небажаним. Багатофункціональність мегарегулятора може послабити його

позиції у кожній конкретній сфері регулювання. Хоча ідея виведення банківського нагляду із НБУ набуває дедалі більшої публічної підтримки.

Вважаємо, що стосовно побудови органів державного управління організації регулювання правильним є функціональний підхід. Поняття «регулювання» потрактовано у законодавчих актах широко, поєднуючи такі несумісні, на нашу думку, функції, як розроблення нормативно-правових актів і нагляд (дод. Ц). Це призводить до того, що один і той самий орган розробляє нормативно-правові акти і контролює їх виконання. Дотримуємося тієї точки зору, що потрібно розділити ці функції між різними органами управління. За розроблення нормативно-правових актів, у т. ч. з питань банківської діяльності на ринку корпоративних цінних паперів, має відповідати один орган, а за регулювання, що складається з трьох основних функцій: ліцензування, пруденційний нагляд і застосування заходів впливу, інший – Державна комісія з регулювання та нагляду фінансових ринків. На нашу думку, з точки зору бізнесу нема значення, який орган регулює діяльність учасників на ринку корпоративних цінних паперів. Тут головне для регулятора – забезпечувати прозорість та створювати сприятливі умови для розвитку і функціонування ринку, як це передбачено законом.

Ситуація, що склалася на ринку цінних паперів України, в цілому відповідає рівневі його розвитку і ще не вичерпала свого потенціалу. Вважаємо, що нагляд на українському фондовому ринку доцільно розвивати шляхом концентрації уваги кожним із регуляторів на виконанні завдань, окреслених перед ними, і вдосконаленні взаємодії між ними. Для ДКЦПФР це означає, що вона може сконцентруватися на своїй головній меті – захисті інтересів інвесторів. Саме таку мету визначили для Комісії закон та Уряд [171].

Із урахуванням специфіки фондового ринку, що полягає у швидкій зміні ситуації та може загрожувати стабільності економіки, виникає необхідність розширення повноважень регулятора щодо прийняття ним рішень шляхом коригування відповідних нормативних актів та інших адекватних дій.

Беручи до уваги викладене, можна дійти висновку про необхідність реалізації низки ініціатив ДКЦПФР, спрямованих на стабілізацію ситуації на фондовому ринку України та посилення державного впливу на його функціонування, зокрема: невідкладно прийняти наступні Закони України:

«Про внесення змін до деяких законів України щодо укладання договорів купівлі–продажу цінних паперів на фондових біржах»;

«Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо протидії протиправному поглинанню і захопленню підприємств»;

«Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо відповідальності за правопорушення на ринку цінних паперів»;

«Про внесення змін до деяких законів України щодо підвищення вимог до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку».

Окремо необхідно зупинитися на створенні надійної та прозорої системи обліку прав власності на цінні папери. Це особливо важливо, з урахуванням прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» [176].

Нині депозитарна система України не спроможна забезпечити високоякісне обслуговування зростаючого обсягу операцій із цінними паперами. Зокрема, потребує розв'язання проблема наявності двох технологічно різних систем та підходів обліку прав власності на цінні папери та, відповідно, неузгодженості діяльності зберігача цінних паперів і реєстраторів власників іменних цінних паперів.

Недосконале законодавство не дає змоги завершити побудову розвиненої та прозорої централізованої депозитарної системи України, спроможної забезпечити обслуговування операцій із цінними паперами, уніфікацію діяльності учасників депозитарної системи України і взаємодію між ними, розвиток окремих видів професійної діяльності на ринку цінних паперів, неможливість інтегрування депозитарної системи України в світові депозитарні системи тощо.

Із огляду на зазначене Верховній Раді України доцільно прийняти Закон України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» (проект

zareestrowano pid nomerom 3021 vid 28.07.2008 r.), yakim mas buti prevedbacheno virishennya nastupnih problemnih pitannyh depozitarної системи України:

– pozbutysya tehnologіchnої neuzgodzhenoї sistem obliku prav vlasnosti na цінні папери, пов'язаної з наявністю документарних та бездокументарних цінних паперів – переходом до тільки електронної форми існування іменних цінних паперів, а отже, до єдиної системи депозитарного обліку прав власності на цінні папери;

– prevedbachiti чіткі норми щодо порядку та принципів створення і функціонування Центрального депозитарію цінних паперів, а також його функціонування. Уніфікація діяльності зберігачів та реєстраторів цінних паперів із обов'язковою умовою їх технологічної консолідації з Центральним депозитарієм.

Rozglyanuvshi problemi ta perspektivi rozvittku vітчизняного фінансового ринку в умовах глобалізації інвестиційних процесів, відзначимо наступне: сучасний етап становлення фінансового ринку України характерний нарощенням його потенціалу, збільшенням капіталізації, активною інтеграцією зі світовими ринками та зростаючою увагою з боку іноземного капіталу. Разом із тим вітчизняний фінансовий ринок поки що недостатньо ефективно виконує свою головну функцію – накопичення інвестиційних ресурсів та фінансування національної економіки. Одним із головних чинників цього є те, що система державного регулювання, нагляду і правозастосування не відповідає міжнародним стандартам та не враховує потреби й можливості вітчизняного бізнесу та приватних інвесторів.

Dlya rozv'язannya цїєї та інших проблем proponуємо vжити низку заходів, серед яких:

– rozroblennya ta pryyinyattya dlya vprovadzhennya na urядovomu рівні Концепції фінансової безпеки України і Національної стратегії розвитку фінансового ринку, prevedbachivshi в цих документах, зокрема, визначення ключових інтересів, пріоритетних цілей та основних механізмів їх забезпечення; інтегрований та системний підходи до державного регулювання

всіх складових фінансового ринку з максимальним урахуванням світового досвіду та вітчизняних реалій;

– удосконалення законодавчої бази діяльності фінансових установ, що передбачає якнайшвидше прийняття законів «Про довірче управління фінансовими активами», «Про систему рейтингування», «Про строкові фінансові інструменти»;

– підвищення конкурентоспроможності національних фінансових інститутів, що потребує впровадження негайних та ефективних заходів щодо підвищення капіталізації банківських та небанківських кредитних установ, страхових компаній та інститутів спільного інвестування, підвищення ліквідності, капіталізації і прозорості ринку цінних паперів, удосконалення біржової та депозитарно-клірингової інфраструктури; зміну діяльності страхових та інших фінансових компаній відповідно до стандартів ЄС;

– активізація інвестиційної діяльності на фінансовому ринку, що потребує вдосконалення правової бази професійної діяльності з управління активами банківських установ; лібералізації валютного регулювання і спрощення процедур відкриття інвестиційних (брокерських) та інших видів грошових рахунків; удосконалення процедури реєстрації випусків та механізмів погашення боргових цінних паперів; подолання монополізму в сфері обов'язкового рейтингування, перехід до тільки добровільного порядку визначення рейтингових оцінок фінансових інструментів та суб'єктів господарювання;

– забезпечення транспарентності фінансових інститутів і захисту прав інвесторів та клієнтів фінансових установ, що передбачає:

1) впровадження системи пруденційного нагляду за діяльністю всіх фінансових установ, перехід від практики оцінки ризиків у діяльності окремих професійних учасників до системи моніторингу ринку в цілому;

2) удосконалення корпоративного законодавства і впровадження міжнародно визнаних принципів корпоративного управління;

3) законодавче забезпечення процедури відкриття всіма фінансовими установами, насамперед банківськими, відомостей про власників-бенефіціарів, при цьому необхідно передбачити сувору відповідальність за приховування таких даних;

4) стимулювання емісійної діяльності акціонерних товариств, виведення їх акцій на організований фондовий ринок для встановлення реальної вартості компаній та їхніх цінних паперів;

5) врегулювання правових питань захисту прав акціонерів у процесах злиття і поглинання, а також при реорганізації компаній [177].

Ми впевнені, що невідкладне здійснення цих та інших заходів дасть змогу зменшити негативні наслідки фінансової кризи на фондовому ринку України й активізувати діяльність банків на ньому.

3.2. Оптимізація банківських ризиків при операціях із корпоративними цінними паперами

Проблема взаємодії банків із ринком цінних паперів має два аспекти: крім аспекту інфраструктури ринку цінних паперів та місця банків у ній (форми участі банків, регулювання їх діяльності з боку ДКЦПФР і НБУ), є аспект стійкості банківської системи (вплив операцій із цінними паперами на забезпечення ліквідності та дохідності банків, а також на рівень ризиків банківської системи).

Доцільно зазначити, що ринок цінних паперів вважають не лише найскладнішим, а й найризикованішим сектором фінансового ринку [178, с. 171]. До того ж, ризик операцій із цінними паперами – це складний ризик, оскільки в ньому проявляється весь комплекс фінансових ризиків.

Наголосимо, що усій діяльності на ринку цінних паперів притаманні ризики. Будь-які рішення та операції на цьому ринку означають, що його учасник (емітент, інвестор, посередник) приймає певну величину ризиків. Очікування втрат, співмірність вимірювання їх ймовірності з прогнозованою вигодою становлять основу мислення та несвідомих реакцій учасників, які

діють на ринку цінних паперів. При цьому важливим є розуміння змісту фінансових ризиків, уміння розрізняти їх види, оцінювати величини конкретних ризиків, усвідомлення ступеня ризикованості українського ринку цінних паперів стосовно світового.

Банківська діяльність, особливо діяльність на ринку корпоративних цінних паперів, характерна вищою ризикованістю, оскільки банк ризикує не тільки своїми, а й залученими коштами. Щоб професійно управляти ризиками, банк має знати, з якими ризиками пов'язана його діяльність; для того потрібно їх класифікувати. За сферами виникнення та можливостями управління банківські ризики на ринку корпоративних цінних паперів поділяють на зовнішні та внутрішні (рис. 3.1).

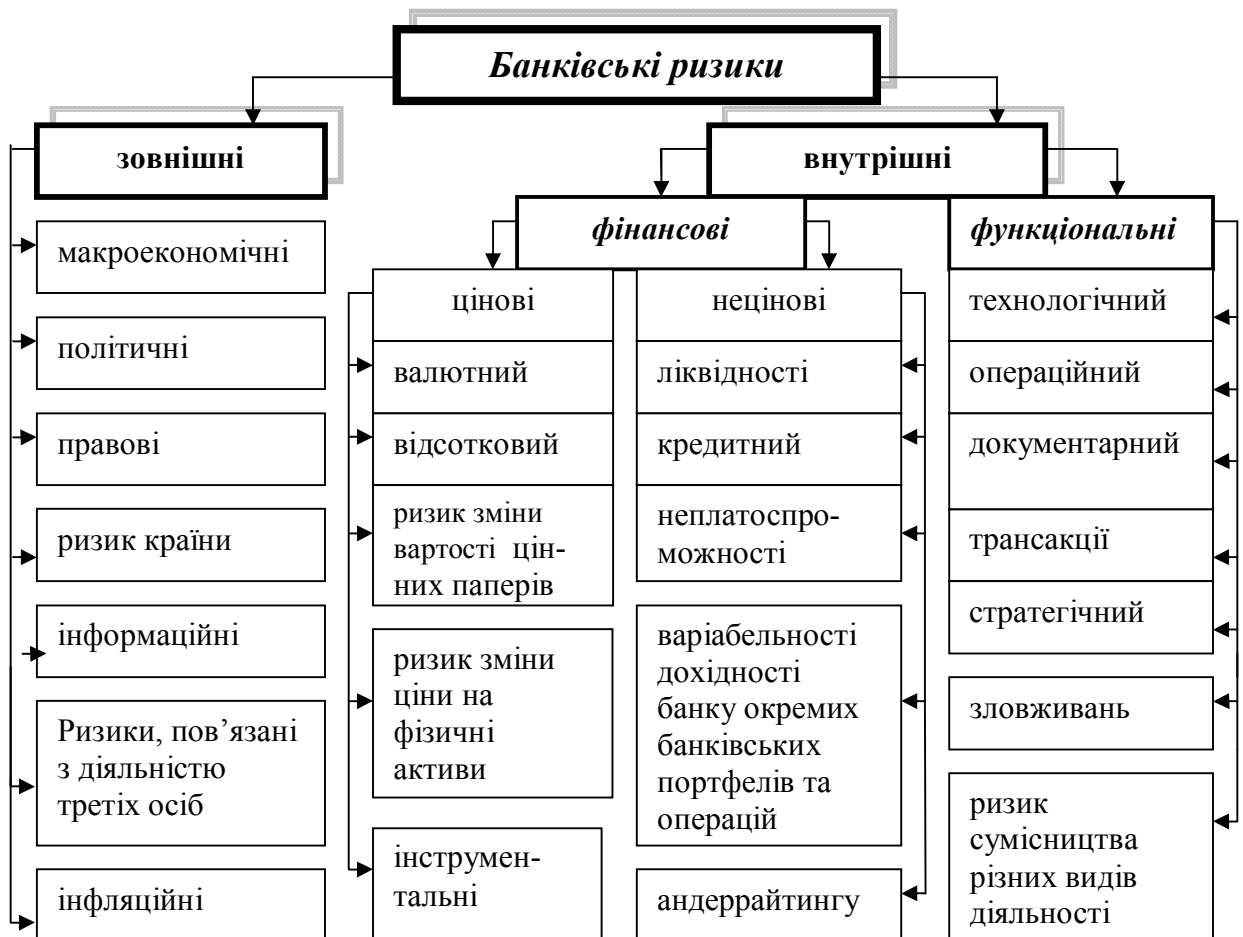


Рис. 3.1. Класифікація банківських ризиків¹

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [179]

До зовнішніх належать ризики, що не залежать безпосередньо від банківської діяльності. Їх вплив на результативність банку винятково високий, і

управління цими ризиками надто складне, а іноді й неможливе. Для їх оцінювання застосовують переважно логічні методи аналізу.

До внутрішніх належать ризики, що виникають безпосередньо у зв'язку з діяльністю конкретного банку. Чим ширше коло клієнтів, операцій, партнерів, послуг банку, тим більше внутрішніх ризиків супроводжує його роботу. Порівняно зі зовнішніми внутрішні ризики краще піддаються ідентифікації і квантифікації.

Відповідно до рисунка 3.1, внутрішні ризики за сферою виникнення поділяють на фінансові та функціональні.

Фінансові ризики – це ризики зниження доходності прямих фінансових втрат чи упущеної вигоди, що виникає при здійсненні операцій у зв'язку з високим ступенем невизначеності їх результатів, із впливом на них безлічі випадкових чинників, можливою неефективністю виробництва, розподільчих систем чи фінансового менеджменту (в т. ч. від операцій на ринку корпоративних цінних паперів). Фінансові ризики становлять найчисельнішу групу банківських ризиків. Ці ризики пов'язані з прийняттям фінансових рішень, зокрема в портфельному інвестуванні.

Розглянемо деякі ідентифіковані ризики, з котрими стикаються банки як учасники ринку при здійсненні операцій на ринку корпоративних цінних паперів. Фінансові ризики розподілимо на цінові та нецінові. До першої групи належать (табл. 3.2):

Таблиця 3.2

Характеристика внутрішніх цінових ризиків¹

Класифікація	Характеристика
<i>Валютний</i>	Є небезпекою валютних втрат, пов'язаних із зміною курсу однієї іноземної валюти стосовно іншої, в т. ч. національної валюти при і валютних операціях
<i>Відсотковий</i>	Імовірність фінансових втрат у зв'язку зі зміною відсоткових ставок на ринку протягом певного періоду в майбутньому
<i>Ризик зміни вартості цінних паперів</i>	Імовірність фінансових втрат у зв'язку зі зміною ринкової вартості цінних паперів чи інших інструментів фондового ринку
<i>Ризик зміни ціни на фізичні активи (базисний ризик)</i>	Визначається ймовірністю структурних зрушень у відсоткових ставках. Зумовлений виникненням асиметрії в динаміці окремих ставок (порівняльна характеристика)
<i>Інструментальний</i>	Визначається класом фінансових інструментів. Порівняно з облігаціями та інструментами грошового ринку акції є ризикованішим інструментом

¹Примітка. Побудувала автор

Значне місце серед фінансових ризиків займає група нецінових ризиків, характеристику яких подано в таблиці 3.3.

Таблиця 3.3

Характеристика внутрішніх нецінових ризиків¹

Класифікація	Характеристика
<i>Ліквідності</i>	Пов'язаний із можливістю втрат при реалізації цінних паперів через зміну оцінки їх якості. Виміряти ризик ліквідності дуже складно, оскільки на цей показник впливає багато чинників, які некеровані банком (часто застосовують показники, що регулює центральний банк)
<i>Кредитний</i>	Небезпека фінансових втрат через невиконання позичальником своїх зобов'язань (сплати основного боргу та відсотків, що належать кредиторів). Чим більша частка позичкових засобів, тим вищий кредитний ризик. Кредитний ризик притаманний більшій частині цінних паперів, що обертаються на ринку, особливо тим, які емітували приватні компанії та місцеві органи влади
<i>Платоспроможності</i>	Полягає у можливості настання неплатоспроможності емітента цінних паперів, що спричинить різкий спад ціни (навіть до повної втрати ліквідності) на такі цінні папери (у випадку з акціями) або неможливості погашення їх (у випадку з борговими цінними паперами)
<i>Варіабельності дохідності банку, окремих банківських портфелів та операцій</i>	При придбанні цінних паперів банк має враховувати не лише очікуваний рівень їх дохідності, а й відповідний рівень ризику. Наприклад, довготермінові цінні папери хоч і дохідніші, але, мають як правило, нижчу ліквідність, ніж короткотермінові, їх ринок вужчий
<i>Андеррайтингу</i>	Ризик для банку залишитися з пакетом акцій, котрі були виставлені на ринку, але не продані, що призводить до потреби банку в ресурсах (гарантування випуску цінних паперів)

¹Примітка. Побудувала автор

Внутрішні фінансові ризики взаємопов'язані, а отже, можуть впливати один на одного. Утім, їхнє значення може кардинально змінитися, наприклад, після прийняття стратегії розвитку України на найближчих двадцять років. Проте в більшості випадків вплив матимуть негативні наслідки для економіки країни, якщо не буде розроблено і запроваджено ефективної й адекватної моделі управління фінансовими ризиками.

Що стосується функціональних ризиків, то варто зауважити, що вони значним чином впливають на діяльність банків. Причинами їх виникнення є неможливість здійснення своєчасного та повного контролю за діяльністю банку. Функціональні ризики пов'язані з процесами впровадження нових банківських продуктів, аналізу та передавання інформації і виконанням інших адміністративних операцій. Ці ризики порівняно з фінансовими важче виявити, але вони впливають на банківську діяльність не менше, ніж інші групи ризиків. Банки знижують функціональні ризики шляхом розроблення внутрішніх

методик і техніко-економічного забезпечення окремих операцій, поліпшення системи аудиту, документообороту. Коротку характеристику функціональних ризиків подано в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4

Характеристика функціональних ризиків¹

Класифікація	Характеристика
<i>Технологічний</i>	Пов'язаний із роботою обладнання, електричних і комп'ютерних мереж та їх безпекою (зокрема при використанні електронних брокерських систем). Породжується помилками в застосуванні комп'ютерних програм, математичних моделей, формул, розрахунків. Є ймовірність порушення електрозв'язку, несанкціонованого доступу, збоїв у роботі апаратних та програмних засобів
<i>Операційний</i>	Ймовірність виникнення невідповідності між витратами банку на здійснення своїх операцій та їх результативністю. Характерний складністю управління в банку, позаяк до цих витрат вводять процентні та непроцентні витрати (комісійні й інші операційні витрати), які складно точно спрогнозувати
<i>Документарний</i>	Характерний виникненням помилок у документації і, як наслідок, – невиконанням положень угоди, поданням позову до суду, відмовою від прийнятих раніше рішень. Необхідно посилювати систему контролю, аудиту, вдосконалювати документообіг, підвищувати кваліфікацію персоналу
<i>Трансакції</i>	Супроводжує процес укладання та реєстрації угоди, виконання розрахунків, підписання контрактів, поставлення цінних паперів. Тісно пов'язаний із документарним, технологічним та операційним ризиками. Типовим прикладом є здійснення зустрічних платежів, коли виникає момент відсутності синхронності платежу за часом. Одна зі сторін обов'язково проводить операцію раніше, таким чином натрапляючи на ризик трансакції
<i>Стратегічний</i>	Характерний помилками у формуванні цілей і стратегій банку, а також є хибним підходом до управління ризиками у банківській практиці. Прикладом можуть бути надмірні інвестиції у ризиковані інструменти фондового ринку
<i>Зловживань</i>	Ймовірність збитків для банку внаслідок шахрайства, підробки цінних паперів, несанкціонованого доступу до інформації з боку службовців та клієнтів банку, несанкціоноване укладання угод
<i>Ризик сумісництва різних видів діяльності</i>	Пов'язаний із сумісництвом банками різних видів діяльності на ринку корпоративних цінних паперів

¹Примітка. Побудувала автор

Наведений список ризиків, яким піддаються банківські операції на ринку корпоративних цінних паперів, неповний. Окрім згадуваних, на ринку цінних паперів є ризики техногенні (аварійні ситуації, пожежі і т. д.), природні (стихійні явища), ризики, пов'язані з рекламою на ринку цінних паперів (у випадку недобросовісної реклами), ризик репутації та інші, що притаманні

будь-якій діяльності. Також зауважимо, що всі ризики – взаємопов’язані. Ризики, пов’язані з проведенням операцій із цінними паперами, неоднорідні за змістом, тому банк має оцінювати і брати до уваги основні види ризиків, на які наражається інвестор у процесі придбання та зберігання цінних паперів, а саме:

- рівень ліквідності цінних паперів;
- ризик дострокового відкликання;
- інфляційний ризик;
- діловий ризик;
- ризик, пов’язаний із тривалістю періоду обігу цінного папера [179].

У цілому успішна діяльність банку на ринку цінних паперів залежить від обраної стратегії управління ризиками. Мета процесу управління банківськими ризиками полягає в їх обмеженні або мінімізації, оскільки повністю уникнути ризиків неможливо [180].

Ідеї попередження та зниження ризиків стають дедалі більше затребуваними із боку як банківської науки, так і практики [181, с. 7]. Управління банківськими ризиками є одним із ключових елементів стратегії розвитку банку. Головні засади управління ризиками в банку мають базуватися на загально визнаних підходах і рекомендаціях Базельського комітету (Базель II) і НБУ. Мети системи аналізу й керування ризиками діяльності банку досягають на основі системного, комплексного підходу, що охоплює вирішення наступних завдань:

- виявлення й аналіз усіх ризиків, що виникають у банку в процесі діяльності;
- якісна й кількісна оцінка (вимір) окремих видів ризиків;
- встановлення взаємозв'язків між окремими видами ризиків;
- повний аналіз рівня ризиків за здійснюваними і запланованими банком операціям з метою визначення сумарного розміру банківських ризиків;
- оцінка допустимості та обґрунтованості сумарного розміру ризиків;

– відстеження ризиків на стадії виникнення негативної тенденції, а також швидке й адекватне реагування, спрямоване на запобігання або мінімізацію ризику.

У період кризи особливо актуальними є питання мінімізації ризиків. При здійсненні операцій на ринку цінних паперів попередження втрат забезпечують за рахунок зваженого вибору фінансових інструментів, коли банк працює в основному з високоліквідними акціями, так званими «блакитними фішками» (в Україні це – ВАТ «Укртелеком», ВАТ «Укрнафта», ВАТ «Запоріжсталь», ВАТ «Київенерго», ВАТ «Західенерго», ВАТ «Центренерго», ВАТ «Концерн «Стирол», ВАТ «Дніпроенерго»; ВАТ «Донбасенерго», «Укрсоцбанк», ВАТ «Мотор Січ», ВАТ «Райффайзенбанк Аваль», «Єнакіївський металургійний завод», ВАТ «Авдіївський коксохімічний завод» та ін. [182]), аналізу стану і прогнозу змін котирування цінних паперів, а також за рахунок дотримання процедури контролю й регулювання величини фондового ризику, передбаченої внутрішнім Положенням про систему контролю та управління банківськими ризиками. Для мінімізації ризиків банкам необхідно розробляти й затверджувати ліміти за операціями з акціями та облігаціями українських емітентів. Для оперативного реагування на зміни ринкових цін на постійній основі необхідно аналізувати стан фінансового ринку і дані економічних прогнозів.

Управління ціновими ризиками в банку є комплексним процесом, який охоплює виявлення (ідентифікацію) цінових ризиків, їх оцінку, моніторинг рівня цінових ризиків, контроль прийнятності рівня цінових ризиків та розроблення заходів щодо їхньої мінімізації. Виявлення (ідентифікація) цінових ризиків здійснюють на постійній основі, шляхом експертизи нових банківських продуктів, дослідження зовнішнього середовища тощо.

Оцінку та моніторинг рівня цінових ризиків здійснюють із використанням різноманітних статистичних підходів (за умови впливу на ціноутворення ринкових факторів) і аналізом сценаріїв (за умови впливу на ціноутворення неринкових факторів) із використанням наявної інформації щодо прогнозів

провідних світових фінансових організацій, динаміки макроекономічних показників, політики центральних банків, економічної політики урядів та ін. Окрім того, для оцінки потенційних втрат при настанні шоків (стресових) подій використовують стрес-тестування.

Аналізувати ризик можна якісно та кількісно. За якісного аналізу визначають фактори ризику, області ризику, етапи роботи, при виконанні яких виникає ризик, і після цього ідентифікують усі можливі ризики. За кількісного аналізу визначають кількісне (числове) значення розмірів окремих ризиків і ризику конкретного виду діяльності загалом [183, с. 303].

Необхідність якісного аналізу ризику пов'язана з тим, що :

– ризик має бути обґрунтованим і не набувати характеру авантюри. Тому необхідно порівнювати очікувані позитивні результати з можливими економічними, соціальними сьогоdnішніми і майбутніми негативними наслідками. Якщо ж аналіз та обґрунтування дій приводять до кращих результатів, то ризикувати доцільно;

– ризик виникає тоді, коли є зацікавленість у результатах економічних рішень. Тому необхідно виявляти вплив рішень, котрі приймають в умовах невизначеності, на інтереси суб'єктів економічного життя [183, с. 303–304].

Кількісний аналіз здійснюють такими основними методами:

- статистичний метод;
- метод аналогій;
- метод експертних оцінок;
- метод побудови дерева рішень;
- комбінований метод [183, с. 306].

Разом із заходами проведення аналізу, дослідження та оцінки ризику необхідно прогнозувати ризик і управляти ним. Потрібно знижувати загрози від втрат за ризиками й обирати найефективніші дії, котрі забезпечать прийнятний ступінь ризику. Механізм захисту банку від ризику складається з поточного регулювання ризику та методів його мінімізації. При цьому під поточним

регулюванням ризику розуміємо відстежування критичних показників та прийняття на цій основі оперативних рішень за банківськими операціями.

Треба визнати, що оптимальні рішення – це не ті дані, які отримані при пошуку, виконаному за схемою, а результат оцінки даних, отриманих за допомогою пошуку, а також і тих значень, що були визначені у результаті проведеного аналізу. Визначаючи згадані функції, можна побудувати блок-схему процесу управління ризиком. Загальна схема управління ризиком відображена на рисунку 3.2.

Як видно з блок-схеми, розрізняють наступні методи управління ризиком:

- уникнення;
- попередження;
- прийняття (збереження чи навіть збільшення);
- зниження (оптимізація) ступеня ризику.

Розрізняють такі методи зниження ризику:

- диверсифікація;
- лімітування;
- самострахування:
- страхування;
- хеджування;
- здобуття додаткової інформації;
- розподіл ризику між учасниками проекту;
- одержання контролю над діяльністю в пов'язаних галузях;
- облік та оцінка частини використання специфічних фондів компанії в її загальних фондах та ін.

Здійснюючи фінансові інвестиції, власник цінних паперів має на меті отримати дохід, збільшити капітал або зберегти його на колишньому рівні, що особливо актуально в умовах інфляції. Інвестуючи заощадження сьогодні, покупець фінансового активу відмовляється від певної частини матеріальних благ для зміцнення благополуччя в майбутньому.

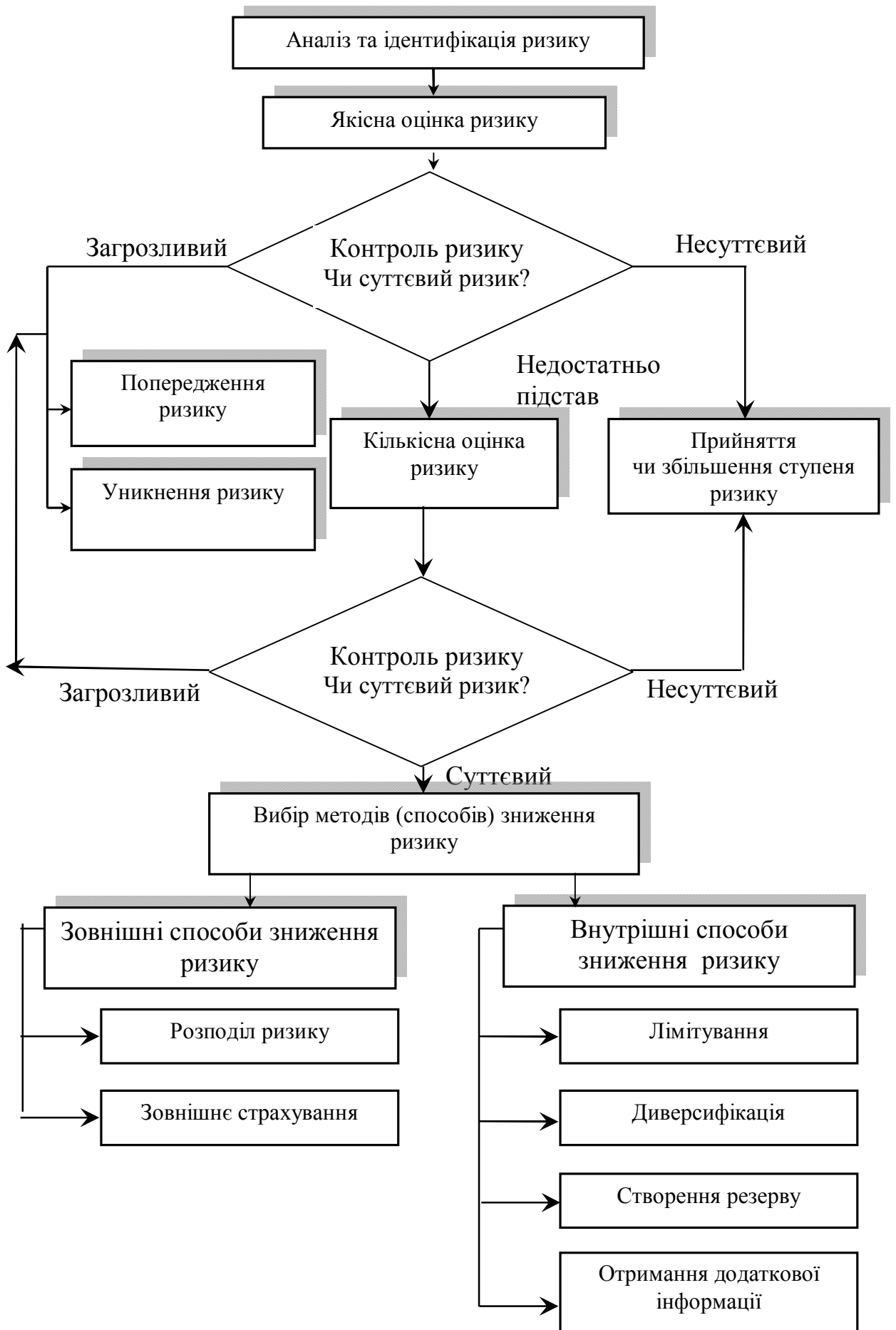


Рис. 3.2. Узагальнена блок-схема процесу управління ризиком [183, с. 314]

Водночас завжди є ймовірність того, що емітент не зможе викупити облігації, коли настане термін погашення позики, тим часом акціонерне товариство збанкрутує або не зможе виплатити дивіденди. Найважливіше правило інвестування: прибуток від вкладень у цінні папери прямо пропорційний ризикові, на який зважається інвестор. Прямий зв'язок між прибутковістю цінних паперів та відповідним ризиком підтверджують світова статистика, більш як столітня практика обігу цінних паперів. Методичні підходи для аналізу, ідентифікації та управління банківськими ризиками ґрунтовані на реальному співвідношенні фінансових показників сучасної банківської системи, визначенні проблемних характеристик, що призводять до втрати платоспроможності, та оцінці критичних параметрів для кожного сегмента ринку банківських послуг [184, с. 191].

Великого значення необхідно надавати моніторингові ризику, який передбачає відстеження всіх фінансових та господарських процесів, що здійснює банк, розрахунок поточних показників ризику, вивчення їхньої динаміки, аналіз причин зміни, розроблення превентивних заходів для мінімізації ризиків у разі виявлення негативних тенденцій та вдосконалення банківських процесів за результатами аналізу.

Отже, наведена схема дає змогу значно прискорити процес управління ризиком, оптимізувати його, краще зрозуміти взаємозв'язок між групами активів і портфеля в цілому, створити умови для рентабельної роботи.

У процесі діяльності банк окреслює перед собою безліч цілей. Вони складні та суперечливі, тому максимально домогтися їх досягнення неможливо. Таким чином, завдання зводиться не до екстремальних, а до оптимальних рішень, тобто до рішень, за яких критерії задовольняються найкраще.

Із всієї сукупності методів дослідження і планування операцій банків на ринку корпоративних цінних паперів для отримання оптимальних рішень виділяємо метод кластерного аналізу. Портфель цінних паперів банку містить багато видів акцій, різних за характеристиками. У нашому випадку головною метою при формуванні портфеля банку є мінімізація портфельного ризику.

Прийняття рішення щодо проведення відповідних операцій із акціями – відповідальний і складний процес, який потребує різноманітних підходів. Часто такі операції здійснюють на основі аналітичних, інтуїтивних, статистичних висновків. При цьому працівникам банку доводиться аналізувати значний обсяг характеристик цінних паперів, що незалежні між собою. Для ідентифікації ризику, як інших елементів системи управління ним, велике значення має відповідна інформаційна база, котру одержують, збираючи та опрацьовуючи ту чи іншу інформацію.

Формування портфеля цінних паперів банку варто проводити, використовуючи метод групування даних, що належать до класу моделей кластеризації. Багатовимірні методи використовують обчислювальні та графічні засоби для дослідження різних форм асоціації (подібності, близькості, групування) даних, представлених у вигляді множини змінних, значення яких виміряні у деякого числа об'єктів, спостережень або вимірів. При цьому всі змінні розглядають як рівноправні, без поділу на залежні та незалежні.

Пропонуємо кластерний аналіз як метод прийняття рішень на ринку цінних паперів. Кластеризація набуває цінності тоді, коли є одним із етапів аналізу даних, побудови кінцевого аналітичного рішення. Аналітикові часто легше виділити групи подібних об'єктів, вивчити їх особливості та побудувати для кожної групи окрему, ніж створювати одну загальну модель для всіх даних. Такий спосіб доцільно використовувати при банківському плануванні для визначення груп цінних паперів і розроблення щодо кожної з них відповідної стратегії.

Кластерний аналіз – це багатомірна статистична процедура (кластеризація), що класифікує об'єкти або спостереження в однорідні групи. Набір усіх досліджуваних об'єктів розподіляють за підкласами, які називаються кластерами (cluster, з англ. щітка, гроно), згустками, класами, скупченнями або таксонами.

Основна мета кластеризації – розділити множину початкових даних на такі підмножини, групи, щоб об'єкти всередині кожної групи були подібними до

себе, а об'єкти з різних груп – неподібними. Перевагою такого методу є проста та логічна візуалізація великих масивів. Кластерний аналіз може слугувати передумовою для формування «зон інтересу».

Для дослідження вибрано 20 видів цінних паперів із наступними характеристиками: ціна, дохідність від продажу, ризик і попит (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Характеристики цінних паперів¹

Емітенти	Ринкова ціна, грн.	Дохідність від продажу, %	Ризик, VaR	Рівень попиту (коефіцієнт)
<i>Єнакіївський металургійний завод</i>	280	17	4,7	0,48
<i>Центрэнерго</i>	250	19	4,9	0,43
<i>Мотор-Січ</i>	650	16	5,3	0,499
<i>Дніпроенерго</i>	100	18	3,7	0,54
<i>Західенерго</i>	350	8	3,5	0,41
<i>Ф-ка «Дарниця»</i>	50	13	4,0	0,4
<i>Ужгородський турбогаз</i>	120	17	4,3	0,44
<i>Авдіївський коксохімічний завод</i>	140	17	4,4	0,46
<i>Донбасенерго</i>	270	12	4,1	0,43
<i>Інвестбудсервіс</i>	255	11	4,0	0,44
<i>Крюківський вагонобудівний завод</i>	155	10	3,9	0,44
<i>Стахановський вагонобудівний завод</i>	170	16	4,2	0,48
<i>Полтавський гірничозбагачувальний комбінат</i>	220	15	4,3	0,46
<i>Запорізька кондитерська фабрика</i>	250	14	4,1	0,51
<i>Укрнафта</i>	245	18	4,5	0,52
<i>Дніпрометиз</i>	330	21	4,8	0,43
<i>Банк «Форум»</i>	75	19	2,9	0,38
<i>Ясинівський коксохімічний завод</i>	58	23	3,9	0,44
<i>Нижньодніпровський трубопрокатний завод</i>	210	17	4,2	0,38
<i>Експо Нафта Продукт</i>	200	20	4,0	0,62

¹Примітка. Розрахувала автор за даними ПФТС [104]

Кластеризація даних здійснена за допомогою ПК, пакета опрацювання статистичних даних STADIA [185].

Для виявлення наявних групувань були використані різні стратегії: ближнього сусіда, віддаленого сусіда, групового сусіда, гнучка стратегія, стратегія Уорда, дивізійна стратегія (дод. III–АБ). В результаті поділу виділено п'ять кластерів (табл. 3.6; рис. 3.3; рис. 3.4).

Таблиця 3.6

Результати кластерного аналізу

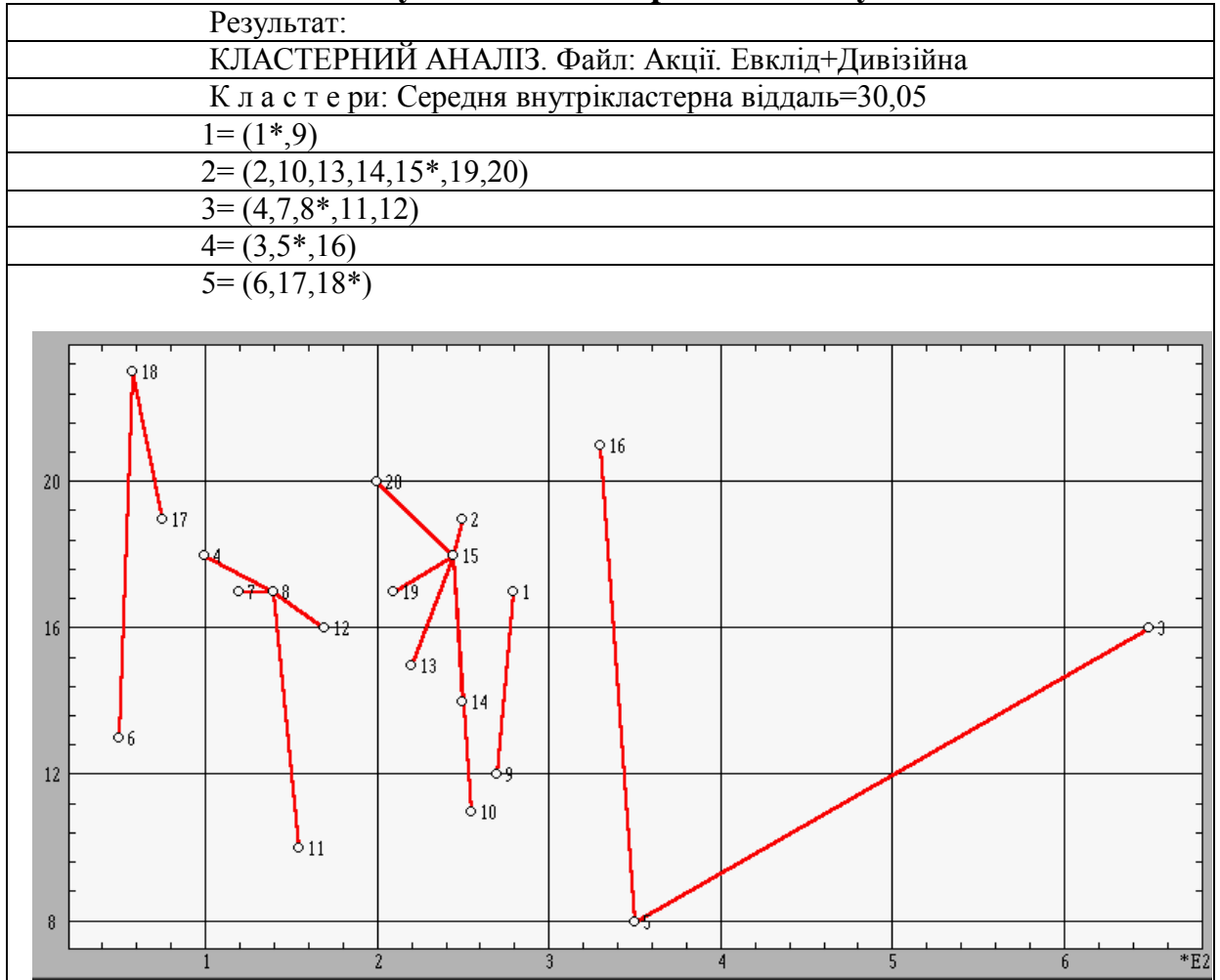


Рис. 3.3. Поділ цінних паперів у портфелі банку на кластери у проекції X1–X2

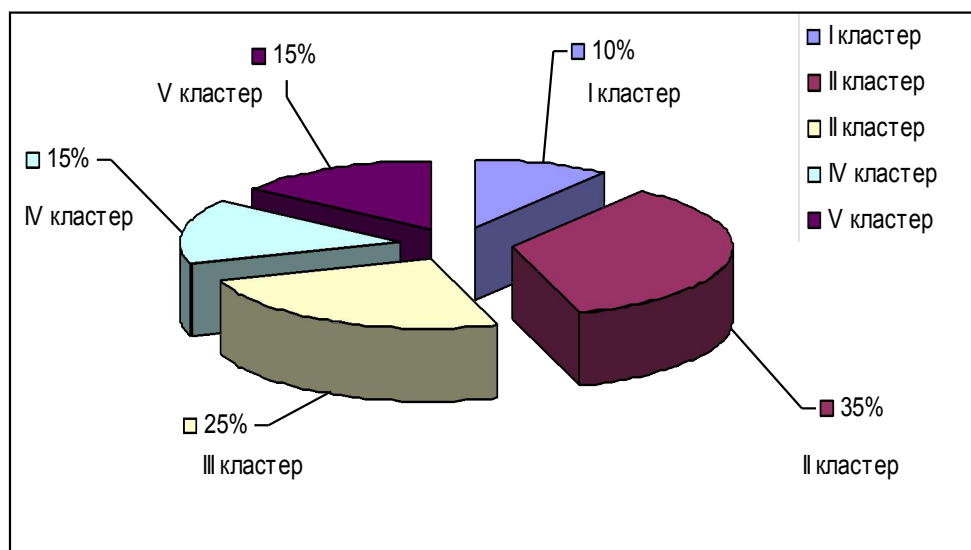


Рис. 3.4. Поділ цінних паперів у портфелі банку на кластери у процентному співвідношенні

Найбільшу групу цінних паперів містить II кластер, найменшу групу – I кластер, де найнаближеніші за заданими параметрами акції. Оскільки кластерний аналіз не містить обчислювального механізму перевірки гіпотези про адекватність отриманих класифікацій, результати кластеризації обґрунтовуємо за допомогою методу дискримінантного аналізу, який дає змогу перевірити гіпотезу, що не протирічить класифікації заданої множини (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

ДИСКРИМІНАНТНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

Відстань Махаланобіса=18,53, значення=0,0093					
Клас <--- Коефіцієнти дискримінантної функції: a[0],a[1],... --->					
1	-76,37	-0,05833	-1,477	26	166,6
2	-77,75	-0,06755	-1,404	25,78	174,1
3	-80,21	-0,09513	-1,593	27,48	181,4
4	-72,39	-0,003105	-1,049	21,51	144,2
5	-60,19	-0,09115	-1,029	23,34	149,5
	Об'єкт	Клас	D^2	Значення	Ймовірність віднес.
	1	1	0,631	0,9595	0,9906
	2	1	2,561	0,6336	0,9709
	3	4	9,246	0,0552	1
	4	3	2,642	0,6194	0,97354
	5	4	5,69	0,2235	0,98433
	6	3	3,342	0,5023	0,98273
	7	3	0,7613	0,9435	0,96855
	8	3	0,5073	0,9727	0,96961
	9	1	0,631	0,9595	0,96164
	10	1	0,971	0,9141	0,95656
	11	3	1,953	0,7444	0,96552
	12	3	0,2556	0,9924	0,95149
	13	2	0,282	0,9909	0,94356
	14	2	0,9458	0,9179	0,94994
	15	2	0,6383	0,9587	0,95449
	16	4	5,631	0,2284	0,94032
	17	5	6,235	0,1822	0,9971
	18	5	1,363	0,8505	0,9411
	19	1	3,948	0,4131	0,9918
	20	2	6,821	0,1456	0,9659

Результати дискримінантного аналізу показують, що запропонована класифікація виявилась ефективною (рівень значущості близький до нуля для гіпотези про нульову міжкластерну відстань D2).

Для кожного кластеру створена модель, що охоплює значення статистичних показників, а саме: середнє значення, середнє квадратичне відхилення, коефіцієнт варіації варіаційного ряду (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Статистичний аналіз кластерів

Група акцій	Середнє значення				Середнє квадратичне відхилення				Коефіцієнт варіації параметра			
	Ціна	Дохідність від продажу, %	Ризик, VaR	Попит	Ціна	Дохідність від продажу, %	Ризик, VaR	Попит	Ціна	Дохідність від продажу, %	Ризик, VaR	Попит
I кластер	275,0	14,50	4,40	0,46	7,07	3,54	0,42	0,04	2,6	24,4	9,6	7,8
II кластер	232,9	16,29	4,29	0,48	22,33	3,15	0,32	0,08	9,6	19,3	7,6	16,3
III кластер	137,0	15,60	4,10	0,47	27,75	3,21	0,29	0,04	20,3	20,6	7,1	8,8
IV кластер	443,3	15,00	4,53	0,45	179,26	6,56	0,93	0,05	30,4	33,7	20,5	10,5
V кластер	61,0	18,3	3,6	0,4	12,8	5,0	0,6	0,03	20,9	27,5	16,9	7,5

Продемонструємо використання даних таблиці для подальшого аналізу. Нехай нам треба визначити ймовірність того, що величина ризику на акцію досліджуваного варіаційного ряду (табл. 3.5) відхилиться за абсолютною величиною від свого математичного сподівання на 10%. Для обрахунку ймовірностей використовуємо наступну формулу:

$$P\left(|r - \bar{r}| \leq \varepsilon\right) = 2\Phi\left(\frac{\varepsilon}{\sigma}\right), \quad (3.1)$$

де \bar{r} – середнє значення величини ризику, $\varepsilon = 0,1 \cdot \bar{r}$, σ – середнє квадратичне відхилення величини ризику.

Результати обрахунків наведені в таблиці 3.9.

Таблиця 3.9

Ймовірність відхилення величини ризику за групами акцій

Групи акцій		Ймовірність відхилення величини ризику на 10%
Із урахуванням кластерів	I	0,460
	II	0,325
	III	0,295
	IV	0,708
	V	0,664
Без урахування кластерів		0,584

Як видно з даних таблиці, найменша ймовірність відхилення величини ризику на 10% від свого середнього значення є в III групі акцій, а найбільша ймовірність – у IV групі. Значення ймовірності без урахування кластерів, становить 0,584. Розбивка на кластери допомогла виявити найочікуваніших претендентів на зміну величини ризику. Таким чином ми визначили «зони інтересу», які є важливими для прийняття рішення.

Модель управління ризиком портфеля цінних паперів, що ми подали, допоможе банку значно прискорити розроблення портфельних планів, оптимізувати їх, краще зрозуміти взаємозв'язок між групами активів та створити умови для рентабельної роботи, а отже, зменшити ймовірність настання збитків і втрату вкладених ресурсів. Модель на основі кластеризації дасть змогу менеджменту банків вчасно ідентифікувати ризики та оцінити масштаби можливих збитків.

3.3. Шляхи активізації діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів в умовах кризи

Для збереження клієнтів в умовах кризи банки мають працювати над розширенням спектру діяльності на ринку корпоративних цінних паперів. Актуальності в умовах конкуренції набуває пошук банком «ніші» на ринку цінних паперів. Як зазначено у параграфі 3.1, банки ще не є досить активними учасниками на ринку трастових послуг. Проте вважаємо, що згадана послуга у період фінансової кризи могла б стати тією діяльністю, завдяки якій банки змогли б поліпшити свій фінансовий стан і зайняти на ринку корпоративних цінних паперів нішу, котра ще, по суті, ні за ким не закріплена. Виділимо основні напрямки, за якими банки можуть надавати трастові послуги на ринку корпоративних цінних паперів юридичним особам у період кризи:

– розпоряджатись активами. До цих послуг належать насамперед операції з управління цільовими фондами: пенсійними фондами корпорацій, преміальними фондами, фондами погашення заборгованості та інші, а також випуск облігацій, забезпечених цінними паперами, що зберігаються на умовах

трасту (траст-відділ комерційного банку акумулює кошти, призначені для формування певного цільового фонду, інвестує ці фонди і виплачує працівникам фірм та іншим отримувачам кошти відповідно до трастової угоди);

– тимчасово керувати справами акціонерного товариства у випадку його реорганізації, банкрутства, ліквідації та інших умов (траст-відділи діють як довірчі особи з передання прав власності, з оплати боргів або з управління майном на користь кредиторів).

Дочірні КУА також виконують функції керуючого інвестиційними фондами. У цьому разі траст-відділ здійснює управління всім портфелем цінних паперів фонду, в т. ч. зі здійсненням інвестиційної політики. Банки можуть бути як зберігачами інвестиційних фондів, у цьому випадку вони зберігають грошові кошти та цінні папери фонду, провадять усі розрахунки та операції з цінними паперами, ведуть облік руху й збереження майна, тобто здійснюють агентські послуги. До цих операцій належать ведення реєстру акціонерів, виплата дивідендів. Банк відповідно до Закону не може управляти інвестиційним фондом. Перспективною є співпраця банків із приватними пенсійними фондами стосовно трастових послуг; траст-відділи можуть надавати професійні посередницькі послуги з управління їхніми портфелями цінних паперів.

Незважаючи на низку причин повільного розвитку операцій із довірчого управління цінними паперами, вони мають переваги як для банків, так і для клієнтів. Для комерційних банків надання згаданих послуг вигідно з таких причин:

– можливість підвищити мобільність капіталу, а також власного впливу на рух ринку;

– можливість розпоряджатися капіталом на власний розсуд (із урахуванням інтересів клієнта), таким чином контролюють інвестиційний процес;

– зменшення витрат за рахунок виведення коштів, пов'язаних із брокерськими операціями (витрати на підтримку зв'язків із клієнтом, консультація клієнта).

Усі ці фактори сприяють зростанню прибутків комерційного банку. Крім того, здійснення функцій управління активами допомагає залучати до управління капітали приватних інвесторів, котрі не мають змоги користуватися брокерськими послугами комерційного банку.

Стосовно рекомендацій щодо вдосконалення функціонування механізму довірчого управління цінними паперами у вітчизняних умовах, то необхідно здійснити систему заходів, спрямованих на підвищення інформаційної прозорості сфери управління активами, поліпшення законодавчої бази, розв'язання проблеми дефіциту кваліфікованих довірчих керуючих, формування інвестиційних традицій у суспільстві. На мікрорівні необхідно розробити методіку організації взаємодії банку та індивідуального інвестора у ході реалізації відносин із довірчого управління цінними паперами та конкретний варіант організаційної структури підрозділу з довірчого управління активами в комерційному банку. Для підвищення ефективності ринку трастових послуг слід забезпечити інформаційну прозорість управління активами, створити професійне об'єднання довірчих керуючих. Однак, реалізація всіх напрямів неможлива без розроблення державної концепції розвитку державного ринку довірчих послуг [186].

Послуги з цінними паперами за дорученням клієнтів можуть слугувати надійним підґрунтям подальшого розвитку інших типів трастових послуг у міру становлення ринкових відносин і створення належної правової бази для здійснення операцій із управління майном за дорученням.

Фінансова криза не обминула діяльності реєстраторів на ринку корпоративних цінних паперів. Серед негативних аспектів, якими вона позначилася на реєстраторській діяльності, варто зазначити демпінг та неплатежі, які, своєю чергою, знижують надійність та підвищують ризики реєстраторської системи в цілому. Фінансова криза зменшила активність зареєстрованих осіб, і ця динаміка зберігалася протягом 2009 р. Діяльність реєстратора може поживатися за рахунок збільшення клієнтської бази. Цей факт теж може знизити надійність реєстратора і відобразитися мінімальними

цінами на послуги та невиконанням своїх зобов'язань, приховуючи наслідки. У цьому випадку великого значення необхідно надавати системі ризик-менеджменту як набору інструментів, котрий дає змогу знизити фінансові, операційні, технічні та технологічні ризики.

Діяльність ризик-менеджменту українських реєстраторів оцінити важко, позаяк учасники ринку уникають розкриття інформації про діяльність своєї системи. Для уникнення непередбачуваних фінансових втрат реєстратора чи фінансових ризиків особливу увагу необхідно приділяти збалансуванню структури доходів та відсутності перехресного фінансування, коли за рахунок надання однієї послуги перекривають витрати на іншу. Основою, на нашу думку, має стати принцип клієнтоорієнтованості, коли тарифна політика зрозуміла та прозора для клієнта. Основним джерелом доходів реєстратора має стати абонентська плата за ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, яка є постійною та прогнозованою величиною щодо термінів надходження. Додатковим джерелом доходів реєстратора є надання послуг, таких, як проведення загальних зборів акціонерів, послуги платіжного агента, консалтинг, що дає змогу уникати домінування якого-небудь виду операційного доходу в загальній структурі.

Разом із тим у період кризи посилюються ризики неплатежів і затримки платежів. Для зменшення таких явищ необхідно використовувати індивідуальний підхід у взаємодії з клієнтами при визначенні умов погашення заборгованості. Ще одним із шляхів зниження ризику є механізм страхування професійних ризиків. Такий механізм діє на добровільній основі.

У світовій практиці страхові програми, призначені для фінансового ринку – Fidelity Bond, Bankers Blanket Bond (BBB), Director & Officers Liability, Errors & Omissions, Professional Indemnity, Electronic & Computer Crime – є частинами системи управління ризиками. На основних фінансових ринках США та Європи низка полісів Fidelity Bond або BBB є обов'язковими для учасників ринків, які здійснюють операції зі збереження і/або обміну прав на цінні папери, а саме: реєстратори, розрахунково-депозитарні організації. В основі страхових програм

для фінансових інститутів – зобов'язання щодо страхового покриття банків, відомі у світі, як Bankers Blanket Bond (BBB), які Американська асоціація гарантів розробила для американських банків – комплексне банківське страхування.

У вітчизняному законодавстві не прописаний механізм страхування майнових інтересів професійних учасників ринку цінних паперів. Укладання договорів страхування є внутрішньою проблемою для профучасників, і це питання вирішують суворо конфіденційно та індивідуально. Для уникнення правопорушень на ринку цінних паперів при захисті від операційних ризиків, спроможних зашкодити акціонерам, найефективнішим інструментом може стати, на нашу думку, страхування, яке має бути не на добровільній основі, а обов'язковим для всіх учасників ринку.

Що стосується технічних і технологічних ризиків, то їх необхідно розглядати з погляду організації електронного документообороту, а це потребує надійності роботи обладнання, використання електронно-цифрового підпису, централізованого ведення реєстрів, наявності резервних центрів зберігання та опрацювання інформації. Для цього необхідні інвестиції в розвиток технологій, удосконалення діючих проектів, постійний технічний і технологічний моніторинг.

Разом із тим, ми вважаємо, що перші наслідки кризи позитивно відобразяться на реєстраторському ринку, приведуть до його укрупнення, таким чином підвищуючи надійність облікової системи [187].

Період кризи банківської сфери характерний збитковістю банківських установ. За даними НБУ кількість збиткових банків за станом на 01 .07. 2009 р. зросла на 56% – до 64 (рис. 3.5), а обсяг збитку – 14,3 млрд. грн. (рис. 3.6).

За даними ПФТС протягом січня–червня 2009 р. в Україні зафіксована рекордна (більше 100) кількість дефолтів за облігаціями, у т. ч. технічними, на загальну суму 1,87 млрд. грн. Облігації котируються з доходністю 30% річних. Облігації емітентів у переддефолтному стані, про який відомо ринку, реалізують за 10–25% від номіналу [104]. Криза фінансового ринку України

поглиблюється, і тому потрібні плани радикального оновлення. Затяжна світова фінансова криза змушує шукати внутрішні ресурси для подолання кризи в Україні.

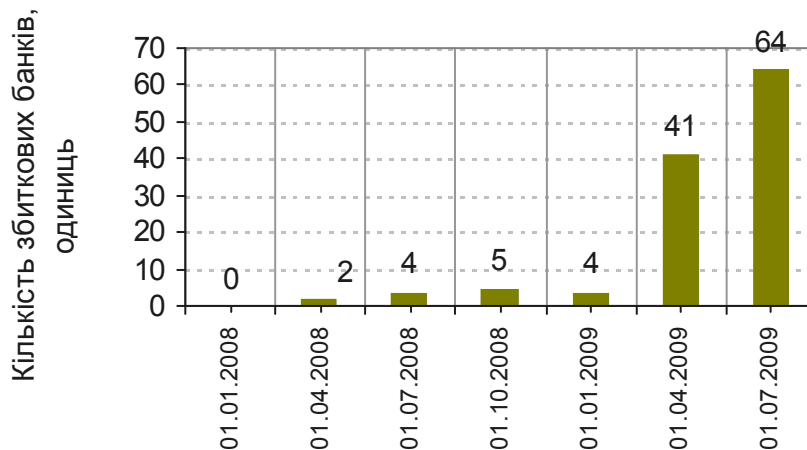


Рис. 3.5. Кількість збиткових банків України¹

¹Примітка. Побудувала автор за даними [88]

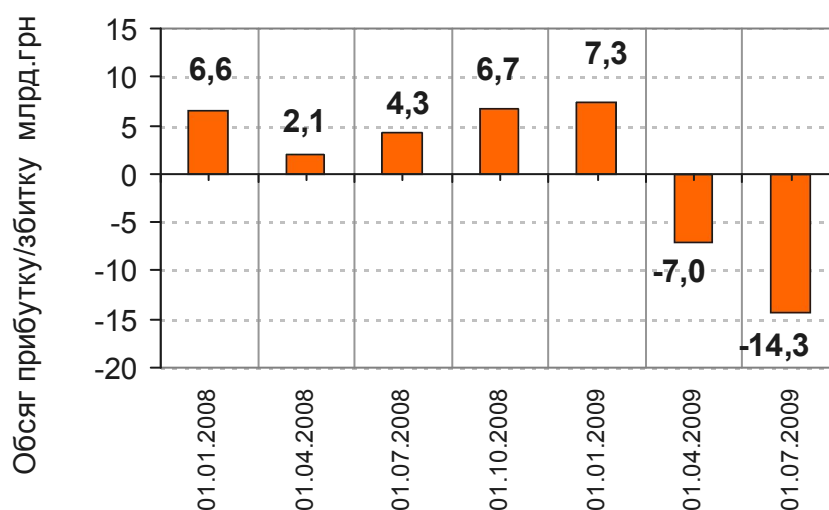


Рис. 3.6. Прибуток/збиток банків України¹

¹Примітка. Побудувала автор за даними НБУ [88]

Тому вважаємо, що в такій ситуації потрібна активізація ринку корпоративних цінних паперів, який запропонував би набір нових ефективних інструментів для залучення зовнішніх та внутрішніх інвестицій в економіку України. На наш погляд, необхідне вдосконалення умов діяльності банків на фондовому ринку. Банківська система має зайняти провідне місце на ринку корпоративних цінних паперів як один із його визначальних інституційних

елементів. За відповідних законодавчих змін ринок цінних паперів має впровадити новий набір ефективних фінансових інструментів для залучення в економіку України зовнішніх та внутрішніх інвестицій. Головними заходами створення в Україні ринку боргових фінансових інструментів є:

- швидке становлення та розвиток вексельного обігу в країні, становлення емісії фінансових векселів банками;
- сприяння оформленню переказними вексями заборгованості банків перед вкладниками;
- створення організованих та контрольованих майданчиків для обігу векселів.

Зазначимо, що ринок векселів та ринок облігацій – не конкурентні ринки, а дві частини єдиного боргового ринку. А перевагою векселів є простота та оперативність залучення коштів (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Характеристика векселів¹

Перевага для емітента	Перевага для держателя
<ul style="list-style-type: none"> – дає змогу компанії-емітенту мінімувати оподаткування; – надає можливість відтермінування платежів; – можна використовувати в розрахунках замість грошових коштів; – із моменту виписування векся штрафів та пені за контрактом не нараховують 	<ul style="list-style-type: none"> – погашення боргу з вексями є беззаперечним та не потребує підтвердження боргу в суді; – вексель дає змогу стягувати заборгованість у судовому порядку; – погашення боргу за вексями можна стягнути з будь-якої компанії-тримача векся; – вексель можна перепродати третій особі

¹Побудувала автор

Використання фінансових векселів має значні перспективи для банку та сприятиме розвитку економіки в умовах кризи ліквідності (рис. 3.7).



Рис. 3.7. Перспективи використання вексельного обігу¹

¹Побудувала автор

При використанні векселів як джерела поповнення ліквідності для банку є і як переваги, і недоліки (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Переваги та недоліки використання фінансових векселів¹

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> – найоперативніший і надійний спосіб залучення коштів; – платіжний інструмент; – інструмент, який дає змогу залучати будь-який обсяг фінансування; – найдешевший механізм залучення коштів; – перший крок до залучення коштів на публічному борговому ринку 	<ul style="list-style-type: none"> – назька ліквідність вторинного ринку; – ризики документарного обігу векселів (підробка, крадіжка і т. д.)

¹Побудувала автор

Місце векселів на фондовому ринку України демонструє таблиця 3.12.

Таблиця 3.12

Динаміка вексельного обігу на ринку цінних паперів [188]

Показник	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Загальні обсяги торгів на фондовому ринку, млрд. грн.	10,4	16,8	39,2	68,5	108,6	203,0	321,3	403,8	492,8	754,3	883,4
Частка векселів у загальних обсягах торгів на фондовому ринку, %		70	55	44	46	43	39	33	29	28	21,7
Обсяги торгів вексями на фондовому ринку млрд. грн.	0,5	11,8	21,6	30,1	50,0	88,1	125,3	133,1	142,2	212,6	191,8
Обсяги торгів вексями на ПФТС (вторинний ринок), млрд. грн.	0,01	0,32	0,05	0,10							
ВВП, млрд. грн.	102,6	130,4	170,1	204,2	225,8	267,3	344,8	441,5	544,2	713,0	949,9

Високий попит на векселі підтверджує той факт, що протягом 10 років операцій із вексями їхня частка залишається значною. При зростанні ринку з 1998 р. до 2008 р. в 53 рази частка векселів зменшилася тільки в 3,2 рази. У 1998 р. їх частка у ВВП 0,5% ВВП (0,48 млрд грн.), а в 2008 р. – 20,2% ВВП (191,8 млрд. грн.). Високий коефіцієнт кореляції $R=0,97-0,93$ між обсягами

торгівлі вексями та ВВП свідчить про те, що вексельний обіг обслуговує економіку України.

Використання фінансових векселів дасть банкам змогу, по-перше, залучати грошові кошти та видавати вексель як платіжний документ, по-друге, видавати кредити на поповнення оборотних коштів, і клієнт на ці кошти придбає фінансовий вексель банку. Це допоможе:

- спростити та прискорити залучення фінансових ресурсів і спричинить зростання ліквідності у банках та економіки країни загалом;
- створити новий привабливий інструмент для інвесторів, у т. ч. для банків;
- створити інструмент для взаєморозрахунків між боржниками та кредиторами проблемних банків;
- замінити на момент кризи короткотермінове банківське кредитування.

Розвиток вексельного обігу неможливий без створення правового забезпечення, яке гарантувало б, з одного боку, можливість широкого його застосування, а з іншого – безумовне стягнення вексельного боргу.

Доцільним на даний момент для ДКЦПФР вбачаємо схвалити «Основні напрями вексельного обігу в Україні» як антикризовий захід для зниження фінансових ризиків і розвитку економіки в умовах кризи та підготувати проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів відносно вексельного обігу», які передбачають:

- вирішення питання реструктуризації заборгованості банків із облігаціями та депозитами шляхом переоформлення їх банківськими вексями;
- встановлення розрахунку вексями лише в межах корпорацій;
- встановлення судового порядку стягнення за опротестованими вексями з метою відповідності Закону Уніфікованим законам про перевідні та прості векселі, що введений Женевською конвенцією 1930 р.

На фінансовому ринку криза спричинила низку проблем, а саме:

- дебіторська та кредиторська заборгованість склалася на рівні 900 млрд. грн.;

– проблемні кредити в банках сягають 95,3 млрд. грн. (або 15–20% всієї кредитної заборгованості);

– знерухомилення вкладів фізичних та юридичних осіб становить 52 млрд. грн. [124].

Ці питання можуть бути вирішені шляхом розвитку ринку боргових цінних паперів, а саме:

– розвиток і становлення вексельного обігу;

– відновлення емісії фінансових векселів як альтернативного джерела рефінансування, засобу залучення банками пасивів і перегляду боргів між банками та клієнтами;

– створення організованих та контрольованих майданчиків із торгівлі векселями.

Завдяки таким діям може бути створений ринок боргових цінних паперів як ліквідний та затребуваний сегмент фондового ринку України.

В Україні випуск банками векселів був легальним до 2001 р., та податкове законодавство до 1998 р. не сприяло їх випуску. Загальний обсяг фінансових векселів, що випустили банки за 1999–2001 рр., за даними моніторингу Асоціації українських банків становив близько 31 млрд. грн., що практично відповідає загальному обсягові випуску векселів в Україні за відповідний період. Як видно з графіка (рис. 3.8), кореляції між обсягами векселів, випущених банками, і макроекономічними показниками практично не було [189].

В останні роки, на відміну від України, частка векселів, емітованих банками Росії, становить 80–90% усіх обсягів випуску (дод. АВ). Динаміку активності діяльності банків Росії з вексельного обігу підтверджує додаток АД. Фінансовий вексель є найпопулярнішим джерелом ресурсів для російських банків і перевищує обсяг випущених облігацій у різні роки в 2–30 разів. Разом із тим зауважимо, що вексель є інструментом залучення переважно короткотермінових ресурсів (більшість векселів випускають на термін до року), у той час, як облігації випускають на термін більше 3 років. Отже, вексель є

однією з найпопулярніших форм залучення фінансування, органічно доповнюючи собою випуск облігацій.

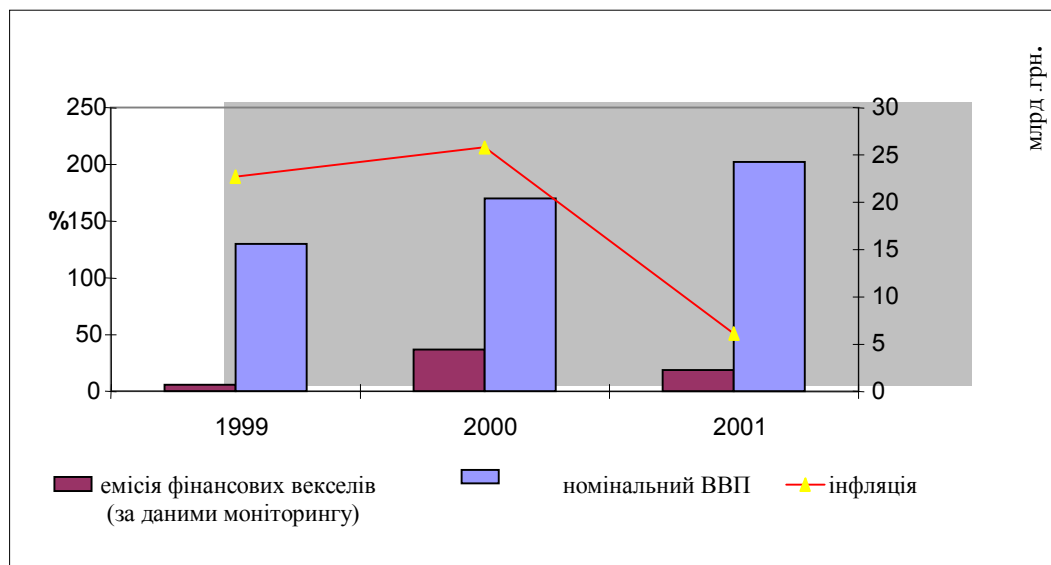


Рис. 3.8. Емісія векселів та макроекономічні показники [189]

В останні роки, на відміну від України, частка векселів, емітованих банками Росії, становить 80–90% усіх обсягів випуску (дод. АВ). Динаміку активності діяльності банків Росії з вексельного обігу підтверджує додаток АД. Фінансовий вексель є найпопулярнішим джерелом ресурсів для російських банків і перевищує обсяг облігацій, випущених у різні роки, в 2–30 разів. Разом із тим зауважимо, що вексель є інструментом залучення переважно короткотермінових ресурсів (більшість векселів випускають на термін до року), а облігації – на термін більше 3 років. Отже, вексель є однією з найпопулярніших форм залучення фінансування, органічно доповнюючи собою випуск облігацій.

На жаль, повноцінному вексельному обігу в Україні перешкоджає, крім іншого, нерегульованість законодавчої бази. Її вдосконалення – одне з першочергових завдань, передбачених Указом Президента України «Про заходи щодо зміцнення банківської системи України та підвищення її ролі у процесах економічних перетворень». Необхідно зазначити, що відповідно до

законодавства України векселі можуть видаватись лише для оплати за поставлену продукцію, виконані роботи та надані послуги.

Випуск векселів дасть змогу спростити та прискорити залучення фінансових ресурсів, що приведе до підвищення ліквідності банківської системи та економіки України в цілому; створити новий привабливий інструмент для інституційних інвесторів, у т. ч. для банків; знизити темпи зростання дебіторської і кредиторської заборгованості та сприятиме розвитку реального сектору економіки.

Умови випуску векселів мають відповідати таким вимогам:

- випуск векселів необхідно дозволити банкам для забезпечення економіки кредитними ресурсами;
- обсяги випуску мають відповідати показникам ліквідності емітента і власному капіталові;
- випуск векселів має супроводжуватись оперативним контролем відповідних регуляторів через спеціальну звітність;
- випуск та обіг векселів має відбуватися прозоро.

Випуск векселів дасть змогу банкам:

- організувати випуск кредитування векселями на період до подолання кризи;
- оформляти протерміновану заборгованість векселями, що дасть змогу реструктуризувати заборгованість банків у часі, а вкладникам – отримати платіжні документи для організації поточної діяльності.

Для подальшого розвитку в Україні ринку векселів, доцільно здійснити заходи, спрямовані на захист прав векселедержавців, оскільки саме ці суб'єкти вексельного обігу найменш захищені. Нині в Україні не здійснюють будь-яку державну реєстрацію випущених векселів. Нема також обмежень щодо випуску векселів одним суб'єктом підприємницької діяльності. Це може призвести до випуску в обіг нічим не гарантованих векселів. Тому пропонуємо:

- впровадити процедуру державної реєстрації векселів із терміном обігу понад 270 днів ДКЦПФР, що дасть змогу за визначених умов реєструвати

безперервні програми випусків векселів один раз та впровадити процедуру встановлення кредитних рейтингів пропонованих випусків. Це сприятиме тому, щоб інвестори постійно отримували необхідну інформацію про рейтинг векселів, котрі вони бажають придбати;

– здійснити заходи, спрямовані на створення ліквідного вторинного ринку векселів, необхідного для того, щоб кожний інвестор зміг у будь-який час продати векселі, якими він володіє.

На думку професора М. Савлука, фінансові векселі є ефективним інструментом регулювання монетарної маси у період дефляції. Цю думку поділяють і представники НБУ. Але, якщо інструмента нема в обігу, його за необхідності не можна і використовувати. Звісно, для його впровадження внесенням змін до Закону України «Про обіг векселів в Україні» потрібен час. Тому, на нашу думку, Національному банку України необхідно якомога швидше впровадити дієву систему моніторингу обігу фінансових векселів та його регулювання, а інструмент доцільно повернути на ринок. У цьому разі контрольований вплив на монетарну політику не матиме негативних наслідків. За активізації вексельного обігу на фондовому ринку України явно визначилися прогалини у вітчизняному законодавстві, що регулює порядок випуску та обігу зазначених цінних паперів. Насамперед, на законодавчому рівні необхідна регламентація умов та розмірів оподаткування операцій із векселями, встановлення відповідальності за правопорушення, пов'язані з вексельним обігом, а також обмеження випуску векселів сумою сплаченого статутного фонду, резервного фонду, або вартості чистих активів, або процентного співвідношення цих величин. Таким чином, можна зробити висновок про необхідність проведення в Україні комплексної реформи вексельного законодавства, метою якої має стати захист прав векселедержателя, та підвищення відповідальності векселедавця, і яка повинна охоплювати, насамперед:

– прийняття Закону України «Про вексельний обіг в Україні»;

– внесення змін до Цивільного кодексу України і Закону України «Про банкрутство» щодо порядку задоволення вимог кредиторів за вексями (адже недержавне підприємство відповідає за борговими зобов'язаннями всім своїм майном, а підприємство з державною часткою – лише коштами, наявними на розрахунковому рахунку).

Без здійснення зазначених заходів ефективне функціонування вексельного обігу в Україні може стати проблематичним, а прогалини в законодавстві можуть призвести до значних зловживань, що, своєю чергою, підірве довіру до векся як цінного паперу.

Наявний спектр фінансових інструментів ринку цінних паперів є досить вузьким: в обігу організаторів торгівлі перебувають переважно акції, облігації підприємств і державні облігації, майже нема похідних фінансових інструментів. Інвестиційна діяльність більшості цінних паперів, що перебувають в обігу, залишається низькою через відсутність ефективного захисту прав інвесторів (це стосується насамперед ринку боргових цінних паперів). Поряд із розумінням, що деривативи як інструменти ринкового механізму відіграють в умовах кон'юнктурних змін важливу роль у процесах ціноутворення, вони мають обмежене використання. Нормативні документи, що регулюють ринок деривативів, залишили невирішеними низку питань бухгалтерського обліку за операціями з ф'ючерсними контрактами, а також з іншими похідними інструментами, суперечності загальноприйнятим у світовій практиці поняттям та регулятивним механізмам, що діють на ринку деривативів [42, с. 81].

Інструменти ринку цінних паперів мають розвиватись у напрямку розширення спектра надійних та ліквідних інструментів ринку цінних паперів, підвищення їх інвестиційної привабливості. Для впровадження нових видів інструментів на ринку корпоративних цінних паперів пропонуємо: розширення видів корпоративних облігацій (біржові облігації), законодавче закріплення вимог щодо випуску та обігу похідних (деривативів) та принципів їх

державного регулювання. З цією метою необхідно доопрацювати та прийняти Закон України «Про похідні (деривативи)».

Поряд із цим пропонуємо використання банками нових послуг на ринку корпоративних цінних паперів. До таких віднесемо: надання маржинальних послуг, Інтернет-трейдинг.

Великі банки можуть запропонувати клієнтам послуги зі здійснення угод із використанням маржі. Вони мають відповідати таким критеріям:

- власний капітал та вільні ресурси;
- постійна присутність на ринку;
- стійка клієнтська база;
- досвідчений персонал для проведення операцій на фондовому ринку;
- сучасні засоби зв'язку для роботи на ринку цінних паперів;
- постійний аналіз економічної та політичної інформації.

Маржинальну торгівлю широко використовують на розвинутих ринках для підвищення дохідності інвестицій. Нині перевагою маржинальної торгівлі є її висока дохідність, та, поряд із цим, наявний конфлікт інтересів брокера, який надає послуги маржинальної торгівлі, та клієнта. Інтереси брокера полягають у збільшенні обсягів операцій як джерела комісійних і забезпеченні ліквідної застави для попередження власних збитків; інтереси клієнта у мінімізації та ефективному використанні застави. Здійснюючи пошук компромісу, вважаємо, що цю технологію можна зробити ефективною для всіх учасників процесу.

Останнім часом на ринку брокерських послуг відбулися зміни, пов'язані з появою і поширенням інтернет-трейдингу – процесу торгівлі цінними паперами, валютами та іншими фінансовими цінностями через Інтернет. Разом із тим – це схема клієнтського обслуговування брокером. Перевагами такої послуги для клієнтів банку вбачаємо у наступному:

- інвестор постійно бачить перед собою картину торгів, до того ж на кількох біржах одночасно у режимі реального часу;
- своєчасність отримання інвестором економічних, фінансових новин і аналітичних оглядів брокерів;

- оперативність надання наказів брокерові на купівлю чи продаж цінних паперів;

- можливість оперативно відстежувати стан свого біржового рахунку.

Одним із шляхів активізації діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів вважаємо його модернізацію, яка полягає не у докорінній перебудові ринку, а в зміні сектору інституційного інвестування, системи біржової торгівлі, обліково-розрахункової інфраструктури ринків капіталу та корпоративного управління відповідно до міжнародних стандартів.

Оптимальний варіант розв'язання проблеми визначають на основі порівняльного аналізу розвитку світових ринків цінних паперів. Вони протягом останнього десятиріччя стрімко модернізувалися за всіма напрямками їх функціонування – правовим, інституційним і технологічним. Основними світовими тенденціями розвитку ринку цінних паперів є:

- створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування світової торгівлі;

- підвищення рівня використання новітніх інформаційних та фінансових технологій, упровадження фінансового інжинірингу;

- універсалізація діяльності фінансових установ (як банківських, так і небанківських), у результаті чого увагу приділяють передусім якості, швидкості та мінімальній ризикованості послуг, а не спеціалізації цих установ за видами фінансових послуг;

- зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній тощо) у здійсненні фінансових інвестицій через ринки капіталу;

- комерціалізація центральних ринкових інституцій, тобто остаточний перехід від публічних форм управління системоутворюючими організаціями до приватних;

- консолідація корпоративованих інституцій інфраструктури ринків капіталу, яка відбувається згідно з утвореною природним шляхом формою того чи іншого регульованого ринку (горизонтальна консолідація), що є здебільшого

наднаціональною або здійснювана за ініціативою держави і за згодою учасників ринків у межах однієї країни (вертикальна консолідація);

– консолідація системи державного регулювання всіма складовими ринків капіталу, що завершилася в багатьох країнах утворенням єдиного державного органу консолідованого нагляду за фінансовими послугами та ринками, з одночасною дерегуляцією окремих складових ринків капіталу і посиленням їх саморегулювання [190].

Вважаємо, що на даному етапі розвитку ринку корпоративних цінних паперів України доцільно розвивати фінансовий інжиніринг як діяльність із створення нових фінансових продуктів. У такому контексті фінансовий інжиніринг варто розглядати як розвиток конкретних банківських та фондових інструментів. Суть фінансового інжинірингу – в створенні нових фінансових продуктів та послуг, які використовують фінансові інститути для перерозподілу грошових ресурсів, ризику, ліквідності, доходів та інформації відповідно до фінансових потреб клієнтів та змін у макро- й мікроекономічній ситуації. Так, нові фінансові продукти служать елементами механізму перерозподілу грошових коштів.

Тобто, фінансовий інжиніринг є формою діяльності зі створення фінансових продуктів та послуг. Мета діяльності фінансового інженера полягає в розподілі прибутку, ризику та ліквідності у різних пропорціях між банками, фінансовими компаніями, інвесторами, емітентами тощо. Основні складові фінансового інжинірингу проаналізовано у схемі (рис. 3.9):

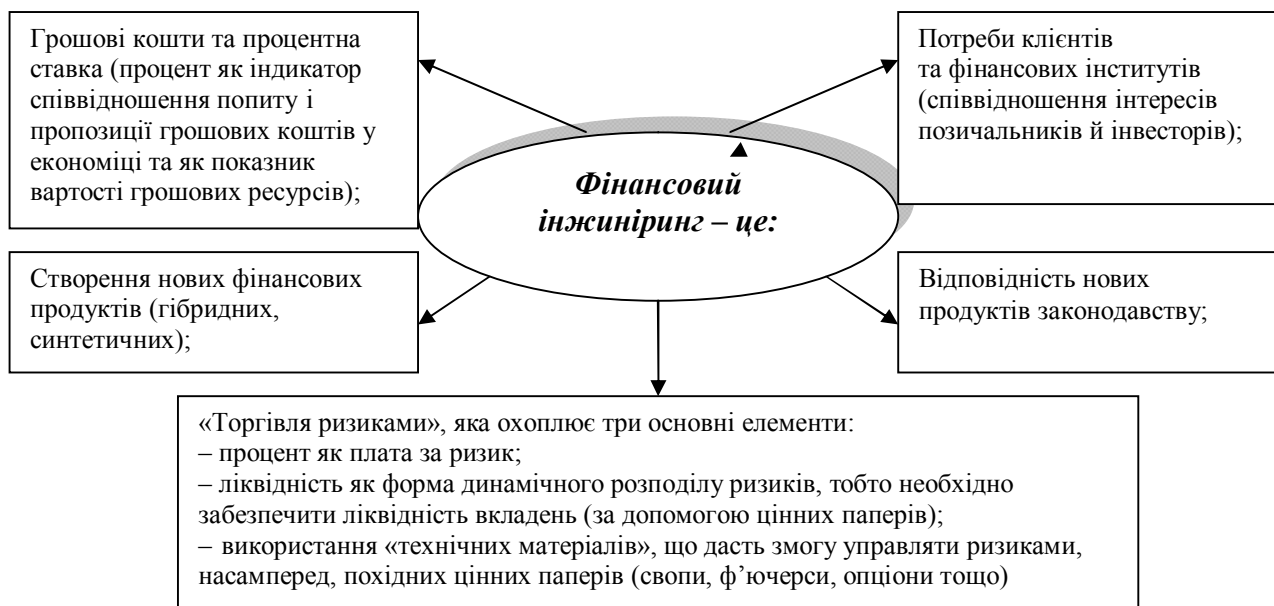


Рис. 3.9. Складові фінансового інжинірингу¹

¹Побудувала автор

Таким чином, фінансовий інженер – це банк як фінансовий інститут із створення нових фінансових продуктів та послуг. У світовій практиці банки активно виконують роль фінансового інженера. Виникнення фінансової інженерії пов'язане з нестабільністю та прискоренням інноваційних процесів. Ця галузь діяльності на ринку цінних паперів є для вітчизняних банків новою, мало дослідженою і тому перспективною. На нашу думку, розроблення проектів банків у напрямі здійснення фінансової інженерії допоможе активізувати їх діяльність на ринку корпоративних цінних паперів та буде одним із чинників виходу з кризи.

Вважаємо, що заходи, котрі ми описали, дадуть змогу прискорити становлення ринку корпоративних цінних паперів та сприятимуть активній діяльності банків на ньому.

Висновки до розділу 3

Найважливішими напрямками підвищення ефективності діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів в Україні вважаємо:

1. Одним із ключових елементів підвищення ділової активності банків на ринку корпоративних цінних паперів є необхідність реалізації ініціатив, спрямованих на стабілізацію ситуації на фондовому ринку України та

посилення державного впливу. Цей процес передбачає прийняття нових та вдосконалення чинних Законів України.

2. При визначенні у законодавстві заходів, що використовує держава для регулювання діяльності професійних учасників на ринку цінних паперів, банки окремо не виділяють. Необхідність державного втручання в економічні процеси у сучасних умовах випливає з природи ринкових відносин. Рівновагу взаємних інтересів учасників ринку цінних паперів підтримують шляхом його державного регулювання, котре потребує вдосконалення. Вважаємо, що розвиток законодавчого регулювання можливий лише шляхом чіткішого розмежування повноважень ДКЦПФР та НБУ. НБУ регулює діяльність банків у галузі грошового обігу, а ДКЦПФР є наглядовим органом фінансових ринків. Оскільки, як уже зазначено у параграфі 1.1, ринок капіталів та ринок цінних паперів є складовими фінансового ринку, пересікання компетенції тут не уникнути. На нашу думку, чітке розмежування повноважень із державного регулювання на ринку цінних паперів поліпшить його функціонування.

3. Участь банків на ринку корпоративних цінних паперів потребує одночасного становлення та вдосконалення системи регулювання та контролю за процесами, що відбуваються на ньому. У дисертації розроблено рекомендації щодо вдосконалення регуляторної системи банківських операцій на ринку корпоративних цінних паперів, зокрема:

- зазначення у спеціальному законодавстві правового регулювання рахунку 30601 (засоби клієнтів за брокерськими операціями з цінними паперами та іншими фінансовими активами);

- усунення законодавчих проблем регулювання договору довірчого управління майном, що є у ЦК України;

- вдосконалення Інструкції НБУ «Про порядок регулювання банківської діяльності в Україні»;

- відсутність чіткого визначення повноважень НБУ стосовно діяльності банків як професійних учасників ринку корпоративних цінних паперів (розмежувати повноваження ДКЦПФР та НБУ).

4. Запропонований у роботі підхід для забезпечення мінімізації ризиків щодо управління банківським портфелем цінних паперів на основі методу кластеризації дасть змогу приймати відповідну стратегію групам об'єктів для визначення зон інтересу при прийнятті рішень. Запропоновано здійснення дискримінантного аналізу для перевірки гіпотези, що не протирічить класифікації заданої множини. Проведений кластерний аналіз дає змогу визначити ймовірність відхилення величини ризику за групами акцій. Наведений у роботі приклад свідчить про доцільність використання кластерного аналізу в попередженні ризику.

5. Пропонуємо банкам надання нових послуг на ринку цінних паперів (трастові, маржинальна торівля, Інтернет-терйдинг, фінансова інженерія), які допоможуть їм у подоланні кризового стану та поліпшать їхню ділову репутацію. Щоб подолати кризові явища в економіці, ринок цінних паперів має впровадити новий набір ефективних фінансових інструментів для залучення зовнішніх та внутрішніх інвестицій в економіку України. У зв'язку з цим пропонуємо використання банками фінансових векселів для поповнення ліквідності за умови впровадження відповідних змін стосовно їх правового регулювання.

Основні результати дослідження, отримані в розділі 3, автор опублікувала у працях [171; 186; 187].

ВИСНОВКИ

У дисертації на основі систематизації та узагальнення теоретичних засад запропоновано нове вирішення наукового завдання, яке полягає в обґрунтуванні підходів і розробок методичних рекомендацій із питань формування й організації банківської діяльності на ринку корпоративних цінних паперів в Україні. Результати проведеного дослідження діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів дають змогу зробити наступні висновки та пропозиції:

1. У процесі аналізу економічної та юридичної літератури щодо сутності цінних паперів з'ясовано, що у поглядах учених наявні розбіжності. Більшість науковців визначають цінні папери через види документів; цей підхід у сучасній економічній літературі переважає. У такому випадку основою є не економічні відносини, а юридична природа цінних паперів. При цьому автори не досліджують сутності економічної категорії. Враховуючи наявність досвіду на ринку цінних паперів та цивілізованого нормативно-правового поля у сферах функціонування цінних паперів провідних країн світу, доцільно визнавати цінними ті документи, вичерпний перелік яких закріплено у законодавстві. Такий висновок зроблено на основі порівняння поглядів учених й законодавства інших країн. У процесі дослідження з'ясовано, що сенс ринку цінних паперів – це рух коштів від секторів економіки, котрі відчувають профіцит, до секторів економіки, що відчувають дефіцит. Узагальнюючи погляди науковців, можна зробити концептуальний висновок про те, що необхідно враховувати поєднання комплексного та системного підходів при визначенні ринку корпоративних цінних паперів, а не обмежуватися лише економічними відносинами.

2. Визначено головні принципи і характеристики функціонування ринку цінних паперів – цілісність, централізація, прозорість, застосування системи електронного обліку цінних паперів. У процесі дослідження виявлено, що моделі ринку цінних паперів інших країн є значною мірою результатом еволюції згаданих ринків, характер якої визначається конкретними історично-

національними особливостями певної країни, ментальністю населення, сукупністю правовідносин із приводу цінних паперів, яка від цих особливостей не залежить. Обґрунтовуючи перспективи розвитку ринку цінних паперів України та участі в ньому банків, проведено дослідження особливостей ринку цінних паперів Польщі, який розвивається за європейською моделлю, характерними рисами котрої є наявність Центрального депозитарію, відсутність інституту реєстраторів і вагома роль банків як учасників ринку цінних паперів. Більше того, зарубіжний досвід викликає посилене зацікавлення з тієї причини, що в центрі нашої уваги – актуальні проблеми розвитку ринку цінних паперів, діяльності банків на ньому Республіки Польща, вивчення яких було б корисним для побудови такої бази в Україні. А відтак з'ясовано, що вітчизняний ринок цінних паперів функціонує за змішаною системою, наближеною до європейської, де банки мають вільний допуск до корпоративних цінних паперів компаній нефінансового сектору і є активними учасниками цього ринку.

3. На концептуальному рівні розкрито світовий досвід діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів. При цьому проаналізовано останні регуляторні зміни щодо участі банків (директива MiFID, 8-а Директива ЄС, закон Сарбейнса-Окслі), які полягають у розгортанні конкуренції на ринку, підвищують вимоги щодо зовнішнього аудиту. Оскільки світова фінансова криза проявляється в зниженні оцінки ринкової вартості цінних паперів, спаді фондових індексів тощо, необхідно вводити динамічні провізії, збільшувати достатність капіталу, підвищувати вимоги до системи ризик-менеджменту, зміцнювати міжнародне співробітництво фінансових організацій, суть яких – у введенні єдиного глобального податку на діяльність банків із цінними паперами, розширенні повноважень регуляторів.

4. Встановлено, що банки можуть здійснювати всі види посередництва на ринку корпоративних цінних паперів, однак найактивніше діють як андеррайтери, брокери та дилери. Також визначено, що банки є активними реєстраторами і зберігачами. Цьому сприяють операційні можливості банків, територіально розгалужена мережа філій, вимоги з боку ДКЦПФР, узгоджені з

вимогами НБУ стосовно мінімального статутного фонду, та вимоги щодо ведення депозитарної діяльності. Встановлено, що разом із проявом активності банків на вищому рівні депозитарної системи виникає конфлікт інтересів між інвесторами, емітентами, депозитаріями, реєстраторами та зберігачами, котрий недостатньо врегульований законодавчо, за якого реєстроутримувач та зберігач або депозитарій є афільованими структурами.

5. Банки виявилися неготовими до фінансової кризи та відчували нестачу ліквідності, тому присутність банків як емітентів на ринку цінних паперів зумовлена необхідністю диверсифікації джерел ресурсів на внутрішньому фінансовому ринку. При емісії актуальними є розроблення тактики та проведення маркетингового дослідження ринку цінних паперів. У процесі дослідження з'ясовано, що у 2009 р. банки були найбільшими емітентами акцій (60,7% від загального обсягу зареєстрованих випусків акцій) та не емітували облігацій. Ринок корпоративних облігацій непривабливий для банків через підвищення вартості залучення позичкового капіталу. Банки України – активні учасники ринку міжнародного капіталу; для поліпшення механізмів випуску боргових цінних паперів необхідно вдосконалити вітчизняне законодавство відповідно до вимог ЄС. Банки на корпоративному ринку цінних паперів – активні, хоча є низка як позитивних, так і негативних аспектів такої участі, серед яких: ризик, збитки від курсової вартості цінних паперів, конфлікт інтересів між структурними підрозділами тощо. Обсяг вкладень банків у цінні папери в 2009 р. становив 39,3 млрд. грн., обсяг цінних паперів у портфелі банку збільшився лише на 1,4%. В Україні залишаються серйозними перешкоди для зростання інвестиційної діяльності банків, зокрема: спад рентабельності активів, незадовільний кредитний портфель, підвищений ризик довготермінових вкладень коштів. Банківська система є надто слабкою, й лише вузьке коло стійких банків має змогу розширювати напрями інвестицій і вкладати кошти у ризиковані акції корпорацій. А більшості банків здійснювати інвестиційні програми заважає обмежена ресурсна база.

6. Вивчення регіональних ринків цінних паперів і управління ними ускладнене тим, що сильна диференціація їхнього розвитку викликає таку особливість, як неправомірність однакового підходу. Тобто, необхідно вивчати проблеми та перспективи розвитку ринку цінних паперів у кожному регіоні, а не екстраполювати проблеми національного фондового ринку на всі регіони. У результаті проведеного аналізу можемо стверджувати, що на Тернопільщині діяльність банків на ринку цінних паперів проходить початкову стадію розвитку, і її становлення пов'язане зі значними труднощами. Це пояснюється насамперед незадовільним станом інфраструктури ринку цінних паперів області. Регіональне представництво професійних учасників ринку сформувалося в попередні роки і протягом останнього часу практично не змінюється. Водночас роль банків на ринку цінних паперів залишається недооціненою. Для активізації ринку цінних паперів регіону та діяльності банків на ньому пропонуємо створення фондового магазину з метою просування інвестпродуктів. Банки при цьому виступатимуть торговцями цінних паперів та діятимуть на основі укладеного меморандуму.

7. Встановлено, що у вітчизняному законодавстві відсутнє поняття банківського рахунку. В банківській практиці поряд із поняттям «банківський рахунок», тобто клієнтський, є поняття внутрібанківського рахунку. Рахунок 30601 (засоби клієнтів за брокерськими операціями з цінними паперами та іншими фінансовими активами) має риси як клієнтського, так і внутрібанківського рахунку. Рахунок 30601 за своєю правовою природою аналогічний банківському рахунку, однак за ним здійснюють обмежене порівняно із банківським рахунком коло операцій. Це розрахунки за брокерськими угодами з цінними паперами. Спеціальне правове регулювання рахунку 30601 має містити норми про можливість безакцептного списання коштів із цього рахунку, застави прав за ним, накладання арешту на грошові кошти на рахунку і призупинення операцій за рахунком. Застава цінних паперів у депозитарії можлива на рахунку депо заставодавця, що відповідає заставі з передачею і без передачі майна заставоутримувачеві. Правова природа

заставного рахунку депо заставодавця сьогодні не досліджена, законодавство не регулює також питання передачі у заставу майнових прав. Негативним аспектом регулювання діяльності банків як учасників ринку корпоративних цінних паперів є відсутність регулювання на законодавчому рівні (Закон «Про довічне управління майном» не прийнятий). Не відображена в законодавчому визначенні дилерської діяльності мета такої діяльності як основна відмінна ознака. Запропоновано вкладення банків в асоційовані та дочірні компанії розподіляти на вкладення у компанії фінансового та нефінансового секторів і при розрахунку нормативу Н1 не коригувати регулятивний капітал на вкладення банків у компанії нефінансового сектору, таким чином не створювати обмеження інвестиційної діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів України. Обґрунтовано, що ринок цінних паперів не готовий до створення мегарегулятора: функції нагляду та розроблення нормативно-правових актів доцільно розділяти між різними органами управління.

8. Встановлено, що ринок цінних паперів є найризикованішим сектором фінансового ринку. Для банку ризик зростає за рахунок необхідності управління не лише власними, а й залученими коштами. З'ясовано, що питання оптимізації є особливо актуальним у період кризи. Аналізувати ризик можна кількісно і якісно, та найважливіше – це управління ризиком. Методи й моделі, котрі банк використовує для оцінки, вимірювання та контролю за ризиком, періодично оцінюють на предмет адекватності поточним реаліям і вимогам, у т. ч. на основі бек-тестувань. Розуміння ризику, його оцінка й методи управління ним є для банку пріоритетними, тому система управління ризиком постійно вдосконалюється і розвивається. Із усієї сукупності методів дослідження і планування операцій банків на ринку корпоративних цінних паперів для отримання оптимального рішення виділяємо метод кластерного аналізу. Перевага цього методу в тому, що він допомагає здійснювати розбивку не за одним параметром, а за набором ознак. Кластерний аналіз, на відміну від математично-статистичних методів, не накладає обмежень на вигляд

аналізованих об'єктів і дає змогу розглядати безліч вихідних даних, робить масиви інформації компактними й наочними. Такий метод аналізу є автоматизованим і дає змогу використовувати сучасні обчислювальні засоби та опрацьовувати однорідну інформацію, отриману з електронних баз даних. Тому він може бути впроваджений у комп'ютерних системах банків, котрі займаються інвестуванням. Використання методу кластерного аналізу дасть змогу сформувати оптимальний портфель цінних паперів банку та мінімізувати його ризик.

9. У період кризи послуги банків із цінними паперами клієнтів можуть слугувати надійним підґрунтям подальшого розвитку трастових послуг у міру становлення ринкових відносин і створення належної правої бази для здійснення операцій із управління майном за дорученням. Для забезпечення активної діяльності банків як реєстраторів та зберігачів необхідно розвивати ризик-менеджмент, оскільки в період кризи посилюється ризик неплатежів і затримки платежів. Основою має стати абонентська плата, а додатковими джерелами доходів – консалтинг, послуги платіжного агента, проведення зборів акціонерів тощо. Для зменшення ризику у вітчизняному законодавстві доцільно прописати механізм страхування майнових інтересів професійних учасників ринку цінних паперів. За проведення відповідних законодавчих змін ринок цінних паперів має впровадити новий набір ефективних фінансових інструментів для залучення зовнішніх та внутрішніх інвестицій в економіку України. Для виходу з кризи необхідно створити ринок боргових цінних паперів як затребуваний сегмент фондового ринку України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ковальчук В. М. Економічна теорія: короткий курс. Навчальний посібник / В. М. Ковальчук. – Тернопіль, 1997. – 180 с.
2. Нерсесов Н. О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве / Н. О. Нерсесов. – М. : , 2000. – 286 с.
3. Маркс К. Критика политической экономии. Т. 3. Кн. 3. Процесс капиталистического производства, взятый в целом. Ч.2 / [Под ред. Ф. Энгельса] – М. : Политиздат, 1986. – 1080 с.
4. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики / Дж. М. Кейнс. В 2 т. – М. : МП «ЭКОНОВ», 1993. Т 2. – С. 135–432.
5. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. / [Общ. ред. и вступ. сл. Р. М. Энтова] – М. : Изд. Группа «Прогресс», 1993. – С. 277.
6. Баула О. В. Теоретичні основи сутності ринку цінних паперів та його місце у фінансовій системі країни / О. В. Баула // Економічні науки. Серія «Економічна теорія і економічна історія». [Збірник наукових праць]. Луцький державний економічний університет. – Луцьк, 2005. – С. 89.
7. Мартенс А. Инвестиции: Курс лекцій по современной финансовой теории / А. Мартенс. –К :, 1997. – С. 44.
8. Загорський В. С. Ринок цінних паперів: принципи організації і механізм функціонування / В. С. Загорський. – К.: ІСДО, 1995. – 171 с.
9. Загородній А. Фінансовий словник / А. Загородній, Г. Вознюк, Т. Смовженко. – К.: Знання, 2000. – С. 587.
10. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: підручник [для студентів вищ. навч. закладів] / [Т. В. Майорова], –К : Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.
11. Білецька Л. В. Економічна теорія: Політекономія. Мікроекономіка. Макроекономіка: Навчальний посібник / Л. В. Білецька, О. В. Білецький, В. І. Савич . – К. : Центр навч. літератури, 2005. – С. 522.

12. Самбірський М. М. Цінні папери ділових підприємств в умовах ринкової трансформації економіки України: автореф. на здобуття наук. ступеня кандидата екон. наук / М. М. Самбірський. – Львів, 2003. – С. 15.
13. Любкіна О. В. Призначення та сутність фондових цінних паперів/ О. В. Любкіна // Фінанси України. – 2004. – №5. – С. 156.
14. Чередніченко Н. І. Ринок цінних паперів: методичні вказівки і завдання для самостійного вивчення дисципліни/ Н. І. Чередніченко. – К. :МАУП, 2004. – 88 с.
15. Словарь современной экономической теории Макмиллана // [Под ред. Давида У. Пирса, Пивовар А. Г., Пирс Д., ред. Автономов В. С.]. – М. : Инфра–М, 1997. – 608 с.
16. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли [Пер. с англ.] – М. : Инфра–М, 1997. – 1024 с.
17. Ratner D. Lee Hazen F. Securities Regulation. – West Publishing Co. 1992. p.18.
18. Spencer M. Reese. Securities Law and MLM – What’s the Deal? // Washington Law Library Grimes & Rees. – 1999. – 300 p.
19. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480–IV від 23.02.06 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
20. Інституційні засади формування економічної системи України: теорія і практика / [За ред. З. Ватаманюка]. – Львів : Новий світ–2000, 2005. – С. 419.
21. Луців Б. Л. Теоретична концептуалізація поняття «цінні папери» / Б. Л. Луців, О. В. Метлушко // Вісник СевДТУ : Економіка і фінанси : зб. наук. праць № 81/ редкол. : В. И. Плаксін (голова) та ін. ; Севастоп. нац. техн. ун-т. – Севастополь : Вид-во СевНТУ, 2007. – С. 36–39.
22. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні. Постанова КМУ № 277 від 29 квітня 1994р. // Державний інформаційний бюлетень по приватизації. – 1994. – №8.

23. Загородній А. Г. Цінні папери. Фондовий ринок: Термінологічний словник/ А. Г. Загородній, В. С. Загорський, Г. Л. Вознюк, Н. О. Шпак. – Львів : Вид-во Державного університету «Львівська політехніка», 1997. – С. 92.
24. Лященко В. И. Фондовые индексы и рейтинги / В. И. Лященко. – Донецк. : Сталкер, 1998. – С. 9–10.
25. Оскольський В. В. Ринок цінних паперів в Україні: проблеми функціонування і розвитку / В. В. Оскольський. – К : КСУ, 1996. – С. 4.
26. Загорський В. С. Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів і перехідній економіці України / В. С. Загорський // Докторська дисертація. Львів. – 1996. – С. 37.
27. Павлов В. І. Ринок цінних паперів: Курс лекцій/ В. І. Павлов, І. В. Кривов'язнюк. – Луцьк : Надстир'я, 1998. – С. 7.
28. Мозговий О. М. Фондовий ринок [Навч. Посібник] / О. М. Мозговий. –К. : КНЕУ, 1999. – 316 с.
29. Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами : Навч. Посібник. [Вид. 2-ге, доп. Та перероб] / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко. – К. : КНЕУ, 2000. – 156 с.
30. Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика) Учеб. Пособие. – 2-е изд., перераб. И доп.] / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кощев. – К. : КНЕУ, 2000. – С. 7.
31. Лоренс Дж. Гитман. Основы инвестирования / Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д. Джон. – М.: Дело ЛТД, 1997. –С. 41.
32. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок/ Я. М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 550 с.
33. Маковецкий М. Ю. Инвестиционное обеспечение экономического роста: теоретические проблемы, финансовые инструменты, тенденции развития / М. Ю. Маковецкий. – М. : – АНКИЛ, 2005. – 312 с.

34. Кондрашихін А. Б. Регіональні особливості функціонування ринку цінних паперів / А.Б. Кондрашихін // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – №3 (21). – С. 34-39
35. Маренков Н. Л. Ценные бумаги для студентов вузов [Серия «Шпаргалки»] / Н. Л. Маренков. – Ростов н/Д : Феникс, 2004. – 256 с.
36. Тьюлз Р. Фондовый рынок. [– 6-е изд.: Пер. с англ.] / Р. Тьюлз, Э. Бредли, Т. Тьюлз. – М.: ИНФРА–М, 1997. – 648 с.
37. Финансы, денежное обращение и кредит / В. К. Сенчагов, А. И. Архипов, Г. Н. Чубанов и др.; [Под ред. В. К. Сенчагова, А. И. Архипова]. – М. : Проспект, 1999. – 496 с.
38. Алёхин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б. И. Алёхин. – М. : Финансы и статистика, 1994. – 160 с.
39. Букато В. И. Банки и банковские операции в России / В. И. Букато, Ю. И. Львов [Под ред. М. Х. Лapidуса]. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 336 с.
40. Ческидов Б. М. Рынок ценных бумаг / Б. М. Ческидов. – М. : Экзамен, 2001. – 384 с.
41. Рынок ценных бумаг : Учебник / [Под ред. В. А. Галанова и А. И. Басова]. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 352 с.
42. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / [За ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової та Н. І. Гребеник]. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. –152 с.
43. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій / М. В. Суторміна. –К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.
44. Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – Львів : Видавництво національного університету «Львівська політехніка», 2005. – 714 с.
45. Луців Б. Л. Теоретико-методологічні основи дослідження ринку цінних паперів України / Б. Л. Луців, О. В. Метлушко // Тенденції та

- перспективи розвитку фінансової системи України : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф., (Київ, 27–28 верес. 2005 р.) / відп. ред. проф. В. Д. Базилевич, – К. : Вісник Київського нац. ун. ім. Т. Шевченка, 2007. – (Економіка). – С. 41–42
46. Послання Президента України Верховній Раді України 2002 року. Київ, 2002 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.president.gov.ua>.
47. IOSCO Annual Report 1995// IOSCO. – Madrid (Spain). 1996. –59 р.
48. Шапран В. С. Міжнародний ринок корпоративних цінних паперів: еволюція, поточні тенденції та вимоги до організації / В. С. Шапран // Фондовий ринок. – 2002. – №20. – С. 10–11.
49. Шаров О. Проблеми розвитку Національної депозитарної системи України / О. Шаров // Вісник НБУ. – 1999. – №12. – С. 19–20.
50. McKinnom R. Money and capital in economic development/ R. McKinnom. Washington DC: Brooking Institution, 1973.
51. Волик І. М. Український вибір моделі корпоративного управління / І. М. Волик. Економічні науки/ Фінансові відносини. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/NIEK_2006/Economics/17511.doc.htm.
52. Миркин Я. Как структура собственности определяет фондовый рынок / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 1. –С.13–15.
53. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учебник для ВУЗов [Под ред. Проф. О. И. Дегтярёвой, проф. М. Н. Коршунова, проф. Е. Ф. Жукова]. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 501 с.
54. Представництво Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.facebook.com/pages/WSE-Repoffice/195244900688>
55. Польща планує продати фондову біржу через IPO/ Відомості ДКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.vidomosti.com.ua/ukr/news/polshca-planu-prodati-fondovu-brju-cherez->.

56. Капіталізація ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/>.
57. Шапран В. Ринок цінних паперів у Польщі / В. Шапран // Цінні папери України. – 2006, – № 1 (393). – С.18–19.
58. Jacek Socha. Rynek papierów wartościowych w Polsce/ Jacek Socha – Warszawa.: Olympus, 2003. – 565 s.
59. Білоченко А. М. Ринок фінансових послуг Республіки Польща / А. М. Білоченко // Фінанси України. – 2007. – №5. – С. 86–95.
60. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http // www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
61. Сарна А. Финансовый сектор Украины занимает достойное место в структуре польских инвестиций/ Аркадій Сарна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http//www.banksinfo.kiev.ua](http://www.banksinfo.kiev.ua).
62. Шапран В. Ринок цінних паперів Польщі / Віталій Шапран // Цінні папери України. – 2006. –№1(393). – С.18–19.
63. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. // Голос України від 12. 03. 2003 р., 2003. – №45.
64. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004 -2009 рр. Офіційний сайт ДКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>.
65. Закон України «Про банки і банківську діяльність» № 212-III від 7 грудня 2000 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14>.
66. Методика розрахунку економічних нормативів регулювання діяльності банків в Україні затверджена Постановою правління НБУ № 489 від 28.11.2001 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nbu.gov.ua/Portal/Natural/VKNU/Yur/2007_7476.pdf.
67. Указ Президента України «Про затвердження Стратегії інтеграції України до Європейського Союзу» № 615/98 від 11 червня 1998 р. №

- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=615%2F98//>.
68. Метлушко О. В. Порівняльний аналіз моделей ринку цінних паперів / О. В. Метлушко // Вісник Львівської державної фінансової академії. – 2009. – № 16. – С. 52–62.
 69. Тертышный С. А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа / С. А. Тертышный. – СПб. : Питер, 2004. – 200с.: ил. – [Серия «Краткий курс»].
 70. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом / А. А. Пересада. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
 71. Банківські операції : Підручник/ А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна та ін.; [За ред. А. М. Мороза]. – К. : КНЕУ, 2000. – 384 с.
 72. Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и Статистика, 1997. – 336 с.
 73. Кормош Ю. И. Банки на фондовом рынке: правовое регулирование [Учеб-практ. Пособие] / Ю. И. Кормош. – М. : Дело, 2002. – 288 с.
 74. Мишкін, Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Пер. з роти.] / Фредерік С. Мишкін. – К.: Основи, 1998. – 963 с.
 75. Мещерова Н. В. Организованные рынки ценных бумаг / Н. В. Мещерова. – М. : Логос, 2000. – 200 с.
 76. Законодавство Європейського Союзу щодо ринків цінних паперів // Фінансовий ринок України. – 2009. – №3 (65). – С. 13–18.
 77. Стандарти регулювання ринку цінних паперів у європейському співтоваристві. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.djerelo.com/index.php?option=com_content&task=view&id=5560&Itemid=387.
 78. Sarbanes – Oxley Act of 2002. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sensate.gov>.
 79. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку / А. Яценюк // Вісник НБУ. – 2004. – № 11. – С. 4–9.

80. Этерис Юджин. Прошлое, настоящее и будущее директивы MiFID (Часть 2)/ Юджин Этерис// The baltic-course. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.baltic-course.com/rus/es_baltija/?doc=1387&underline=%D0%BE%D0%B3%D1%80%D0%B5&ins_print.
81. Програма оперативних дій щодо регулювання фінансового ринку у разі фінансової кризи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.aub.com.ua/atachs/progrikizzah.doc>.
82. Ворошилов Д. Реформа финсистемы США повысит прозрачность банковской сферы – Обама/ Денис Ворошилов/ РИА- Новости. 22.04.2010 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rian.ru/world/20100422/225634384.html>
83. G 20 не домовилися про глобальний податок на банки / Економічна правда 06.06.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2010/06/6237495/>.
84. Європі пропонують рятувати банки за рахунок спец податку / Економічна правда 26.05.2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/2010/05/26/236475/>.
85. Тарасенко О. Роль та місце ринку цінних паперів у забезпеченні інвестиційної складової розвитку економіки / О. Тарасенко // Ринок цінних паперів. – 2004. – №5–6/2004. – С.50–54.
86. Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України, схвалена Постановою Верховної Ради України № 342/95 від 22.09.1995 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=342%2F95-%E2%F0&test=sGpOe9oLdME8w>.
87. Кузнецова А. Я. Удосконалення фінансово-кредитного стимулювання фінансово-кредитного стимулювання інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні : Монографія / За науковою редакцією к.е.н., доу. Пшика Б. І. / Університет банківської справи НБУ (м. Київ) – К.: УБС НБУ, 2010. – 263 с. (С. 10-21).

88. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/> -.
89. Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/lavs/main.cgi?nreg=z0049-07>.
90. Кравченко Ю. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах [Учебное пособие] / Ю. Кравченко. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. – 528 с.
91. Закон України «Про національну депозитрану систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» № 710/97-ВР від 10.12.1997 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=710%2F97-%E2%F0//>.
92. Аналітична інформація про діяльність щодо ведення реєстрів власників іменних цінних паперів на фондовому ринку України у IV кварталі 2008 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/%28S%28km2ggh55baw3e055hoaqs421%29%29/S%28howPage.aspx?PageID=290>
93. Закон України «Про акціонерні товариства» № 514-VI від 17.09.2008 р. //Урядовий кур'єр, 10.2008. – №202 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=514-17>.
94. Метлушко О. В. Економічні та юридичні аспекти реєстраторської діяльності / О. В. Метлушко // Наукові записки Тернопільського педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка. – 2008. – № 22. – С. 93–98. – (Серія : Економіка).
95. «Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності щодо ведення реєстру власників іменних цінних паперів» Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 227 від 31. 03. 2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ssmsc.gov.ua:8080/3/1/2/176/enclosure.doc.
96. Руденко Т. Місце банків на фондовому ринку, зберігачі / Т. Руденко, О. Куш // Цінні папери України, 2003. – № 43. – С.10–12.

97. Брус С. І. Діяльність банків як зберігачів і реєстраторів на фондовому ринку України / С. І. Брус // Економіка і прогнозування. – 2006. – №2. – С. 117–124.
98. Новашина Т. С. Операции банков с ценными бумагами / Московская финансово-промышленная академия / Т. С. Новашина, С. В. Криворучко. – М., 2005. – 367 с.
99. Офіційний сайт ВДЦП. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ausd.com.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=134&Itemid=191.
100. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом I півріччя 2008 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу: ko.ssmc.gov.ua:8080/8/3/2008-06.doc.
101. Білоус О. А. Операції комерційних банків на ринку цінних паперів / О. А. Білоус // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 93–98.
102. Банківські операції: Підручник / За ред. д. е. н., проф. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль: Вид-во ТНЕУ «Економічна думка», 2009. – 696 с.
103. Тиркало Р. І. Банківські операції з цінними паперами: Монографія / Р. І. Тиркало, І. С. Кравчук. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 211 с.
104. Офіційний сайт. Перша фондова торгівельна система [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.com/uk>
105. Кузнецова Е. Правовое регулирование услуг французских банков по размещению ценных бумаг других эмитентов/ Е. Кузнецова // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №9. – С. 59–61.
106. Статутний капітал профучасників фондового ринку // Цінні папери України. – 2008. – №22 (514) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.securities/org/ua>.
107. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций / [Я. М. Миркин, С. В. Лосев, Б. Б. Рубцов и др.]; Саморегулируемая организация «Национальная фондовая ассоциация». –

- М.: Альпина Бизнес Букс, 2004 г. – 534 с. (Проект «Развитие Андеррайтинга в России»).
108. Офіційний сайт інформаційного агентства Cbonds [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cbonds.info>.
109. Боргові змагання // Finance.ua. Про гроші/ 16.08.2007 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ru/orgtrg/~2/1/274/104324>.
110. Метлушко О. В. Застосування андеррайтингу у банківській практиці / О. В. Метлушко // Світ фінансів. – Тернопіль. – 2009. – № 3. – С. 160–165.
111. Метлушко О. В. Операції комерційних банків з андеррайтингу / О. В. Метлушко // Шевченківська весна: Економіка : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. студ., аспірантів та молодих вчених, (Київ, 23–26 берез. 2009 р.). Вип. VI / за заг. ред. проф. В. Д. Базилевича, – К. : Сталь, 2009. – С. 311–314.
112. Шапран В. Посередницькі операції комерційних банків на ринку корпоративних цінних паперів в Україні / В. Шапран // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 1–2. – С. 42.
113. Банковское дело / [под ред. В. И. Колесникова]. – М. : ФиС, 1998. – 459 с.
114. Розвиток діяльності з управління цінними паперами // Цінні папери України. – 2008. – №15 (507).
115. Білоусова Н. Довірче управління: індивідуальний підхід/ Н. Білоусова // Щоденна всеукраїнська газета «День». – 2008. – № 66.
116. Доверительное управление ценными бумагами [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://leschishin.org/review/r009.php>.
117. Пшик Б. Напрями діяльності українських банків у сфері корпоративного фінансування/ Б. Пшик // Вісник НБУ. – 2005. – № 7. – С. 40–44.
118. Білошапка В. С. Банки України на ринку цінних паперів: автореф. Дис. Канд. Екон. Наук: 08.04.01 / В. С. Білошапка; Київ. Нац. Екон. Ун-т. — К., 1999. — 19 с.

119. Миркин Я. М. Банковские операции [Учеб. Пособие. Часть 3] Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков / Я. М. Миркин. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 144 с.
120. Тимчасове положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх випуск (07-01/96). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1034.344.1>
121. Річні звіти Національного банку України за 2003-2009 рр. Офіційний сайт НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/Publication/Of_vydan/index.htm.
122. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банку та розміру статутного капіталу» від № 133-V 14 вересня 2006 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=133-16>.
123. Постанова Національного банку України «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» № 368 від 28. 08. 2001 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.uazakon.com.
124. Офіційний сайт Асоціації українських банків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.aub.com.ua/.
125. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ssmc.gov.ua:8080/8/3/2008-06.doc.
126. Метлушко О. В. Стимулювання ділової активності банків на ринку цінних паперів / О. В. Метлушко // Наука й економіка. – 2009. – № 4. – С. 110–116.
127. Леонов Д. А. Перспективні напрями розвитку інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні/ Д. А. Леонов, Є. М. Смаглюк // Фінанси України. – 2007. – №2. – С. 56–68.
128. Назарчук М. Проблеми організованого ринку цінних паперів України / М. Назарчук М., Г. Курбацький // Цінні папери України. – 2005. – № 13 (353). –С. 22–24.

129. Міньков В. І. Деякі особливості розвитку фондового ринку / В. І. Міньков // Фінанси України. – 2005. – № 12. – С.104–114.
130. Кузнецов В. М. Технический анализ рынка ценных бумаг / В. М. Кузнецов, А. С. Овчинников. – М. : ИНФРА-М, 1996. – с. 143.
131. Брітченко І. Роль комерційних банків у розбудові фондового ринку України / І. Брітченко, Р. Перепелиця // Вісник НБУ. – 2005. – № 4. – С. 23–27.
132. Шапран В. С. Будущее рынка корпоративных облигаций в Украине / В. С. Шапран // Рынок Ценных Бумаг. – 2003. – № 17(248). – С. 48–51.
133. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України затверджена Постановою Правління НБУ 03.10.2005 N 358 [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://zakon.nau.ua/doc/?code=z0801-03>.
134. Студенніков М. А. Корпоративні облігації як одне із джерел формування ресурсної бази комерційних банків України / М. А. Студенніков, М. М. Шевченко [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/6._NMIV_2007/Economics/19346.doc.htm.
135. Войтицкая Л. Банк «Надра» уступил кредиторам 12 млн. долларов / Л. Войтицкая // Дело. – 2010. – № 86.
136. Черный Р. Украину быстро рас купили/ Р. Черный // Коммерсант Украина. – 2010. – № 66.
137. Офіційний сайт інвестиційної компанії Astrum Investment Management [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.astrum.ua/AboutUs/about-us-home.aspx>.
138. Руденко Т. Ринок корпоративних облігацій: сьогодні та завтра/Т. Руденко, О. Куш // Цінні папери України. – 2003. – С. 16.
139. Шевченко П. Фондовий ринок: хроніки падіння/ Петро Шевченко // Фондовий ринок. – 2009. – № 3. – С. 6–9.
140. Метлушко О. В. Операції банків з цінними паперами в період кризи / О. В. Метлушко // Сучасна наука в мережі Інтернет : матеріали V Всеукр.

- наук.-практ. конф. (Київ, 26–28 лютого 2009 р.). Ч. 1 / – К. : Ін. наук. прогноз., Крим. ін. економіки та господар. права, 2009. – С. 42–44.
141. Тенденції розвитку фондового ринку // Цінні папери України. – 2008. – № 43 (535).
142. Акціонери Промінвестбанка утвердили результати розміщення акцій [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrbanks.info/news/AKCIONERY-PROMINVESTBANKA-UTVERDILI-REZULQTATY-RAZMEWENIJa-AKCII.html>
143. Злиття та поглинання в Україні // Цінні папери України. – 2008. – № 42 (534).
144. Карайченцева Г. О. Технології залучення інвестиційних ресурсів на ринку цінних паперів / Г. О. Карайченцева // Збірник наукових праць НДФІ. – 2005. – № 3. – С. 27–31.
145. Реверчук С. К. Управління і регулювання інвестиційною діяльністю [Наукова монографія] / [За ред. Д.є.н., проф. С. К. Реверчука] / С. К. Реверчук, Л. Г. Кльоба, М. Б. Паласкевич. – Львів: «Тріада плюс», 2007. – 352 с.
146. Стойко О. Я. Банківські операції [підручник] / О. Я. Стойко [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://books.efaculty.kiev.ua/bank/1/r5/>.
147. Постанова НБУ «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності комерційних банків в Україні» від 28. 08. 2001 р. № 368. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=z0323-98>.
148. Шапран В. С. Банки на ринку цінних паперів: німецьку модель «саджають за ґрати» / В. Шапран // Цінні папери України. – 2004. – №21 (309). – С. 22–23.
149. Структура активів банків України станом на 01.10.2008 р.(в розрізі банків) // Вісник НБУ. – 2008. – №12. – С. 42–47.
150. Структура активів банків України // Бюллетень НБУ. – 2008. – №6 (183). – 177 с.

151. Портфельне інвестування. Навчальний посібник / [А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева]. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
152. Про затвердження Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України. Постанова правління НБУ від 26. 09. 2006 р. № 378 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=z1120-06>
153. Міщенко С. В. Проблеми забезпечення ліквідності банків на основі викривлення механізмів рефінансування / С. В. Міщенко // Банківська справа. – 2009. – № 8. – С. 75–88.
154. Метлушко О. В. Інвестиції комерційних банків в цінні папери / О. В. Метлушко // Фінансово-кредитна система України в умовах інтеграційних та глобалізаційних процесів : матеріали VIII наук.-практ. конф. студ. та аспірантів, (Черкаси, 21–22 трав. 2009 р.) / відп. за вип. Н. М. Пантелєєва, – Черкаси : ЧІБС УБС НБУ, 2009. – С. 161–163.
155. Кондрашихін А. Б. Регіональні особливості функціонування ринку цінних паперів / А. Б. Кондрашихін // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 3 (21). – С. 34–39.
156. Актуальна інфраструктура фондового ринку регіону. Інфраструктура фондового ринку Тернопільської області за станом на 01. 12. 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://te.ssmsc.gov.ua/showpage.aspx?pageid=619>.
157. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Тернопільська область [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ko.ssmsc.gov.ua:8080/4/2002/2.3.19.shtml>.
158. Аналіз регулярної річної інформації за 2007 рік емітентів цінних паперів області [Електронний ресурс]. – Режим доступу:- - <http://te.ssmsc.gov.ua/showpage.aspx?pageid=612>.
159. Звіт про роботу Тернопільського територіального управління ДКЦПФР. – Тернопіль, 2008.

160. Звіт про роботу Тернопільського територіального управління ДКЦПФР. – Тернопіль, 2009.
161. Метлушко О. В. Регіональні аспекти діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів / О. В. Метлушко // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Управління активами регіону на основі їх капіталізації. – 2009. – № 3. – С. 36–49.
162. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 475/96-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=448%2F96-%E2%F0->.
163. Постанова про затвердження Правил ведення аналітичного обліку в банках України. N 79 (z0237-09) від 17.02.2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0719-05>
164. Словник законодавчих термінів. Фонд банківського управління [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1078.13529.0>.
165. Постанова НБУ «Про затвердження Правил бухгалтерського обліку операцій довірчого управління в банках України від 12.11.2003 N 498 [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=z1114-03>.
166. Пальцевич Г. Т. Ринок цінних паперів [навчальний посібник] / Г. Т. Пальцевич, В. В. Подплетній. – Кіровоград : ТОВ ПВЦ «Мавік», 2002. – 238 с.
167. International Convergence Measurement and Capital Standards//Basel Committee on Banking Supervision, BIS. – Basel (Belgium), June 2004. – 251 р.
168. Інструкція «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» затверджена Постановою правління НБУ від 28.08.2001 р. № 368 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0229-07.

169. Методика розрахунку економічних нормативів регулювання діяльності банків в Україні затверджена Постановою правління НБУ від 28.11.2001 р. № 489 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nbu.gov.ua/Portal/Natural/VKNU/Yur/2007_7476.pdf
170. Лупенко Ю. В. Напрями удосконалення нормативно-правового регулювання ринку цінних паперів України / Лупенко Ю. В. // Наукові праці НДФІ. – 2009. – № 1 (46).
171. Луців Б. Л. Актуальні проблеми регулювання ринку цінних паперів / Б. Л. Луців, О. В. Метлушко // Стан та проблеми інноваційної розбудови України 2007 : матеріали V Всеукр. наук.-практ. конф. (Дніпропетровськ, 14–15 берез. 2007 р.). Т. 1 : Фінансова політика України: проблеми реформування та шляхи їх вирішення / відп. ред. С. В. Єкімов, – Дніпропетровськ : Дніпропетр. нац. ун., 2007. – С. 65–70.
172. Кий О. Саморегулювання на фінансовому ринку: реалії та перспективи. Матеріали виступу на VI фінансовому форумі [«Державне регулювання на фінансовому ринку України»]. (м. Одеса, 4–6 вересня 2008 р.) Україна фінансова інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку / О. Кий [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/012.htm.
173. Интернет-конференция Председателя Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.garweb.ru/conf/fcsm/20030827>.
174. Титов А. В Украине создается единый финансовый мегарегулятор / Александр Титов // Дело «Инвестгазета». – 04.07.2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://delo.ua/ekonomika/makroekonomika/v-ukraine-edinyj-finansovuj-megareguljator-109098/>.
175. Банкиры объяснили в чем почва для коррупции в Нацбанке // «Дело» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://delo.ua/dengi/banki/bankiry-objasnili-v-chem-dlja-korruptcii-v-nacbanke-106675/>.

176. Бірюк С. Державне регулювання ринку цінних паперів України в посткризовий період/ Сергій Бірюк // Україна фінансова: інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/135.htm.
177. Проект рекомендації П'ятого міжнародного фінансового форуму «Державне регулювання та іноземний капітал на фінансовому ринку України 2007» 28–30 червня 2007 р. – Одеса [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/forum/005.htm>
178. Кондрашихин А. Б. Фондовый рынок (Рынок ценных бумаг) [Учебное пособие]. / А. Б. Кондрашихин, В. Г. Рожманов, Т. В. Пепа, В. А. Федорова. – К. : Центр учебной литературы, 2008. – 376 с.
179. Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент в банку. [Підручник. – 2-ге вид., доп. і перер.] / Л. О. Примостка. – К.: КНЕУ, 2004. – 468 с.
180. Бланк И. А. Управление финансовыми рисками / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2005. – 600 с.
181. Лаврушин О. И. Банковские риски: учебное пособие; [Под ред. Д-ра экон. Наук, проф. О. И. Лаврушина и д-ра экон. Наук, проф. Н. И. Валенцевой]. – М.: КНОРУС, 2007. – 232 с.
182. МВФ підтримує український ринок цінних паперів // Економічна правда, 15 листопада 2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/news/4a70750e9104f/>.
183. Економіко-математичне моделювання : Навчальний посібник / [За ред. О. Т. Іващука]. –Тернопіль: ТНЕУ «Економічна думка», 2008. – 704 с.
184. Заруцька О. П. Дослідження особливостей банківських ризиків для банків України з використанням карти Кохонена / О. П. Заруцька // зб. тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції : у 2 т. [«Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України»]. – Т. 1 (Суми, 12–13 листопада 2009 р.): у 2 т. / Державний вищий навчальний

- заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ». – 2009. – Т. 1. – С. 91–94.
185. Іващук О. Т. Методи економетричного аналізу даних у системі STADIA [Навчальний посібник] / О. Т. Іващук, О. П. Кулаїчев. – Тернопіль: ТАНГ, 2001. – С. 151.
186. Метлушко О. В. Комерційні банки на ринку трастових операцій / О. В. Метлушко // Науковий вісник Державної академії статистики, обліку та аудиту. – 2009. – № 3. – С. 62–65.
187. Метлушко О. В. Вплив фінансової кризи на реєстраторський бізнес / О. В. Метлушко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доп. XII Всеукр. наук.-практ. конф., (Суми, 12–13 лист. 2009 р.). Т. 1 / гол. ред. проф. А. О. Єпіфанов, – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 144–146.
188. Рудненко Т. Б. Векселя в економіке України в умовах кризиса ликвидности [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http // www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua).
189. Рудненко Т. Аналіз операцій банків з векселями / Т. Рудненко, О. Куш // Вісник НБУ. – 2003. – № 5. – С. 43–47.
190. Проект Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні / Проекти регуляторних актів. 10. 01. 2008 р.

ДОДАТКИ

Додаток А

Трактування терміну «ринок цінних паперів»

Термін	Автор
Ринок цінних паперів – це сегмент фінансового ринку, що охоплює грошовий ринок та ринок капіталів за допомогою особливого типу інструментів – цінного паперу – забезпечує акумуляцію, розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів	Чередніченко Н. І. [14, с. 14]
Ринок цінних паперів – це частина ринку позичкових капіталів, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів	Загородній А. Г., Загорський В. С., Вознюк, Г. Л., Шпак Н. О. [23, с. 92]
Ринок цінних паперів – це частина фінансового ринку, на якій здійснюється весь комплекс операцій по багатовекторному руху капіталів, від емісії фондових цінностей до переходу коштів від інвесторів до емітентів, а також зміна власника цінних паперів через проведення торгівельних операцій	Лященко В. И. [24, с. 9-10]
Ринок цінних паперів – це частина ринку капіталів, де здійснюється купівля-продаж цінних паперів	Оскольський В. В. [25, с. 4]
Ринок цінних паперів – це відносини, що виникають в процесі залучення коштів шляхом розміщення й обігу цінних паперів, з приводу розподілу і перерозподілу частини вартості, яка створюється функціонуючими капіталами, що представлені цінними паперами	Загорський В. С. [26, с. 37]
Ринок цінних паперів – це сегмент, що значною мірою впливає на розвиток фінансового ринку, на якому за незначний час створюються необхідні умови та відбувається швидка мобілізація, ефективний розподіл і раціональне розміщення фінансових ресурсів у соціально-економічному просторі держави із урахуванням інтересів та потреб суспільства шляхом здійснення емісій цінних паперів різними емітентами	Павлов В. І., Кривов'язнюк І. В. [27, с. 7]
Ринок цінних паперів – це частина «фінансового ринку, що охоплює відносини, пов'язані з цінними паперами»	Мендрул О. Г., Павленко І. А. [29, с. 8]
Ринок цінних паперів – це структурна складова ринку капіталів і грошового ринку	Калина А. В., Корнеєв В. В., Кошєєв А. А. [30, с. 7]
Ринок цінних паперів – це гнучкий і ефективний регулятор відтворювального процесу і фінансового забезпечення, механізм акумулювання і мобілізації вільних грошових коштів інвесторів	Маковецький М. Ю. [33, с. 101-102]

Додаток Б

Обсяги емісії цінних паперів у зарубіжних країнах [32, с. 135]

Країни	Частка емісії цінних паперів (діапазон співвідношень)		
	Акції	Облігації	Комерційні папери
США	25-30	50-55	15-25
Японія	25-40	60-65	0-10
Велика Британія	80-85	10-15	0-10
Німеччина	48-50	50-55	0-2
Франція	60-65	30-35	5-10
Канада	60-65	30-40	15-20
Італія	40-55	52-53	-

Додаток В

Виконання рекомендацій «Групи 30»
центральними депозитаріями світу [49, с. 23]

Рекомендація	Так, %	Ні, %	Планується, %
Торгова звірка для прямих учасників	79	19	2
Торгова звірка для непрямих учасників	37	54	9
ЦДЦП	100	0	0
Система заліку	61	31	8
Поставка проти платежу	75	17	8
Грошові фонди, доступні того ж дня	78	20	2
Кінцеві розрахунки T+3	64	28	8
Позички ЦП	47	36	17
Кодифікація за стандартами МОС	70	20	10

Додаток Д
Виконання рекомендацій «Групи 30» в Україні [49, с.23]

Рекомендація	Поточний стан	Завдання
Порівняння торгової інформації, наданої прямими учасниками в строк T+1	Здійснюється в строк T+1 із державними ЦП та в пілотних угодах із корпоративними ЦП	Поширення цих умов на всі угоди із ЦП, які повинні здійснюватися лише через ЦДЦП
Отримання підтверджень непрямыми учасниками в строк T+1	Не реалізовано	Створення єдиної системи електронного переказу інформації в межах національної депозитарної системи
Наявність ЦДЦП, що охоплює широке коло суб'єктів фондового ринку	Наявність НДУ як «регулятивного депозитарію»; Міжрегіонального фондового союзу – всеукраїнського клірингового депозитарію як «операційного депозитарію» для корпоративних ЦП; НБУ як центрального депозитарію для державних ЦП	Об'єднання всіх депозитаріїв у єдиний ЦДЦП
Забезпечення можливостей іmobілізації або дематеріалізації ЦП	Є необхідна законодавча база	Проведення організаційних заходів щодо дематеріалізації ЦП
Впровадження бруто-розрахунків у режимі реального часу системи торгових заліків	Підготовлено законодавчу та нормативну бази	Створення клірингового депозитарію
Забезпечення умов для здійснення операцій із ЦП у режимі «поставка проти платежу»	Реалізовано частково	Розробка стандартів документообороту та депозитарного обліку для забезпечення роботи клірингового депозитарію
Здійснення платежів за операціями із ЦП за рахунок грошових фондів, доступних у день здійснення операції	Реалізовано частково. Є законодавча та нормативна бази	Створення єдиного ЦДЦП і розрахункового банку
Забезпечення умов для завершення всіх розрахунків за операціями із ЦП у строк T+3	Реалізовано частково. Є законодавча та нормативна бази	Розробка відповідних стандартів документообігу та обліку операцій
Забезпечення умов для проведення операцій з отримання та надання кредитів у ЦП	Не реалізовано	Розробка відповідних стандартів документообігу та обліку операцій
Впровадження стандартів МОС для ЦП	Реалізовано частково. Є законодавча та нормативна бази	Розробка відповідних стандартів та системи кодифікації. Проведення кодифікації (нумерації) усіх ЦП

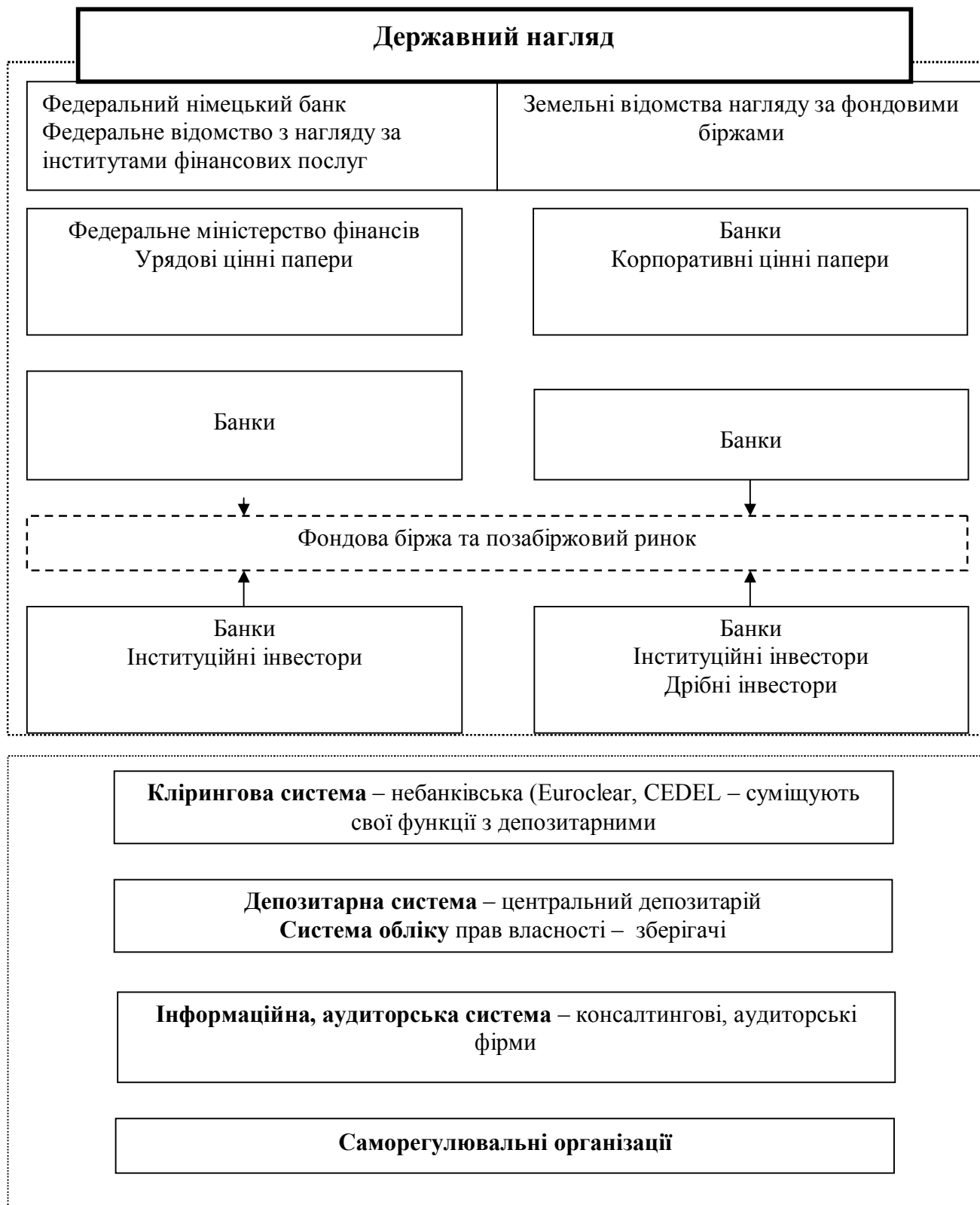
Додаток Ж

**Англо-американська модель організації фондового ринку
(на прикладі США) [42, с. 15]**



Додаток 3

**Європейська модель організації фондового ринку
(на прикладі Німеччини) [42, с. 17]**



Додаток К

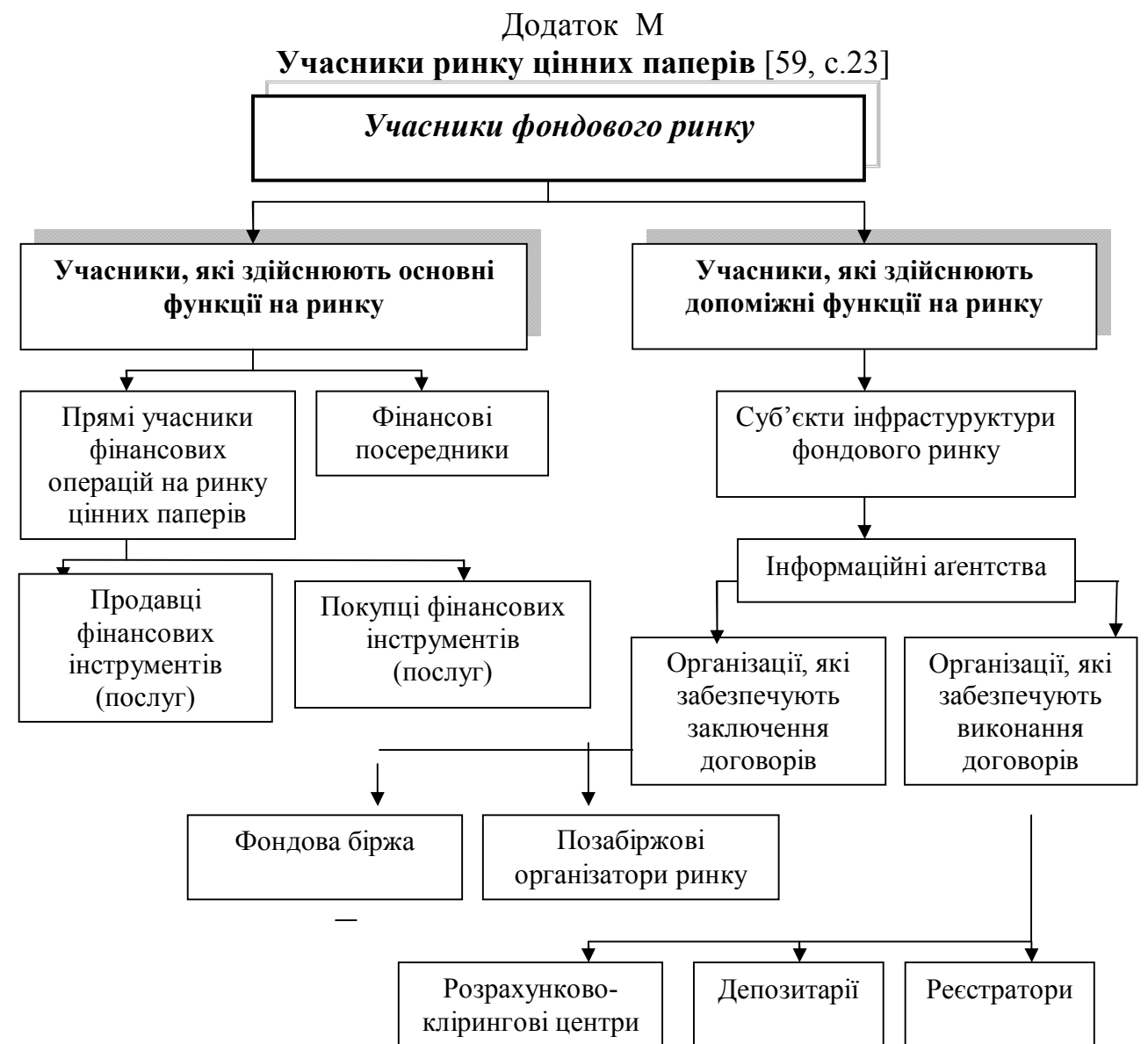
Найбільші фондові ринки світу за обсягом капіталізації [65, с. 16]

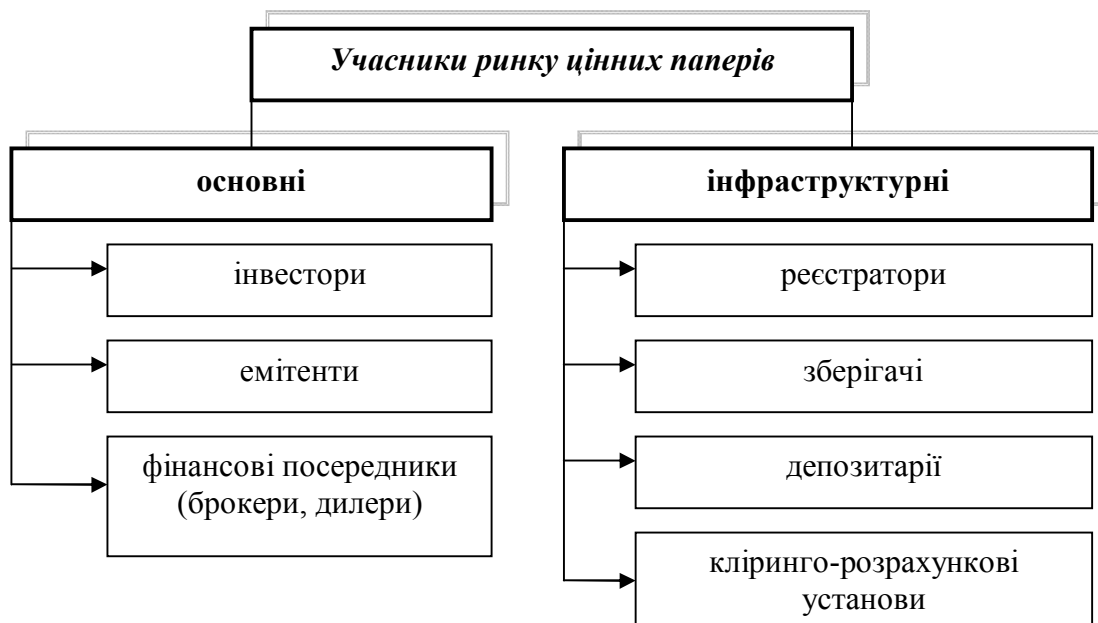
Ранг	Ринки цінних паперів
1	США
2	Японія
3	Німеччина
4	Великобританія
5	Франція
6	Канада
7	Швейцарія
8	Італія
9	Австралія
10	Ізраїль

Додаток Л

Порівняльний аналіз англо-американської та європейської моделей ринку цінних паперів [42, с. 18]

Ознака порівняння	Англо-американська модель (на прикладі США)	Європейська модель (на прикладі Німеччини)
Можливості поєднання професійної діяльності на ринку цінних паперів	Комерційним банками забороняється займатися інвестиційною діяльністю, а інвестиційним – класичними банківськими операціями. Існують обмеження на поєднання професійної діяльності на ринку цінних паперів	Банкам дозволено поєднувати звичайні банківські операції з операціями на ринку цінних паперів. Учасники ринку цінних паперів можуть поєднувати декілька видів професійної діяльності
Роль банків на ринку цінних паперів	Можуть здійснювати лише кастодіальну діяльність	Надають повний спектр фінансових послуг, можуть виконувати кастодіальну діяльність
Тип системи обліку на цінні папери	Розподілена система	Централізована система, закріплена законодавчо
Наявність і роль реєстраторів	Реєстратори здійснюють ведення реєстрів і знаходяться на першому рівні системи обліку прав на цінні папери	Реєстраторів у звичайному для нас розумінні не існує
Ступінь державного регулювання	Жорстке регулювання, нагляд і контроль за поведінкою учасників операцій з цінними паперами з боку держави	Низький рівень централізації нагляду і контролю, наглядові функції виконує і держава, і суб'єкти федерації
Роль номінальних утримувачів	«Розщеплення» закріплених цінним папером прав між власником і номінальним утримувачем. У власника залишається тільки право на отримання доходу	«Розщеплення» не допускається. У реєстрі завжди зазначається власник. Номінальному утримувачу дається доручення виконувати певний набір дій або цінні папери передаються йому в заставу (з переходом всіх прав, закріплених





Додаток П

**Країни з розвинутими ринками цінних паперів і ринками,
що розвиваються [65, с. 14]**

Ринки	Європа	Азія, Австралія, Океанія	Північна Америка	Латинська Америка	Африка
Розвинуті ринки цінних паперів	Австрія Бельгія Великобританія Німеччина Данія Іспанія Люксембург Нідерланди Норвегія Фінляндія Швейцарія Швеція	Австралія Гонконг Ізраїль Кувейт Нова Зеландія Сингапур Японія	Канада США	-	-
Ринки, що розвиваються	Угорщина Греція Кіпр Польща Португалія Росія Словаччина Чехія Україна	Бангладеш Єгипет Індія Індонезія Іран Йорданія Китай Південна Корея Малайзія Оман Пакистан Тайвань Тайланд Туреччина Філіпіни	-	Аргентина Барбадос Бразилія Венесуела Колумбія Коста-Ріка Мексика Панама Перу Тринідад і Тобаго Уругвай Чілі Еквадор Ямайка	Ботсвана Зімбабве Кенія Кот-д'Івуар Марокко Намібія Нігерія Свазіленд Туніс ПАР

		Шрі-Ланка		
--	--	-----------	--	--

Додаток Р

Основні директиви Ради ЄС, що визначають фундаментальні умови та принципи створення, розвитку та функціонування ринку цінних паперів¹

№ з/п	Директиви	Характеристика
1	Директива № 79/279	Встановлює створення мінімальних вимог до цінних паперів при допуску їх до обігу на національних фондових біржах, а також визначає обов'язки емітентів публікувати щорічні звіти про результати господарської діяльності та фінансовий стан емітента;
2	Директива № 80/390	Регулює порядок подання емітентами проспектів про випуск цінних паперів при допуску їх до котирування на фондових біржах країн-учасниць;
3	Директива № 85/611	Регулює порядок створення діяльності підприємств колективного інвестування /інвестиційних фондів та інвестиційних компаній
4	Директива № 88/627	Встановлює обов'язок інвесторів та емітентів повідомляти про зміни у володінні істотними та контрольними пакетами цінних паперів, які дають право голосу;
5	Директива № 89/592	Забороняє торгівлю цінними паперами особам, які наділені інсайдерською інформацією, тобто інформацією, не опублікованою для всіх інших інвесторів;
6	Директива № 89/298	Вимагає, щоб емітенти, цінні папери яких випускаються у вільний обіг, публікували проспекти про випуск цінних паперів;
7	Директива № 90/211	Встановлює, що проспекти про випуск цінних паперів, де б вони не обертались – на біржовому чи позабіржовому ринку, зареєстровані компетентним державним органом однієї країни, повинні визнаватись в інших країнах за умови, що минуло не більше трьох місяців з дня їх опублікування у своїй країні;
8	Директива № 93/22,	Врегулює порядок здійснення інвестиційної діяльності у сфері цінних паперів.

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [76]

Додаток С

**Перелік реєстраторів, що мають найбільшу кількість укладених договорів
на ведення реєстрів власників іменних цінних паперів за станом
на 30. 09. 2009 р.¹ [92]**

№ п/п	Код за ЄДРПОУ	Назва	Кількість емітентів
1	14360570	ПАТ КБ «ПриватБанк»	1442
2	00039002	ПАТ «Промінвестбанк»	688
3	00039019	АКБ «Укрсоцбанк»	419
4	24572971	ЗАТ «Компанія «Базис-реєстр»	288
5	23908661	ТОВ «Співдружність»	285
6	24077020	ПАТ «ОКМА»	269
7	22362711	ТзОВ «Р-Д-Р»	203
8	24381627	ВАТ «КОМЕКС-РЕЄСТРАТОР»	156
9	25126877	ТОВ «Реєстр-Сервіс»	151
10	31221747	ТОВ «Скіф»	150
11	23305624	ТОВ-фірма «Рівненський РКЦ»	149
12	24101605	ВАТ «Фінансова компанія «Укрнафтогаз»	143
13	23920921	ТОВ «ТПФР»	139
14	22181143	ТОВ ФК «Реєстратор-Сервіс»	133
15	24261142	ТОВ «Українська реєстраційна компанія»	128
16	24031755	ЗАТ «Південний реєстратор»	127
17	24680117	ТОВ «Ре Ста»	126
18	24366757	ТОВ «МРЦ»	125
19	30601250	ТОВ «Базис-Реєстр-Полтавський»	122
20	22343054	ТзОВ «Карпати-реєстратор»	122
21	25587130	ТОВ «Прибуток-реєстр»	119

22	31355165	ТОВ «ІНГ Реєстратор Україна»	118
23	22065419	ЗАТ «Акція-Реєстр»	117
24	23730267	ТОВ «РКФ «Акціонер»	116
25	20830718	ЗАТ ДКК «Український реєстратор»	110

¹Примітка. За наданими даними відповідно до вимог Положення

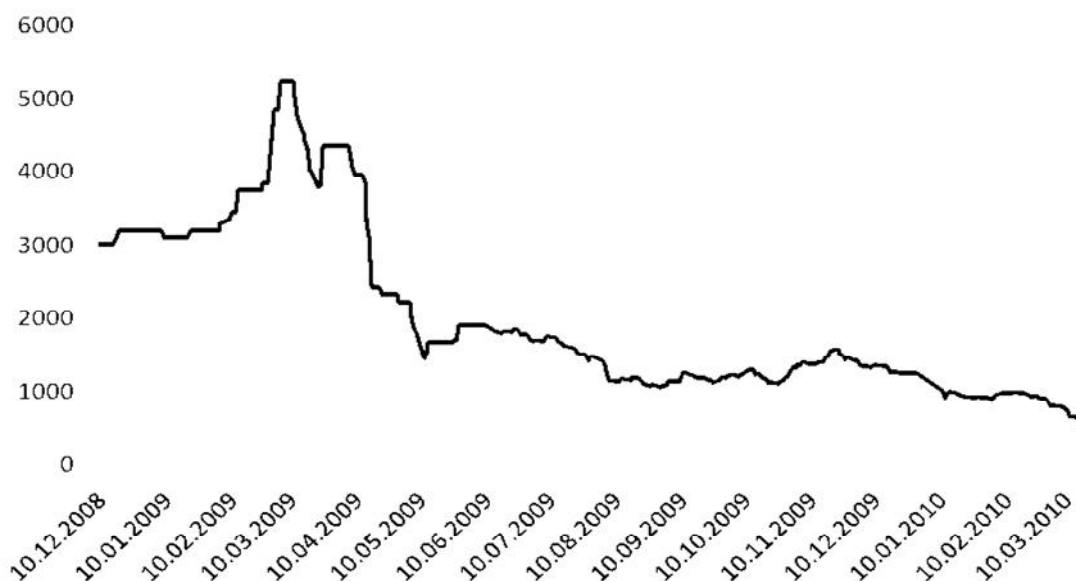
Додаток Т

ТОР-5 корпоративних облігацій та ТОР-5 торговців корпоративними облігаціями в ПФТС в 2009 р. [104]

№ з/п	Назва емітента	№ з/п	Назва торговця цінними паперами
1	Котирувальний список 1 рівня АБ «Хрещатик» (серія Е)	1	ТОВ «Інвестиційний Капітал Україна»
2	Котирувальний список 2 рівня «Іпобанк» (серія А)	2	ПАТ «ІНГ Банк Україна»
3	Перший Український Міжнародний Банк (серія В)	3	ТОВ «Фінансова група "Консалтинг та інвестиції»
4	ВТБ Банк (серія В)	4	ВАТ «Державний ощадний банк України»
5	«Укргазбанк» (серія D)	5	ТОВ «Фондова Компанія «Фінекс-Україна»

Додаток Ф

Динаміка вартості CDS України¹



¹Примітка. Побудувала автор за даними [138].

Додаток X

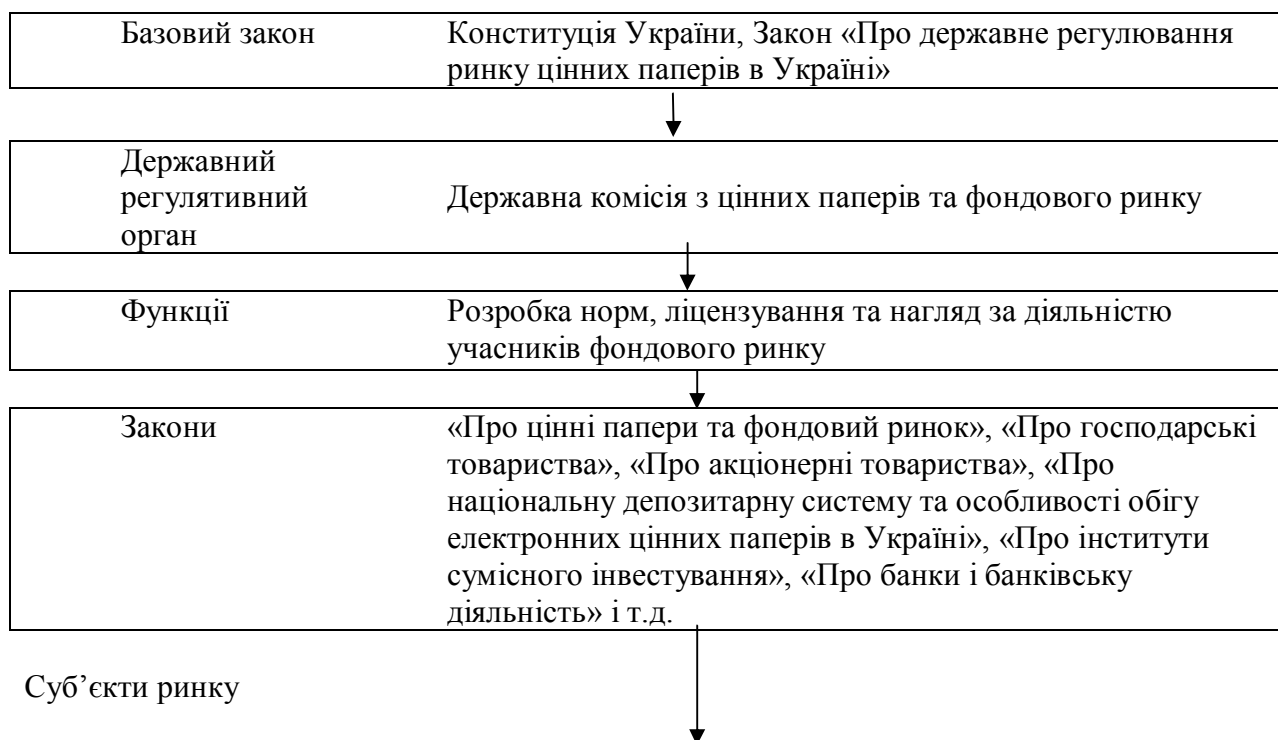
ВАРТІСТЬ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ПОРТФЕЛІ БАНКІВ у 2004-2008 рр. [150, с.166] (на кінець періоду, млн. грн.)

Показники	2004	2005	2006	2007	2008	
					I квартал	квітень
I. Цінні папери, крім акцій у портфелі банку	5971.5	10874.1	10523.4	22739.6	20624.6	19902.7
-торговий портфель	72.8	242.1	1847.5	4528.1	4500.0	4491.0
у національній валюті	72.8	242.1	1821.8	4528.1	4500.0	4491.0
в іноземній валюті	-	-	25.7	-	-	-
-на продаж	3701.8	5816.7	5945.8	12817.0	13004.6	12495.0
у національній валюті	3677.5	5751.9	5945.8	12817.0	13004.6	12495.0
в іноземній валюті	24.3	64.7	0.0	-	-	-
-до погашення	2196.8	4815.4	2730.1	5394.4	3120.0	2916.7
у національній валюті	2194.6	4814.1	2729.5	5394.4	3104.8	2893.5
в іноземній валюті	2.2	1.3	0.5	-	15.3	23.2
II. Акції в портфелі банку та інші форми участі в капіталі	2247.0	3452.8	3951.9	5930.2	6263.6	6423.2

1. Акції та інші цінні папери з нефіксованим прибутком	2069.6	3303.7	3570.5	5239.2	5407.8	5534.8
-торговий портфель	33.4	476.6	2198.8	3553.3	3569.6	3564.4
у національній валюті	33.4	476.6	2198.8	3553.3	3569.6	3564.4
в іноземній валюті	-	-	-	-	-	-
-на продаж	2036.2	2827.1	1371.7	1685.9	1838.2	1970.4
у національній валюті	2036.2	2827.1	1371.7	1685.9	1838.2	1970.4
в іноземній валюті	-	-	0.0	-	-	-
2. Інвестиції в асоційовані компанії	177.4	149.1	381.4	691.0	855.8	888.4
у національній валюті	176.1	147.9	381.4	691.0	855.8	888.4
в іноземній валюті	1.2	1.2	0.0	-	-	-
III. Резерв під знецінення цінних	292.2	402.6	279.5	292.2	277.2	269.9
-на продаж	261.9	382.0	260.9	272.0	260.5	253.5
у національній валюті	261.9	374.8	259.7	270.7	259.1	252.1
в іноземній валюті	-	7.2	1.2	1.3	1.4	1.4
-до погашення	30.2	20.6	18.6	20.2	16.7	16.4
у національній валюті	30.1	20.5	18.5	20.2	16.7	16.4
в іноземній валюті	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0

Додаток Ц

Система нагляду за діяльністю учасників ринку цінних паперів¹



Емітенти цінних паперів	Інвестори (резиденти, нерезиденти)	Фінансові посередники	Торгово-інформаційні системи	Інститути сумісного інвестування	Комерційні банки	Учасники депозитарної системи
-------------------------	------------------------------------	-----------------------	------------------------------	----------------------------------	------------------	-------------------------------

¹Примітка. Побудувала автор із використанням [90, с. 261]

Додаток Ш КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

Эвклид+Ближ.сосед

Таблица расстояний

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(2)	30,07									
(3)	370	400								
(4)	180	150	550							
(5)	70,59	100,6	300,1	250,2						
(6)	230	200,1	600	50,25	300					
(7)	160	130	530	20,03	230,2	70,11				
(8)	140	110	510	40,02	210,2	90,09	20			
(9)	11,2	21,2	380	170,1	80,1	220	150,1	130,1		
(10)	25,72	9,477	395	155,2	95,05	205	135,1	115,2	15,03	
(11)	125,2	95,43	495	55,58	195	105	35,7	16,56	115	
(12)	110	80,06	480	70,03	180,2	120	50,01	30,02	100,1	
(13)	60,03	30,27	430	120	130,2	170	100	80,03	50,09	
(14)	30,16	5,064	400	150,1	100,2	200	130	110	20,1	
(15)	35,01	5,115	405	145	105,5	195,1	125	105	25,71	
(16)	50,16	80,03	320	230	23,89	280,1	210	190	60,68	
(17)	205	175	575	25,03	275,2	25,73	45,07	65,05	195,1	
(18)	222,1	192	592	42,3	292,4	12,81	62,29	82,22	212,3	
(19)	70	40,06	440	110	140,3	160,1	90	70	60,21	
(20)	80,06	50,02	450	100	150,5	150,2	80,06	60,08	70,46	
	55,73	46,1	30,27	20,62	50,36	45,05	130	125	142	
	10,44									

К л а с т е р ы:

(список объектов) -> расстояние

(14,2) --> 5,064

(15,14,2) --> 5,115

(15,10,14,2) --> 5,832

(19,13) --> 10,2

(20,19,13) --> 10,44

(9,1) --> 11,2
 (18,6) --> 12,81
 (15,9,1,10,14,2) --> 15,03
 (12,11) --> 16,16
 (12,8,11) --> 16,56
 (18,17,6) --> 17,49
 (12,7,8,11) --> 20
 (12,4,7,8,11) --> 20,03
 (16,5) --> 23,89
 (18,12,4,7,8,11,17,6) --> 25,03
 (20,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 25,18
 (20,18,12,4,7,8,11,17,6,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 30,27
 (20,16,5,18,12,4,7,8,11,17,6,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 50,16
 (20,3,16,5,18,12,4,7,8,11,17,6,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 300,1

Додаток Щ
КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

Эвклид+Дальн.сосед
 Таблица расстояний

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(2)	30,07									
(3)	370	400								
(4)	180	150	550							
(5)	70,59	100,6	300,1	250,2						
(6)	230	200,1	600	50,25	300					
(7)	160	130	530	20,03	230,2	70,11				
(8)	140	110	510	40,02	210,2	90,09	20			
(9)	11,2	21,2	380	170,1	80,1	220	150,1	130,1		
(10)	25,72	9,477	395	155,2	95,05	205	135,1	115,2	15,03	
(11)	125,2	95,43	495	55,58	195	105	35,7	16,56	115	
(12)	110	80,06	480	70,03	180,2	120	50,01	30,02	100,1	
(13)	60,03	30,27	430	120	130,2	170	100	80,03	50,09	
(14)	30,16	5,064	400	150,1	100,2	200	130	110	20,1	
(15)	35,01	5,115	405	145	105,5	195,1	125	105	25,71	
(16)	50,16	80,03	320	230	23,89	280,1	210	190	60,68	
(17)	205	175	575	25,03	275,2	25,73	45,07	65,05	195,1	
(18)	222,1	192	592	42,3	292,4	12,81	62,29	82,22	212,3	
(19)	70	40,06	440	110	140,3	160,1	90	70	60,21	
(20)	80,06	50,02	450	100	150,5	150,2	80,06	60,08	70,46	

К л а с т е р ы:

(список объектов) -> расстояние

(14,2) --> 5,064
 (15,14,2) --> 6,416
 (19,13) --> 10,2
 (9,1) --> 11,2
 (15,10,14,2) --> 12,22
 (18,6) --> 12,81
 (12,11) --> 16,16
 (8,7) --> 20
 (20,19,13) --> 20,62
 (16,5) --> 23,89
 (17,4) --> 25,03
 (15,9,1,10,14,2) --> 35,01
 (12,8,7,11) --> 50,01
 (18,17,4,6) --> 50,25
 (20,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 80,06
 (18,12,8,7,11,17,4,6) --> 120
 (20,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 150,5
 (20,18,12,8,7,11,17,4,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 300
 (20,3,18,12,8,7,11,17,4,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13) --> 600

Додаток Ю
КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

Эвклид+Групп.сосед

Таблица расстояний

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(2)	30,07									
(3)	370	400								
(4)	180	150	550							
(5)	70,59	100,6	300,1	250,2						
(6)	230	200,1	600	50,25	300					
(7)	160	130	530	20,03	230,2	70,11				
(8)	140	110	510	40,02	210,2	90,09	20			
(9)	11,2	21,2	380	170,1	80,1	220	150,1	130,1		
(10)	25,72	9,477	395	155,2	95,05	205	135,1	115,2	15,03	
(11)	125,2	95,43	495	55,58	195	105	35,7	16,56	115	
	100									
(12)	110	80,06	480	70,03	180,2	120	50,01	30,02	100,1	
	85,15	16,16								
(13)	60,03	30,27	430	120	130,2	170	100	80,03	50,09	
	35,23	65,19	50,01							
(14)	30,16	5,064	400	150,1	100,2	200	130	110	20,1	
	5,832	95,08	80,03	30,02						
(15)	35,01	5,115	405	145	105,5	195,1	125	105	25,71	
	12,22	90,36	75,03	25,18	6,416					
(16)	50,16	80,03	320	230	23,89	280,1	210	190	60,68	
	75,67	175,3	160,1	110,2	80,31	85,05				
(17)	205	175	575	25,03	275,2	25,73	45,07	65,05	195,1	
	180,2	80,51	95,06	145,1	175,1	170	255			
(18)	222,1	192	592	42,3	292,4	12,81	62,29	82,22	212,3	
	197,4	97,87	112,2	162,2	192,2	187,1	272	17,49		

(19)	70	40,06	440	110	140,3	160,1	90	70	60,21
	45,4	55,44	40,01	10,2	40,11	35,02	120,1	135	152,1
(20)	80,06	50,02	450	100	150,5	150,2	80,06	60,08	70,46
	55,73	46,1	30,27	20,62	50,36	45,05	130	125	142
	10,44								

К л а с т е р ы:

(список объектов) -> расстояние

(14,2)	-->	5,064
(15,14,2)	-->	5,766
(15,10,14,2)	-->	9,175
(19,13)	-->	10,2
(9,1)	-->	11,2
(18,6)	-->	12,81
(20,19,13)	-->	15,53
(12,11)	-->	16,16
(8,7)	-->	20
(18,17,6)	-->	21,61
(16,5)	-->	23,89
(15,9,1,10,14,2)	-->	25,38
(8,4,7)	-->	30,03
(12,8,4,7,11)	-->	42,98
(20,15,9,1,10,14,2,19,13)	-->	48,52
(18,12,8,4,7,11,17,6)	-->	76,21
(20,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13)	-->	98,06
(20,18,12,8,4,7,11,17,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13)	-->	151,6
(20,3,18,12,8,4,7,11,17,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13)	-->	453,8

Додаток Я

КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

Эвклид+Гибкая

Таблица расстояний

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(2)	30,07									
(3)	370	400								
(4)	180	150	550							
(5)	70,59	100,6	300,1	250,2						
(6)	230	200,1	600	50,25	300					
(7)	160	130	530	20,03	230,2	70,11				
(8)	140	110	510	40,02	210,2	90,09	20			
(9)	11,2	21,2	380	170,1	80,1	220	150,1	130,1		
(10)	25,72	9,477	395	155,2	95,05	205	135,1	115,2	15,03	
(11)	125,2	95,43	495	55,58	195	105	35,7	16,56	115	
	100									
(12)	110	80,06	480	70,03	180,2	120	50,01	30,02	100,1	
	85,15	16,16								
(13)	60,03	30,27	430	120	130,2	170	100	80,03	50,09	
	35,23	65,19	50,01							
(14)	30,16	5,064	400	150,1	100,2	200	130	110	20,1	
	5,832	95,08	80,03	30,02						
(15)	35,01	5,115	405	145	105,5	195,1	125	105	25,71	
	12,22	90,36	75,03	25,18	6,416					

(16)	50,16	80,03	320	230	23,89	280,1	210	190	60,68
	75,67	175,3	160,1	110,2	80,31	85,05			
(17)	205	175	575	25,03	275,2	25,73	45,07	65,05	195,1
	180,2	80,51	95,06	145,1	175,1	170	255		
(18)	222,1	192	592	42,3	292,4	12,81	62,29	82,22	212,3
	197,4	97,87	112,2	162,2	192,2	187,1	272	17,49	
(19)	70	40,06	440	110	140,3	160,1	90	70	60,21
	45,4	55,44	40,01	10,2	40,11	35,02	120,1	135	152,1
(20)	80,06	50,02	450	100	150,5	150,2	80,06	60,08	70,46
	55,73	46,1	30,27	20,62	50,36	45,05	130	125	142
	10,44								

Кластеры:

(список объектов) -> расстояние

(14,2) -->	5,064
(15,14,2) -->	5,941
(19,13) -->	10,2
(9,1) -->	11,2
(15,10,14,2) -->	11,34
(18,6) -->	12,81
(12,11) -->	16,16
(20,19,13) -->	16,86
(8,7) -->	20
(18,17,6) -->	23,81
(16,5) -->	23,89
(8,4,7) -->	32,53
(15,9,1,10,14,2) -->	38,12
(12,8,4,7,11) -->	64,42
(20,15,9,1,10,14,2,19,13) -->	106,9
(18,12,8,4,7,11,17,6) -->	136,9
(20,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13) -->	201,5
(20,18,12,8,4,7,11,17,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13) -->	503,1
(20,3,18,12,8,4,7,11,17,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13) -->	911

Додаток АА

КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

Эвклид+Уорда

Таблица расстояний

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(2)	30,07									
(3)	370	400								
(4)	180	150	550							
(5)	70,59	100,6	300,1	250,2						
(6)	230	200,1	600	50,25	300					
(7)	160	130	530	20,03	230,2	70,11				
(8)	140	110	510	40,02	210,2	90,09	20			
(9)	11,2	21,2	380	170,1	80,1	220	150,1	130,1		
(10)	25,72	9,477	395	155,2	95,05	205	135,1	115,2	15,03	
(11)	125,2	95,43	495	55,58	195	105	35,7	16,56	115	
	100									
(12)	110	80,06	480	70,03	180,2	120	50,01	30,02	100,1	
	85,15	16,16								
(13)	60,03	30,27	430	120	130,2	170	100	80,03	50,09	
	35,23	65,19	50,01							

(14)	30,16	5,064	400	150,1	100,2	200	130	110	20,1
	5,832	95,08	80,03	30,02					
(15)	35,01	5,115	405	145	105,5	195,1	125	105	25,71
	12,22	90,36	75,03	25,18	6,416				
(16)	50,16	80,03	320	230	23,89	280,1	210	190	60,68
	75,67	175,3	160,1	110,2	80,31	85,05			
(17)	205	175	575	25,03	275,2	25,73	45,07	65,05	195,1
	180,2	80,51	95,06	145,1	175,1	170	255		
(18)	222,1	192	592	42,3	292,4	12,81	62,29	82,22	212,3
	197,4	97,87	112,2	162,2	192,2	187,1	272	17,49	
(19)	70	40,06	440	110	140,3	160,1	90	70	60,21
	45,4	55,44	40,01	10,2	40,11	35,02	120,1	135	152,1
(20)	80,06	50,02	450	100	150,5	150,2	80,06	60,08	70,46
	55,73	46,1	30,27	20,62	50,36	45,05	130	125	142
	10,44								

Кластеры:

(список объектов) -> расстояние

(14,2)	--> 5,064
(15,14,2)	--> 6,028
(19,13)	--> 10,2
(15,10,14,2)	--> 11
(9,1)	--> 11,2
(18,6)	--> 12,81
(12,11)	--> 16,16
(20,19,13)	--> 17,93
(8,7)	--> 20
(16,5)	--> 23,89
(18,17,6)	--> 24,31
(8,4,7)	--> 34,67
(15,9,1,10,14,2)	--> 40,86
(12,8,4,7,11)	--> 66,18
(20,15,9,1,10,14,2,19,13)	--> 96,76
(18,12,8,4,7,11,17,6)	--> 147,3
(20,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13)	--> 176,9
(20,18,12,8,4,7,11,17,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13)	--> 461,1
(20,3,18,12,8,4,7,11,17,6,16,5,15,9,1,10,14,2,19,13)	--> 625,5

Додаток АБ

КЛАСТЕРНИЙ АНАЛІЗ. Файл:

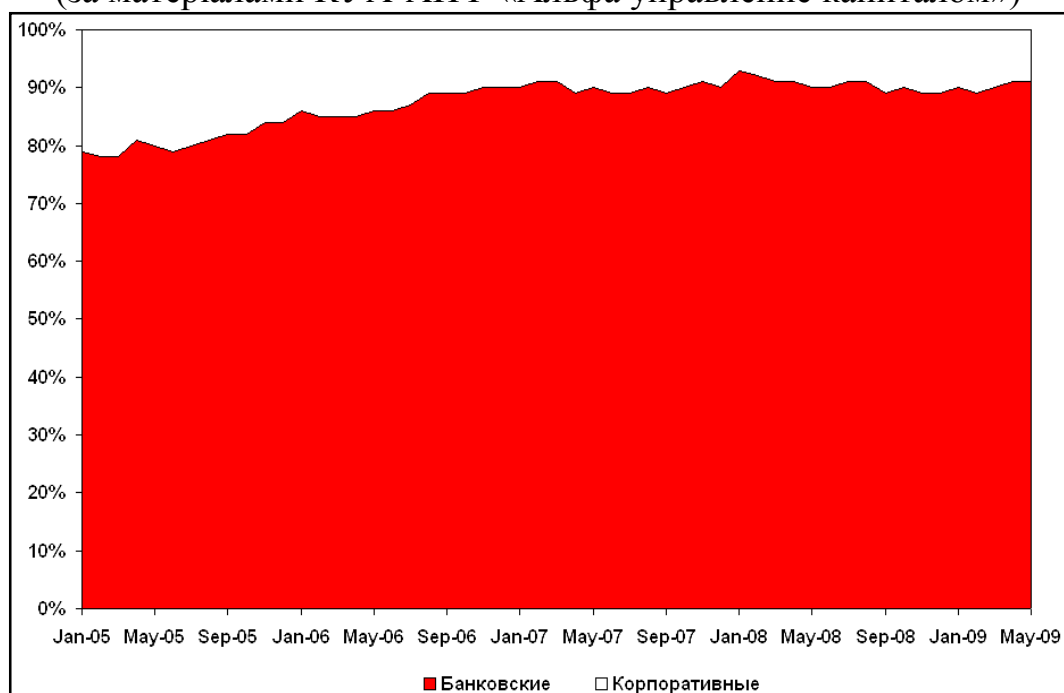
Эвклид+Дивизивная
Таблица расстояний

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(2)	30,07									
(3)	370	400								
(4)	180	150	550							
(5)	70,59	100,6	300,1	250,2						
(6)	230	200,1	600	50,25	300					
(7)	160	130	530	20,03	230,2	70,11				
(8)	140	110	510	40,02	210,2	90,09	20			
(9)	11,2	21,2	380	170,1	80,1	220	150,1	130,1		
(10)	25,72	9,477	395	155,2	95,05	205	135,1	115,2	15,03	
(11)	125,2	95,43	495	55,58	195	105	35,7	16,56	115	

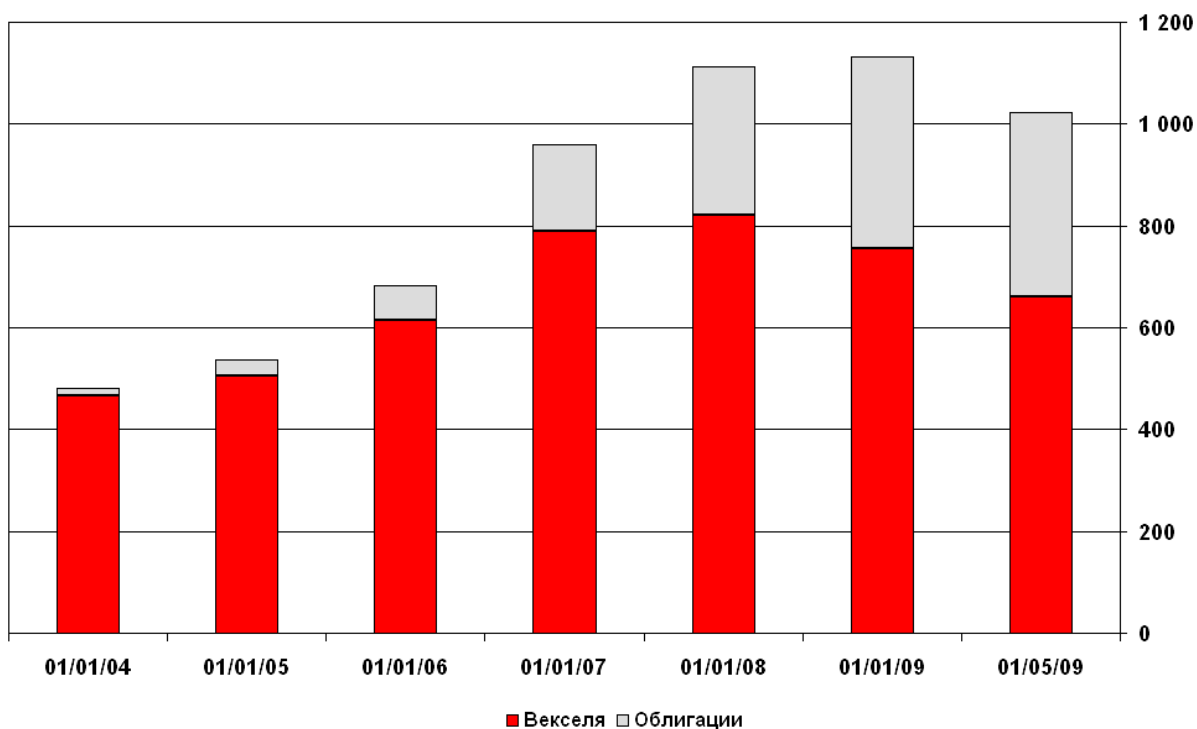
	100									
(12)	110	80,06	480	70,03	180,2	120	50,01	30,02	100,1	
	85,15	16,16								
(13)	60,03	30,27	430	120	130,2	170	100	80,03	50,09	
	35,23	65,19	50,01							
(14)	30,16	5,064	400	150,1	100,2	200	130	110	20,1	
	5,832	95,08	80,03	30,02						
(15)	35,01	5,115	405	145	105,5	195,1	125	105	25,71	
	12,22	90,36	75,03	25,18	6,416					
(16)	50,16	80,03	320	230	23,89	280,1	210	190	60,68	
	75,67	175,3	160,1	110,2	80,31	85,05				
(17)	205	175	575	25,03	275,2	25,73	45,07	65,05	195,1	
	180,2	80,51	95,06	145,1	175,1	170	255			
(18)	222,1	192	592	42,3	292,4	12,81	62,29	82,22	212,3	
	197,4	97,87	112,2	162,2	192,2	187,1	272	17,49		
(19)	70	40,06	440	110	140,3	160,1	90	70	60,21	
	45,4	55,44	40,01	10,2	40,11	35,02	120,1	135	152,1	
(20)	80,06	50,02	450	100	150,5	150,2	80,06	60,08	70,46	
	55,73	46,1	30,27	20,62	50,36	45,05	130	125	142	
	10,44									

Додаток АВ

Частка банківських та корпоративних векселів, випущених суб'єктами економічної діяльності РФ (Банк Росії) (за матеріалами КУА-АПФ «Альфа управление капиталом»)



Додаток АД
Динаміка обсягу коштів залучених російськими банками
через векселі та облигації (Банк Росії)
(за матеріалами КУА-АПФ «Альфа управление капиталом»)





БАНК ЛЬВІВ

банк нових можливостей

Публічне акціонерне товариство Акціонерно-Комерційний банк «Львів» 79008 м. Львів, вул. Сербська, 1;
МФО 325268, кор. рах. 32005100400 в Управлінні НБУ у Львівській області;
тел.: +38 (032) 245 64 06, тел./факс: +38 (032) 245 64 56, e-mail: info@bank.lviv.ua web: www.banklviv.com

2030-1/6-03/1
1/9 29.09.2010р.

ДОВІДКА

видана здобувачу наукового ступеня кандидата економічних наук
Тернопільського національного економічного університету
Метлушко Ользі Володимирівні

про впровадження результатів її дисертаційної роботи
«Діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів»

Результати дисертаційної роботи використано ПАТ АКБ «Львів» при проведенні оцінки портфеля цінних паперів.

В практику роботи Банку запроваджено запропоновану дисертантом модель оцінки портфеля цінних паперів з використанням методу кластеризації, що дозволяє групувати дані за спорідненими ознаками. Це прискорює процес прийняття рішень при здійсненні розробки портфельних планів та дає можливість вчасно ідентифікувати ризики.

При перевірці адекватності отриманих результатів використано запропонований дисертантом метод дискримінантного аналізу.

Заступник Голови Правління
ПАТ АКБ «Львів»

Гавриляк І. В.

ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

УКРАЇНА

SECURITIES AND STOCK
MARKET STATE
COMMISSION



ТЕРНОПІЛЬСЬКЕ ТЕРИТОРІАЛЬНЕ
УПРАВЛІННЯ

TERNOPIL
REGIONAL OFFICE

46008, м. Тернопіль
вул. Шпитальна, № 7
тел.: 0 (352) 52-50-42, 25-76-48,
факс: 25-57-21

7 Shpitalna Street
Ternopil, 46008
phone: 0 (352) 52-50-42, 25-76-48
fax: 25-57-21

30.09.2010 № _____

На № _____

ДОВІДКА

видана здобувачу наукового ступеня кандидата економічних наук
Тернопільського національного економічного університету
Метлушко Ользі Володимирівні
про впровадження результатів її дисертаційної роботи
«Діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів»

Тернопільським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку вивчається можливість використання результатів дисертаційної роботи для удосконалення процесу аналізу діяльності інфраструктурних учасників на ринку цінних паперів Тернопільської області.

В практику діяльності Територіального управління Комісії передбачається впровадження методики аналізу стану фондового ринку з використанням запропонованих показників та врахування пропозицій щодо активізації ринку цінних паперів регіону.

Окремі матеріали дослідження використовувались при проведенні круглих столів та семінарів.

Начальник Тернопільського територіального управління
Державної комісії з цінних паперів
та фондового ринку



Свистун О.В.



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "КОМЕРЦІЙНИЙ БАНК "ХРЕЩАТИК"
PUBLIC JOINT-STOCK COMPANY "COMMERCIAL BANK "KHRESCHATYK"

04.11.2010 № 12-29/4030

на № _____ від _____

ДОВІДКА

видана здобувачу наукового ступеня кандидата економічних наук
Тернопільського національного економічного університету
Метлушко Ользі Володимирівні
про впровадження результатів її дисертаційної роботи
«Діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів»

Результати дослідження дисертантки щодо діяльності банків на ринку корпоративних цінних паперів були використані ПАТ «КБ «ХРЕЩАТИК» при прийнятті рішення про емісію акцій.

Запропонована дисертанткою схема здійснення емісії була використана банком при розробці проекту емісії акцій у 2010 році. Для цього використано запропоновані здобувачем мікро- та макро- показники щодо кількості нових емісій та строки погашення, обсяги емісії, реакція ринку на нову емісію, встановлення номіналу .

Вважаємо, що проведене Метлушко О.В. наукове дослідження має наукове та практичне значення.

Голова Правління



Д.М. Гриджук



Тернопільський національний економічний університет
Ternopil National Economic University

Lvivska Str. 11, Ternopil, 46020, Ukraine
Tel./Fax +380 (352) 43 61 33
E-mail: academ@tneu.edu.ua
http://www.tneu.edu.ua

вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна
Тел./факс +380 (352) 43 61 33
E-mail: academ@tneu.edu.ua
http://www.tneu.edu.ua

№ 126-25/2829

“ 18 ” 11 200 10 р.

На № _____ від _____

„ЗАТВЕРДЖУЮ”
Проректор з науково-педагогічної роботи
Тернопільського національного
економічного університету,
доцент М. І. Шинкарик

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес результатів дисертаційної роботи
здобувача кафедри банківського менеджменту та обліку
Тернопільського національного економічного університету
Метлушко Ольги Володимирівни

Основні наукові результати дисертації Метлушко О. В. на тему „Діяльність банків на ринку корпоративних цінних паперів” використовуються у навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету та є складовою теми науково-дослідної роботи кафедри банківського менеджменту та обліку „Дослідження потенціалу розвитку банків та їх вплив на економіку регіонів” (державний реєстраційний номер 0107U012108), розділ „Інвестиційна діяльність банківських установ на фінансовому ринку”.

Окремі висновки і рекомендації, сформульовані у дисертації, використовуються при розробці методичного забезпечення і викладанні навчальних дисциплін „Інвестування”, „Інвестиційна політика банків”, „Фінансовий менеджмент у банку” та „Менеджмент банківських ризиків”.

Довідка видана для представлення у спеціалізовану вчену раду із захисту дисертацій Д 58.082.03 Тернопільського національного економічного університету.

В. о. завідуючого кафедрою
банківського менеджменту та обліку
Тернопільського національного
економічного університету,
к.е.н., професор

Р. І. Тиркало