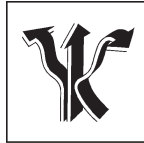


МІЖРЕГІОНАЛЬНА  
АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ



МАУП

**С. Г. ШКЛЯРУК**

**РИНКИ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ:  
ТЕОРІЯ, МЕТОДИ, ІНСТРУМЕНТИ  
ТА ПРАКТИКА**

*Навчальний посібник*

Київ  
ДП «Видавничий дім «Персонал»  
2018

Рецензенти: *В. І. Піла*, д-р екон. наук, проф. кафедри  
банківської справи і страхової діяльності  
ІМЕФ МАУП

*А. Ф. Гончар*, д-р екон. наук, проф.

*І. І. Дахно*, д-р екон. наук, проф., зав. кафедри  
міжнародної економіки МАУП

*Схвалено Вченою радою Міжрегіональної Академії  
управління персоналом (протокол № 1 від 27.01.16)*

### **Шклярук С. Г.**

Ринки фінансових послуг: теорія, методи, інструменти та практика: навч. посіб. / С. Г. Шклярук. — Київ : ДП «Вид. дім «Персонал», 2018. — 528 с. — Бібліогр. наприкінці розд.

ISBN 978-617-02-0232-1

У навчальному посібнику значна увага приділена інструментам надання фінансових послуг фінансовим установам — учасникам ринків фінансових послуг, а також практиці надання фінансових послуг й основним чинникам, що впливають на ефективність їх надання.

Посібник буде корисним студентам, викладачам, науковим працівникам і всім тим, хто надає і отримує фінансові послуги.

© С. Г. Шклярук, 2018

© Міжрегіональна Академія управління  
персоналом (МАУП), 2018

© ДП «Видавничий дім «Персонал», 2018

ISBN 978-617-02-0232-1

<b>ВСТУП</b> .....	7
<b>Розділ 1. ПОНЯТТЯ “РИНОК ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ” ТА “ФІНАНСОВА ПОСЛУГА”. ОСНОВНІ УЧАСНИКИ РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ ТА ЇХ ХАРАКТЕРИСТИКИ</b> .....	8
1.1. Поняття “фінансова послуга” і види фінансових послуг .....	8
1.2. Учасники ринків фінансового посередництва .....	11
1.3. Способи винагороди фінансових посередників за їхні послуги .....	21
1.4. Законодавче регулювання ринків фінансових послуг в Україні .....	22
Питання для самоконтролю .....	23
Література .....	24
<b>Розділ 2. ОСНОВНІ ІНСТРУМЕНТИ НАДАННЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ</b> .....	27
2.1. Поняття “фінансовий актив” та “фінансовий інструмент” .....	27
2.2. Види фінансових інструментів, які використовуються для надання фінансових послуг .....	28
Питання для самоконтролю .....	78
Контрольні завдання .....	80
Література .....	82
<b>Розділ 3. ОСНОВИ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК ТА ЇХ РОЛЬ НА РИНКУ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ</b> .....	85
3.1. Поняття “процентна ставка” та її види .....	85
3.2. Концепція доходу та його види .....	85
3.3. Вартість грошей у часі: майбутня і поточна вартість .....	89
3.4. Вимірювання доходу .....	96
3.5. Реальні і номінальні процентні ставки .....	98
3.6. Криві попиту та пропозиції. Ринкова рівновага .....	99
3.7. Ризикова і строкова структура процентних ставок .....	101
Питання для самоконтролю .....	102
Контрольні завдання .....	103
Література .....	107

<b>Розділ 4. ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ СУЧАСНИХ БАНКІВСЬКИХ</b>	
<b>УСТАНОВ</b> .....	108
4.1. Види банківських послуг .....	108
4.2. Кредитні послуги, як основа банківського бізнесу .....	113
4.3. Ощадно-депозитні послуги, як механізм забезпечення банківських установ фінансовими ресурсами .....	143
4.4. Трестові банківські послуги .....	145
4.5. Лізингові послуги банків .....	153
4.6. Факторингові банківські послуги .....	154
4.7. Форфейтингові банківські послуги .....	155
4.8. Інші банківські послуги і тенденції їх розвитку .....	155
Питання для самоконтролю .....	158
Контрольні завдання .....	159
Література .....	161
<b>Розділ 5. ПОСЛУГИ ВАЛЮТНОГО РИНКУ</b> .....	164
5.1. Ринок валютних послуг: поняття, призначення, функції, механізм функціонування .....	164
5.2. Обмінний валютний курс: поняття, види, визначення .....	166
5.3. Основні інструменти ринків валютних послуг .....	173
5.4. Основні послуги валютного ринку та їх характеристики .....	174
5.5. Ризики валютних послуг і способи їх зменшення .....	183
Питання для самоконтролю .....	191
Контрольні завдання .....	192
Література .....	193
<b>Розділ 6. ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ МІЖНАРОДНИХ</b>	
<b>ФІНАНСОВИХ РИНКІВ</b> .....	195
6.1. Роль світової фінансової системи — її функції і складові .....	195
6.2. Ринки єврокредитів і єрвалют та їх послуги .....	197
6.3. Міжнародний ринок капіталів: поняття, основні інструменти .....	207
6.4. Ринок іноземних валют <i>FOREX (FX)</i> .....	212
6.5. Міжнародні інформаційні, платіжно-розрахункові і ділінгові системи наданні фінансових послуг .....	216
Питання для самоконтролю .....	219
Контрольні завдання .....	220
Література .....	221
<b>Розділ 7. ПОСЛУГИ З ФІНАНСУВАННЯ ЗОВНІШНЬОЇ ТОРГІВЛІ</b>	223
7.1. Послуги з міжнародних платежів і розрахунків при зовнішній торгівлі .....	223

7.2. Способи та інструменти фінансування зовнішньої торгівлі .....	225
Питання для самоконтролю .....	245
Контрольні завдання.....	247
Література.....	249
<b>Розділ 8. ПОСЛУГИ СТРАХОВОГО РИНКУ .....</b>	<b>252</b>
8.1. Структура, учасники та інструменти страхового ринку .....	252
8.2. Практика страхових послуг в США.....	256
8.3. Страхові компанії і послуги в Україні.....	265
8.4. Непрямі страхові посередники та їх послуги .....	275
8.5. Інструменти державного регулювання ринку страхових послуг в Україні .....	278
Питання для самоконтролю .....	278
Література.....	280
<b>Розділ 9. ПОСЛУГИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ .....</b>	<b>282</b>
9.1. Зарубіжний досвід пенсійного забезпечення.....	282
9.2. Організація пенсійного забезпечення і пенсійних послуг в Україні .....	298
Питання для самоконтролю .....	312
Контрольні завдання.....	314
Література.....	314
<b>Розділ 10. ПОСЛУГИ РИНКУ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ.....</b>	<b>316</b>
10.1. Розвиток теорії інвестування.....	316
10.2. Теорія інвестиційного портфеля.....	324
10.3. Учасники інвестиційного процесу і їх послуги.....	332
10.4. Фінансові послуги фондового ринку .....	350
Питання для самоконтролю .....	366
Контрольні завдання.....	367
Література.....	368
<b>Розділ 11. РИНОК ЛІЗИНГОВИХ ПОСЛУГ .....</b>	<b>371</b>
11.1. Практика розвитку лізингових послуг у країнах світу .....	371
11.2. Лізингові послуги в Україні.....	405
Питання для самоконтролю .....	424
Контрольні завдання.....	425
Література.....	426
<b>Розділ 12. ІНФОРМАЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ .....</b>	<b>429</b>

12.1. Основні джерела інформаційного забезпечення ринків фінансових послуг .....	429
12.2. Фундаментальний аналіз фінансових ринків і використання отриманої інформації для надання послуг .....	432
12.3. Технічний аналіз фінансових ринків і використання отриманої інформації для надання послуг .....	438
Питання для самоконтролю .....	443
Література.....	444

## **Розділ 13. РИЗИКИ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ І МЕХАНІЗМИ**

<b>ЇХ ЗМЕНШЕННЯ</b> .....	446
13.1. Чинники невизначеності на ринках фінансових послуг і основні види ризиків .....	446
13.2. Основні ризики операцій і послуг запозичення та їх управління.....	451
13.3. Валютні ризики і управління ними .....	471
13.4. Управління ризиками відсоткових ставок.....	487
Питання для самоконтролю .....	494
Контрольні завдання.....	495
Література.....	497

## **Розділ 14. ФІНАНСОВІ КРАХИ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ,**

<b>ЇХ ПРОГНОЗУВАННЯ І ВПЛИВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ</b> .....	499
14.1. Основні передумови виникнення фінансових криз.....	499
14.2. Основні чинники виникнення фінансових криз на фінансових ринках та їх наслідки .....	501
14.3. Вплив кризи в банківській системі США на світовий фінансовий ринок.....	506
14.4. Взаємозалежність стану економік країн світу та фінансових ринків .....	511
14.5. Методи аналізу та прогнозування фінансових ринків та їх критична оцінка.....	518
14.6. Напрями розвитку методів прогнозування критичних подій на фінансових ринках .....	522
14.7. Співпраця урядів та центробанків щодо переборювання світової фінансової кризи 2008–2010 рр. ....	522
14.8. Вплив світової фінансової кризи на фінансовий ринок України та основні її наслідки .....	524
Питання для самоконтролю .....	526
Література.....	527

## ВСТУП

Даний посібник слугує навігатором (орієнтиром) для тих, хто цікавиться напрямками й інструментами надання фінансових послуг. Він буде корисним для студентів, викладачів і практиків у сфері надання і споживання фінансових послуг. При написанні цього посібника перед автором існували відповідні проблеми, так як на сьогодні різними фінансовими установами та організаціями надаються тисячі різноманітних фінансових послуг за допомогою багатьох фінансових інструментів. Наприклад, тільки за допомогою платіжної системи SWIFT банки можуть надавати більше, ніж сотню фінансових послуг. Отже, фізично неможливо охопити всю різноманітність цих послуг, тому увагу приділено найтипівішим фінансовим інструментам, а також послугам, що надаються в Україні. Стисло приділена увага послугам та інструментам, що розвиваються у світовій фінансовій системі. Теоретичну основу навчальної дисципліни складають сучасні економічні теорії та концепції фінансів, фінансового менеджменту, інвестиційного менеджменту, аналітичних досліджень і теорії ризиків, світовий досвід з теорії і практики надання фінансових послуг, розробки видатних вчених і практиків провідних країн світу, які максимально адаптовані до реальних умов національної економіки.

Автор дякує рецензентам — докторам економічних наук, професорам В. І. Пилу, А. Ф. Гончару, І. І. Дахну за надані поради щодо змісту цього посібника.

## Розділ 1

# ПОНЯТТЯ “РИНОК ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ” ТА “ФІНАНСОВА ПОСЛУГА”. ОСНОВНІ УЧАСНИКИ РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ ТА ЇХ ХАРАКТЕРИСТИКИ

### 1.1. Поняття “фінансова послуга” і види фінансових послуг

На сьогодні у світовій практиці існує розбіжності тлумачення, як і все у фінансовій сфері, поняття “фінансова послуга” і “фінансова операція”, “фінансовий ринок” і “ринок фінансових послуг”.

У законодавстві країн англосовного права (Велика Британія, США) відсутнє чітке тлумачення і розмежування поняття “фінансова послуга” і “фінансова операція”, але зазначено, що сфера надання фінансових послуг належить фінансовим посередникам — банківським установам, страховим компаніям і пенсійним фондам, інвестиційним компаніям і фондам та іншим фінансовим посередникам, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг. У деяких країнах Європейського Співтовариства (ЄС) термін “фінансова операція” вживається для надання платежів і розрахунків, а “фінансова послуга” — до діяльності банків і небанківських установ.

В українському законодавстві теж немає чіткого розмежування даних понять. Так, при розгляді діяльності банківських установ вживається термін “фінансова операція”, і водночас застосовується термін “фінансова послуга”. Отже, відповідно до Закону України “Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг” (надалі — Закон): “фінансові послуги — операції з фінансовими активами, які здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок або за рахунок даних осіб, а в випадках, передбачених законодавством, — і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів” (розд. I, ст. 1). Тобто йдеться не про окрему операцію, а про дві або більше операцій, тому поняття “фінансова послуга” має більш широкий зміст, ніж “фінансова операція”. Коли клієнт звертається до фінансової установи, щоб здійснити переказ або видачу грошей, надати йому кредит, здійснити конвертацію валюти, купити чи



продати цінні папери або з іншим проханням, то він отримує від даної установи відповідну послугу, яка реалізується працівниками цієї установи шляхом послідовних відповідних операцій. Послуга також може бути реалізована і через отримання відповідного фінансового продукту — страхового полісу, свідоцтва тощо, але теж через послідовність операцій менеджерів.

Ми бачимо, що тут важливе значення має також і те, хто здійснює відповідні дії для виконання прохання клієнта — банківські клерки, які здійснюють відповідні і необхідні операції для його виконання, і клієнт, який звернувся за відповідною послугою і якого цікавить кінцевий результат від даного звернення — здійснення платежів і розрахунків, отримання кредиту або відкриття депозиту, здійснення хеджування ризиків та ін.

Із Закону випливає поділення послуг на “дилерські”, коли фінансові установи надають послуги за власний рахунок, і “брокерські”, коли вона надається за рахунок інших осіб і в інтересах даних осіб. Але послуги можуть надаватися і за рахунок залучених від інших осіб фінансових ресурсів, наприклад за рахунок депозитних коштів вкладників у банках. Логічним буде твердження відповідно до Закону (розд. I, ст. 1), що “ринки фінансових послуг — сфера діяльності учасників ринків фінансових послуг з метою надання і споживання визначених фінансових послуг.

До ринків фінансових послуг відносяться професійні послуги на ринках банківських послуг, страхових послуг, інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами і інших видів ринків, які забезпечують оборот фінансових активів”. Фінансовими вважаються такі послуги: 1) випуск платіжних документів, платіжних карток, подорожних чеків і/або їх обслуговування, кліринг, інші форми забезпечення розрахунків; 2) довірче управління фінансовими активами; 3) діяльність з обміну (конвертації) валют; 4) залучення фінансових активів із зобов’язанням відносно наступного їх повернення; 5) фінансовий лізинг; 6) надання коштів у борг, в тому числі і на умовах фінансового кредиту; 7) надання гарантій і поручительств; 8) послуги у сфері страхування і накопичувального пенсійного забезпечення; 9) торгівля цінними паперами; 10) факторинг; 11) переказ грошей; 12) інші операції, що відповідають визначенню “фінансова послуга”.

Це не повний перелік послуг, які належать до фінансових. На сьогодні фінансові установи — банки, страхові компанії, інвестиційні компанії та інші фінансові установи надають десятки, а то й сотні фі-

нансових послуг своїм клієнтам. Це платіжно-розрахункові, кредитні, валютні та інші послуги.

Одним з основних критеріїв для визнання послуги фінансовою є те, що операції здійснюються з фінансовими активами, і дані операції забезпечують їх оборот. Не буде вважатися фінансовою послугою операції з нерухомістю, або фінансові консультації. Але іпотечний кредит, наданий під заставу даної нерухомості, буде вважатися фінансовою послугою.

Одним із критеріїв для визначення терміна зазначено збереження вартості фінансових активів і/або отримання прибутку. Але, насамперед, це відноситься до інвестиційного критерію, мета якого якраз і є отримання прибутку і збереження реальної вартості активів. У той самий час фінансові посередники з клієнтів стягують комісійні, які вважаються доходом від операційної і фінансової діяльності. Але вони без прохання клієнта не забезпечують зберігання реальної вартості активів. Тому такі послуги пов'язані або зі страхуванням від фінансових ризиків, або з їх хеджуванням.

У ст. 1 Закону України “Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом” від 28.11.2002 р. № 249-IV відповідно до міжнародних нормам дається визначення фінансової операції, що пов'язана зі здійсненням або забезпеченням здійснення платежу суб'єктом фінансового моніторингу, тобто особи, фінансова діяльність якої контролюється відповідними органами. Учасниками ринків фінансових послуг в Україні є юридичні і фізичні особи — суб'єкти підприємницької діяльності, які відповідно до Закону України мають право здійснювати діяльність з надання фінансових послуг на території України, і споживачі даних послуг, такі як юридичні особи, фізичні особи, уряди, іноземці (нерезиденти).

Фінансові послуги в Україні відповідно до Закону можуть надаватися фінансовими установами, а також, якщо це передбачено Законом, фізичними особами — суб'єктами підприємницької діяльності. Тобто суб'єкти підприємницької діяльності для отримання права надання фінансових послуг повинні укласти відповідну угоду з фінансовою установою, яка має на ці види послуг ліцензію. *Фінансові установи* — це юридичні особи, які мають право відповідно із законодавством надавати одну або декілька фінансових послуг, і внесені у відповідний державний реєстр у порядку, який встановлений Законом України. Наприклад, банки повинні мати ліцензії і

бути внесеними в реєстр НБУ, страхові й інвестиційні компанії теж повинні мати відповідні ліцензії і бути внесеними у реєстри у Відомство (організацію) з регулювання ринку фінансових послуг і Комісії з цінних паперів відповідно. У той самий час сучасні банки можуть надавати велику кількість фінансових послуг при наявності генеральної ліцензії НБУ і підключенні до відповідної платіжно-розрахункової системи. Деякі українські автори класифікують фінансові послуги за спрямованістю на задоволення потреб клієнтів (прямі, непрямі або супутні послуги), а також за рівнем складності (I–IV рівні складності) [25]. Відомо, що до фінансових установ віднесені банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі (трастові) товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг. Дані особи є також і споживачами відповідних фінансових послуг. Наприклад, банківське рефінансування або отримання банками кредитів від НБУ і від інших банків та ін.

Відповідно до Закону України “Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг” (розд. II, ст. 16) фінансові установи, якщо це не суперечить антимонопольному законодавству і вимогам законодавства, яке регулює відповідну фінансову сферу, мають право на добровільних засадах об’єднувати свою діяльність. Таке об’єднання фінансових установ отримує статус саморегулюючої організації після внесення запису про це у відповідний реєстр. Такий реєстр ведеться державними органами з питання регулювання і нагляду діяльності фінансових установ і ринків фінансових послуг у межах їх компетенції.

## **1.2. Учасники ринків фінансового посередництва**

На фінансових ринках діють різні фінансові посередники, які надають своїм клієнтам різноманітні послуги, створюючи відповідний сектор фінансових послуг. Участь фінансових посередників у функціонуванні фінансових ринків можна умовно представити у вигляді такої моделі (див. рис. 1.1).

Як бачимо, особи, які мають потреби у фінансових ресурсах, можуть залучати їх або прямо через фінансові ринки, що називається *прямим фінансуванням*, або за допомогою фінансових посередників,

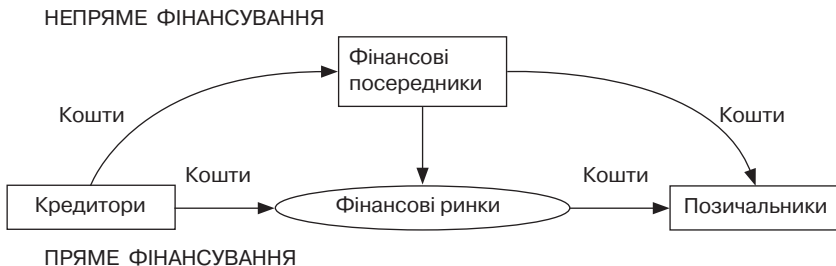


Рис. 1.1. Потоки коштів через фінансову систему і місце посередників

таке фінансування називається *непрямим*. Але уявний зиск прямого фінансування пов'язаний з великими проблемами: з пошуком надійних позичальників або покупців фінансових активів, що, у свою чергу, пов'язано з немалими витратами (інформаційного і міннового характеру) і витратами часу. Це дуже важливо на фінансових ринках, так як ситуація на них постійно змінюється і не врахування її може призвести до негативних наслідків. Через процес непрямого фінансування, який називається *фінансовим посередництвом*, фінансові посередники можуть покращати стан багатьох невеликих позичальників, забезпечивши їм більш великий дохід і можливість швидко отримати позику (кредит) для задоволення своїх потреб. Великі позичальники також отримують відповідні зиски, так як вони мають доступ до значних фінансових ресурсів. Без фінансового посередництва не можна було б отримати ці та інші зиски, які забезпечують сектори ринків фінансових послуг. Фінансові посередники своїми діями формують ціни на фінансові активи, забезпечуючи їх ліквідність.

### Класифікація фінансових посередників і їх характеристики

У різних літературних джерелах автори по-різному класифікують фінансових посередників за різними ознаками. Найвідомішими посередниками, які працюють і надають послуги на різних ринках, є такі.

**Агент** — представник, який представляє інтереси доручителя на певному ринку за узгодженою номенклатурою активів.

**Брокер** — посередник зі сприяння здійснення угод (комерційних, кредитних, страхових, інвестиційних та ін.) між зацікавленими особами-клієнтами за їх дорученням і за їх рахунок.

**Маклер** — особа, яка професійно займається посередництвом у сфері купівлі-продажу товарів, цінних паперів, страхування, нерухомості та ін.

Ці посередники (агенти, брокери і маклери) не мають права підписувати контракти із третіми сторонами.

**Дилер** — фізична чи юридична особа від свого імені і за свій рахунок перепродає фінансові активи. Отримує прибуток за рахунок різниці від їх купівлі-продажу і має право від свого імені підписувати угоди з купівлі або продажу фінансових активів.

Але у сфері фінансових послуг діють і специфічні фінансові посередники. Так, на **ринках валютних послуг** банки і компанії, які є його учасниками, відповідно до ступеня їх впливу на валютні курси поділяються на дві групи. *Першу групу* складають так звані **“маркет-мейкери (market makers)”** — це великі банки або фінансові компанії, які визначають поточний рівень валютного курсу або відсоткових ставок за рахунок значних обсягів своїх операцій у загальному обсязі ринку. *Другу групу* складають так звані **“маркет-юзери (market users)”**, які є користувачами ринку і використовують для своїх операцій той курс, що встановлюють для них маркет-мейкери. Це дрібні банки і фінансові компанії, які не є активними гравцями на ринках, і незважаючи на те, що сукупний обсяг їх операцій на ринку може бути значним, частка кожного з них на ринку незначна. При визначенні маркет-мейкерів грає роль не абсолютний розмір самого банку, а його частка в операціях ринку, тобто здатність встановлювати ціну, впливати на ринок. Основна їх функція — це здійснення ними котирувань для дрібних банків, а маркет-юзери можуть дані котирування приймати або не приймати.

Окрім того широке розповсюдження на валютному і фондовому ринках отримав термін **“трейдер”**, який має відношення до учасників-гравців на даних ринках. На фондових ринках посередників (його учасників) поділяють на дві групи, які мають специфічні назви. Це **“бики”**, які грають на підвищення котирування цінних паперів, і **“ведмеді”**, які грають на пониження котирування цінних паперів. На даних ринках розповсюджені послуги **андерайтерів**. Андерайтер (учасник ринку) — юридична особа, яка приймає на себе зобов'язання (з викупом або без викупу) з розміщення на ринку емісій цінних паперів їх емітентів. Послуги з управління портфелями фінансових активів надають **інвестиційні (investmen)**, які називаються ще **грошові (money)** або **портфельні менеджери (portfolio manager)**.

Відомі й інші специфічні назви посередників на інших ринках.

Відповідно з даними видами класифікацій посередників розрізняють наступні посередницькі послуги і операції: брокерські комісійні послуги, наприклад, укладення угоди між сторонами за допомогою брокера, який спеціалізується на продажі, купівлі одного виду активу, біржового або аукціонного на основі окремих доручень; дилерські операції.

*Зобов'язання брокера* — окрім знайомств продавця з покупцем, здійснювати контроль за виконанням контракту та пред'явлення рекламацій; інформувати щодо стану ринку та ін.

Розповсюдженою є і така класифікація фінансових посередників, що базується на функціях, які виконують посередники, і відповідно з якими всіх фінансових посередників можна поділити на такі групи: 1) *депозитні інститути (банки)*; 2) *договірні ощадні інститути*; 3) *інвестиційні інститути*; 4) *біржі*; 5) *інші фінансові посередники*.

### **1. Депозитні інститути (банки)**

До цих фінансових посередників відносяться фінансові посередники, які приймають депозити від приватних осіб і різних інститутів, і надають, використовуючи таким чином залучені фінансові ресурси для видачі позик (кредитів). Найвідомішими депозитними інститутами є комерційні банки, ощадні і кредитні асоціації (іпотечні установи), взаємні ощадні банки, кредитні спілки.

**Комерційні банки** — це фінансові посередники, які в основному мобілізують грошові кошти шляхом відкриття ощадних депозитів (строкових і на пред'явника) і чекових депозитів. В Україні комерційні банки є основними фінансовими установами, які забезпечують потреби у фінансових ресурсах.

**Ощадні і кредитні асоціації** — фінансові установи, які поширені в США і країнах Західної Європи. Основними джерелами їх коштів є ощадні депозити (їх часто називають “*паями*” або “*частками*”), строкові і чекові депозити. Придбані таким чином кошти традиційно використовуються для надання позик під заставні (іпотека). Відомі іпотечні асоціації і спеціалізовані іпотечні банки, які надають позики для придбання нерухомості, а також ощадні (будівельні) каси (“*Vauspatkasse*”) у Німеччині, Швеції та в інших країнах Західної Європи. В Україні відсутні спеціалізовані іпотечні банки і даним видом фінансування займаються всі комерційні банки, а також Державна іпотечна установа.

**Взаємні ощадні банки (різновид іпотечних установ).** Подібні до ощадних і позикових асоціацій і мобілізують кошти, приймаючи депозити, і використовують їх, головним чином, для надання позик під заставні. Данні фінансові інститути мають корпоративну структуру. Зауважимо, що іпотечні установи також мобілізують фінансові ресурси і через фондові ринки.

**Кредитні спілки.** Це фінансові інститути, які є малими кооперативними позиковими організаціями, що утворюються навколо відповідної соціальної групи і членів трудових союзів, які зайняті в конкретних компаніях. Мобілізують кошти через депозити і, головним чином, надають споживчі кредити. Окрім перелічених у розповсюджені **ломбарди**, що віднесені до фінансових посередників, які мають надавати позики під заставу відповідних цінностей.

## 2. Договірні ощадні інститути

До цих інститутів відносяться: **страхові компанії та інші посередники страхового ринку і недержавні пенсійні фонди**, які як фінансові посередники, придбавають кошти через періодичні інтервали на договірній основі. Інвестують мобілізовані кошти у високоліквідні довгострокові активи.

**Страхові компанії та інші посередники страхового ринку** (див. розд. 8). До таких посередників віднесені страхові компанії різних юридичних форм. Окрім того, на страховому ринку працюють й інші страхові посередники — **страхові агенти, актуарії, сюрвейери, диспашери, аварійні комісари**, що виконують важливі функції, без яких не може функціонувати сучасний страховий ринок (див. літературу зі страхування).

**Недержавні пенсійні фонди** (див. розд. 12). Пенсії захищають від ризику звільнення за вислугою років. Тобто, пенсії забезпечують дохід на термін після припинення трудової діяльності. Зараз у світі діють різні системи пенсійного забезпечення і різноманітні програми, які можуть включати: державне обов'язкове пенсійне забезпечення, накопичувальне пенсійне забезпечення і пенсійне забезпечення через недержавні пенсійні фонди.

В Україні на сьогодні сформована трирівнева система пенсійного забезпечення, включаючи і недержавні пенсійні фонди.

**Недержавний пенсійний фонд (НПФ)** — юридична особа, створена відповідно до Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення”, що має статус неприбуткової організації, яка функціонує й

здійснює діяльність винятково з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами й здійсненням пенсійних виплат. Недержавні пенсійні фонди в Україні бувають трьох видів: 1) *відкритий пенсійний фонд* — його засновниками можуть бути будь-які юридичні особи (крім тих, діяльність яких фінансується за рахунок Державного бюджету України або місцевих бюджетів), а учасниками — будь-які фізичні особи незалежно від місця й характеру їхньої роботи; 2) *корпоративний пенсійний фонд* — його засновниками можуть бути юридичні особи-роботодавці, до яких можуть приєднуватися роботодавці-платники. Учасниками фонду можуть бути винятково фізичні особи, які перебувають (перебували) у трудових відносинах з роботодавцями-засновниками й роботодавцями-платниками такого фонду; 3) *професійний пенсійний фонд* — його засновниками можуть бути об'єднання юридичних осіб-роботодавців або фізичних осіб, включаючи профспілки. Учасниками такого фонду можуть бути винятково фізичні особи, які пов'язані за родом професійної діяльності. В інших країнах світу діють й інші види пенсійних фондів.

### **3. Інвестиційні інститути**

На сьогодні у світовій практиці широкий розвиток отримали інститути спільного інвестування. Найбільше вони розвинені в США, де широке розповсюдження отримали взаємні фонди відкритого і закритого типів, а також трастові інвестиційні фонди з довірчого управління фінансовими активами. У розвинених країнах вони є найбільшою групою фінансових посередників і їх сфера діяльності — фондовий ринок. Дані інвестиційні посередники різноманітні за видами активів, що використовуються для спільного інвестування, а також за галузями і регіонами. **Взаємні фонди** — фінансові посередники, які придбавають кошти шляхом продажу паїв (пакетів акцій) індивідам і використовують отримані фінансові ресурси для купівлі диверсифікованого портфеля акцій і облігацій. **Взаємні фонди грошового ринку** мають риси взаємних фондів, але до визначеного ступеня функціонують як депозитні інститути, так як припускають визначений вид вкладів. Як і взаємні фонди вони продають свої паї (акції) для придбання коштів, що використовуються для купівлі високоліквідних інструментів грошового ринку, а відсотки на ці активи виплачуються тримачам паїв. **Трастові інвестиційні фонди** створюються в офшорних зонах і зонах з низьким податковим тиском шляхом залучення



коштів багатих інвесторів і їх довірчим управлінням. **Фінансові компанії** мобілізують кошти шляхом продажу комерційних цінних паперів і випуску в обіг власних акцій і облігацій. Отримані кошти позичаються позичальникам для придбання ними предметів тривалого користування. **Інвестиційні банки** — це організації (фірми), основна функція яких полягає в наданні корпораціям (акціонерним товариствам), уряду й іншим організаціям допомоги в залученні коштів, необхідних для фінансування їх діяльності. Для цього інвестиційні банки організовують випуск цінних паперів корпорацій (своїх клієнтів) і допомагають їх розміщувати. Ці послуги мають назву послуги “андеррайтингу” і гарантують розміщення цінних паперів через підписку, або вільний продаж. Розміщення цінних паперів може здійснюватися як з їх викупом, так і без викупу. Через дану послугу банки приймають на себе ризик розміщення цінних паперів на фондовому ринку, а компанії-емітенти отримують готівкові кошти для фінансування своїх проєктів.

Інвестиційний банк не тільки продає нові випуски цінних паперів від імені емітента, а й надає консультації з питань курсу цінного паперу та ін. У випадку, якщо обсяг емісії великий, банк організовує **інвестиційний синдикат** з кількох брокерських і страхових фірм, тим самим розподіляючи ризики розміщення поміж членів синдикату. Окрім того, інвестиційні банки сприяють злиттю і поглинанню фірм. **Фірми, які управляють активами**, також ще називаються компаніями з довірного управління інвестиціями (інвестиційні трасти). Функції таких фірм полягають у тому, що вони надають консультації і часто управляють взаємними, пайовими, корпоративними і пенсійними фондами та іншими портфелями активів в інтересах окремих осіб, фірм і державних організацій.

**Хедж-фонди.** В інвестиційній і фінансовій діяльності **хедж-фонд** — приватний фонд, який управляє коштами інвесторів, найчастіше юридичних осіб і найбагатших фізичних осіб. Особливістю є значний вільний вибір методів управління, які спрямовані на зменшення податкових витрат (податкового тягара). Хедж-фонди — це юридичні особи, які добре вивчили фінансове законодавство і формують роботу, насамперед, на прогалинах певного законодавства. Тобто хедж-фонди здійснюють хеджування ризиків своїх клієнтів на законних засадах, використовуючи прогалини у податковому законодавстві. Значна частина всіх хедж-фондів у світі зареєстрована на території і у відповідності із законодавством США. Інші хедж-фонди за-

реєстровані в офшорних фінансових центрах. Необхідно відмітити, що поняття "хедж-фонд" як юридична форма компанії офіційно відсутня і свою назву вони отримали у зв'язку з виконанням функцій хеджування ризиків своїх клієнтів. Такі компанії спеціалізуються на різних активах регіонів і галузях світу і мають численні назви.

### **Інститути спільного інвестування в Україні**

В Україні до інститутів спільного інвестування (ІСІ) відносяться: пайові (ПІФ) і корпоративні (КІФ) інвестиційні фонди, трастові фонди, взаємні фонди, взаємні фонди грошового ринку, хедж-фонди, фінансові компанії з управління активами (КУА) ті ін. Їх діяльність регулюється Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові і корпоративні інвестиційні фонди)" від 22.03.2001 р. № 2318-III. Залежно від порядку здійснення діяльності інститути спільного інвестування (ІСІ) можуть бути *відкритого, інтервального і закритого типів*. ІСІ відноситься до **закритого типу**, якщо він (або компанія з управління його активами) приймає на себе зобов'язання здійснити в будь-який час за вимогою інвесторів викуп цінних паперів, емітованих даним ІСІ (або компанією з управління його активами). **Інтервальний тип ІСІ** — це компанія (або компанія з управління його активами), яка приймає на себе зобов'язання здійснювати за вимогою інвестора викуп цінних паперів, емітованих даним ІСІ (або компанією з управління його активами), протягом зумовленого в проспекті емісії строку, але не менше одного разу на рік. **ІСІ закритого типу** — це компанія, яка не приймає на себе зобов'язання з викупу емітованих своїх цінних паперів (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації. Інститути спільного інвестування можуть бути *строковими і безстроковими*. **Строкові ІСІ** створюються на визначений термін, який встановлено в проспекті емісії. **Безстрокові ІСІ** створюються на невизначений строк. Окрім того ІСІ можуть бути *диверсифікованими і недиверсифікованими*.

Для ІСІ передбачена система обмежень за фінансовими активами у загальній їх вартості. Необхідно зазначити, що ІСІ відкритого або інтервального типів можуть бути тільки диверсифікованими. Усі інші ІСІ, які не мають перелічених у Законі ознак диверсифікованих ІСІ, є недиверсифікованими. Особливістю спільного інвестування є створення пайового інвестиційного фонду (ПІФ) — портфеля цінних паперів, який створюється на засадах спільного управління і володіння

й управляється компанією з управління активами (КУА), яка є фінансовою компанією. Корпоративний інвестиційний фонд створюється у вигляді відкритого акціонерного товариства, виключним видом діяльності якого є спільне інвестування.

#### 4. Біржі

На сьогодні будь-яка ефективна фінансова система неможлива без системи біржової торгівлі. Такі біржові системи організують фондові біржі, біржі ф'ючерсів і опціонів, валютні і товарні біржі.

На фондових біржах здійснюється торгівля цінними паперами корпорацій та інших емітентів. Робота біржі і діяльністю її членів регламентується статутами, внутрішніми правилами й інструкціями. Щоб стати членом біржі, необхідно купити *місце на біржі*. Особа, яка купила біржове місце, отримує можливість безпосередньо брати участь в торгах, використовуючи привілеї, які надаються біржею. Брокерську фірму, яка має хоча би одне місце на біржі, називають *фірмою з місцем на біржі*. Для торгівлі цінними паперами на біржі вони повинні бути допущені до торгів через процедуру *лістингу*. Акції, які допущені до торгів на біржі, називаються *зарєєстрованими цінними паперами*. Біржова торгівля максимально сприяє підвищенню мобільності капіталу — його перетіканню у найперспективніші напрями діяльності.

На різних біржах (і біржах ф'ючерсів, і опціонів) торгують ф'ючерсними і опціонними контрактами. Техніка ф'ючерсної торгівлі в одних випадках схожа з торгівлею цінними паперами, а в інших — відрізняється. Так, на ф'ючерсних біржах відсутні *“спеціалісти”*, або *маркет-мейкери*. Замість цього члени біржі виступають біржовими брокерами, тобто виконують прикази своїх клієнтів. Окрім того, члени біржі можуть виступати біржовими *трейдерами*, які тримають відкриті позиції протягом дуже короткого терміну або менше одного дня. По-іншому їх називають *торговцями*, або *скальпелями*. Кожна ф'ючерсна біржа має асоційовану з нею розрахункову палату, яка після укладення угоди стає “продавцем для покупця” і “покупцем для продавця”.

На валютних біржах здійснюється оптова торгівля іноземної валюти. Зауважимо, що на сьогодні така торгівля в основному здійснюється через великі банки-дилери за допомогою валютного брокера, а валютні біржі виконують інформаційну роль. На товарних біржах здійснюються форвардні угоди будь-яким товаром (активом), у тому

числі і з дорогоцінними металами. В Україні існує біржова торгівля цінними паперами, система біржової торгівлі товарами, система валютної торгівлі через банки-дилери, які мають ліцензію НБУ. Зареєстрована ф'ючерсна біржа.

### **5. Інші фінансові посередники**

До цієї групи відносяться всі інші фінансові посередники, які не включені до перших чотирьох груп. Найвідоміші з них: лізингові компанії; фактор-компанії; трастові компанії; фірми, які надають інформаційні послуги та ін.

**Лізингові компанії.** Одним із механізмів фінансування інвестицій є лізинг — особливий вид оренди. Використання лізингу має свої переваги. Так, за даною формою послуг здійснюється перебудова виробництва на базі його модернізації на основі сучасних технологій і випуску продукції, яка відповідає вимогам внутрішнього і міжнародного ринків, не вимагаючи початкового виділення великих сум коштів, у тому числі і в іноземній валюті. Усі витрати з придбання необхідного обладнання покриває лізингова компанія (лізингодавець), яка придбає за заявкою лізингоотримувача дане обладнання і здає його лізингоотримувачу в лізинг. За своєю суттю лізингова операція має ознаки оренди і кредитування. Але існують суттєві відмінності лізингу від оренди, від банківського кредитування і споживчого кредиту. Для малих підприємств лізинг — це єдина можливість придбати необхідні активи. За рахунок лізингу в розвинених країнах фінансуються інвестиції в обсягах від 25 % (у країнах Західної Європи, США, Канаді та ін.) до 50 % (в Австралії, Німеччині та ін.). Лізингові компанії приймають на себе більшість ризиків клієнта, за що отримують відповідну винагороду.

На сьогодні помітна структуризація лізингових компаній за обслуговуванням компаній. Тобто є компанії, які обслуговують малий бізнес і фізичних осіб, і компанії, які обслуговують середній і великий бізнес.

**Фактор-компанії.** Як і лізинг, факторинг доволі новий вид фінансової послуги у сфері фінансування і слугує для підвищення ефективності діяльності малих і середніх фірм, допомагаючи управляти оборотними активами. Факторингом займаються спеціальні фактор-фірми, які, як правило, тісно пов'язані з банками або є їх дочірніми філіями. Основний принцип факторингу полягає у тому, що фактор-фірма купує у своїх клієнтів їх вимоги до своїх партнерів (переважно

рахунки дебіторів) в обмін на надання тимчасового фінансування (70–90 % від суми рахунків, якщо це передбачено відповідним договором). Перевагою такої форми послуги є збільшення ліквідності фірми, що сприяє її швидкому зростанню. Фактор-фірма (фактор-банк) надає своїм клієнтам і додаткові послуги: ведення всіх рахунків клієнта, консультації щодо вибору партнера для укладення угоди та ін. Внутрішній факторинг слугує для підвищення ефективності управління дебіторської заборгованості фірм (компаній). Зовнішній факторинг забезпечує своєчасність сплати експортно-імпорتنих операцій.

В Україні такий вид послуг надають як банки, так і фактор-фірми, які не так давно з'явилися на даному ринку. Але цей вид послуг не отримав широке розповсюдження у зв'язку із високою вартістю факторингу, що стримує розвиток малого і середнього бізнесу. Зауважимо, що не можна плутати послуги фактор-фірм з послугами колекторських компаній.

**Фірми, які надають інформаційні послуги.** Багато фірм, які надають фінансові послуги в якості додаткової діяльності, займаються збиранням і розповсюдженням різної фінансової інформації. Але поруч з ними існують компанії, які спеціалізуються у цій галузі діяльності. Найстарішими компаніями, які надають інформаційні послуги, є рейтингові агентства. Наприклад, всесвітньо відомі рейтингові агентства *Moody's* і *Standard & Poor's*, які спеціалізуються на визначенні кредитного рейтингу емітентів цінних паперів, а компанія *Best's* — кредитного рейтингу в сфері страхування. В останні роки з'являються все більше фірм і відділів у структурі компаній, які пропонують послуги з фінансового аналізу або надають статистичні відомості щодо результатів діяльності інвестиційних компаній або фондів.

В Україні, на жаль, такий вид послуг ще не отримав свого розвитку. Про це свідчить “ефективність” ведення бізнесу.

### **1.3. Способи винагороди фінансових посередників за їхні послуги**

На фінансових ринках послуги надають різноманітні фінансові посередники на платній основі. Відомі такі способи винагороди:

*тверда сума* — згідно угоди сторін виплачується, якщо посередник виконує окремі послуги (вивчення кон'юнктури, реклама, надання консультацій та ін.);

*різниця в ціні реалізації активів на ринку і ціною купівлі;*

*система “cost-plus”* — дає змогу продавцю утримувати понесені посередником витрати, що підтверджуються відповідними документами, додаючи до них відсотки для отримання прибутку. Можна використовувати, якщо з точністю визначаються витрати посередників;

*додаткові винагороди* — сплачуються за сумлінне, ініціативне виконання послуг, заповзятість посередників;

*інші види винагороди.*

Існують і такі підходи до назви винагороди, як: комісійні, премії, бонуси, відшкодування та ін.

#### **1.4. Законодавче регулювання ринків фінансових послуг в Україні**

Надання фінансових послуг вимагає законодавчого забезпечення. На сьогодні в Україні дану сферу регулюють численні законодавчі і підзаконні акти, які роблять спробу охопити всю сферу фінансових послуг (Закон України “Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг”), а також окремі напрями діяльності фінансових установ (закони України “Про банки і банківську діяльність”, “Про страхування”, “Про інститути спільного інвестування — пайові та корпоративні фонди” та ін.).

Відповідно до законодавства фінансові установи зобов’язані здійснювати ідентифікацію споживачів фінансових послуг. Така ідентифікація виконується наступним чином: по-перше, необхідно зробити перевірку факту існування юридичної особи-споживача фінансових послуг. Це здійснюється через отримання від неї і/або від відповідних органів державної влади документів, що підтверджують державну реєстрацію такої особи, включаючи інформацію щодо назви, місця розташування, юридичної адреси та ін.; по-друге, перевірити повноваження осіб, які мають діяти від свого імені або від імені іншого споживача фінансових послуг.

У зв’язку з інтеграцією України в Європейське Співтовариство стоїть питання щодо приведення національного законодавства у відповідність до вимог ЄС.

На сьогодні сфери відносин країн — членів ЄС регулюють численні закони і директиви ЄС, які є національними і обов’язковими для цих країн.

## Питання для самоконтролю

1. Що є предметом дисципліни “Ринок фінансових послуг”?
2. З якими дисциплінами і які зв'язки спостерігаються при вивченні дисципліни “Ринок фінансових послуг”?
3. Які закони України регулюють ринки фінансових послуг?
4. Кого можна назвати фінансовим посередником?
5. Яку роль і функції виконують фінансові посередники на ринках фінансових послуг?
6. Які види фінансового посередництва розрізняють за участю в операціях фінансових посередників?
7. Який зиск отримують клієнти від фінансового посередництва?
8. За якими знаками класифікуються фінансові посередники?
9. Що таке депозитні інститути? Які фінансові послуги надають дані депозитні фінансові посередники?
10. Що таке договірні ощадні фінансові інститути? Які фінансові послуги надають дані фінансові посередники?
11. Що таке інвестиційні інститути? Які функції вони виконують? Хто до них відноситься?
12. Що таке інститут спільного інвестування (ІСІ)? Які види ІСІ в Україні і які види фінансових послуг вони надають?
13. Що таке пайовий інвестиційний фонд? Дати характеристику.
14. Що таке корпоративний інвестиційний фонд? Дати характеристику.
15. Що таке фондова, валютна, ф'ючерсна біржі? Які послуги вони надають?
16. Які цілі і функції страхового ринку у фінансовій системі?
17. Які види посередників здійснюють свою діяльність на страховому ринку?
18. Які види послуг надають страхові компанії?
19. Чому так важливі страхові послуги на фінансових ринках?
20. Який механізм регулювання страхових послуг в Україні?
21. Що таке хедж-фонди і взаємні фонди? Які особливості їх діяльності?
22. Як здійснюється регулювання діяльності фінансових посередників в Україні?
23. Які види пенсійного забезпечення ви знаєте? Які функції виконують пенсійні фонди?
24. Розкрити зміст понять: “фінансовий посередник”, “дилер”, “брокер”, “хеджер”, “спекулянт”, “депозитний фінансовий інститут”,

“договірний фінансовий інститут”, “інвестиційний інститут”, “біржа”, “інститут спільного інвестування (ІСІ)”, “пайовий інвестиційний фонд (ПІФ)”, “корпоративний інвестиційний фонд (КІФ)”, “компанія з управління активами (КУА)”, “трастовий інвестиційний фонд”, “хедж-фонд”, “взаємний фонд”, “інвестиційний банк”, “андерайтер”, “факторингова компанія”, “лізингова компанія”, “страхова компанія”, “актуарій”, “діспашер”, “аварійний комісар”, “страховий агент”, “недержавний пенсійний фонд”, “траст”.

25. Чому Україна повинна привести своє національне законодавство з фінансової системи у відповідність до законодавства ЄС?

## **Література**

1. *Цивільний кодекс України* від 16.03.2003 р. № 435-15 із змін., внесеними згідно із Законом від 19.06.2003 р. № 980-IV (980-15) // ВВР України. — 2004. — № 2. — Ст. 6; від 18.11.2003 р. № 1255-IV (1255-15) // ВВР України. — 2004. — № 11. — Ст. 14; від 12.05.2004 р. № 1713-IV (1713-15) // ВВР України. — 2004. — № 33–34. — Ст. 403.
2. *Закон України “Про фінансовий лізинг”* від 16.12.1997 р. № 723/97-ВР (із змін. внесеними Законом України від 14.01.1999 р. № 394-14, в ред. Закону від 11.12.2003 р. № 1381-IV (1381-15)).
3. *Закон України “Про банки і банківську діяльність”* від 07.12.2001 р. № 2121-III (із змін. і доп.).
4. *Закон України “Про цінні папери і фондову біржу”* від 18.06.1991 р. № 1201/ВР (із змін. і доп., в ред. Закону від 2006 р.).
5. *Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”* від 30.10.1996 р. № 448/96 (із змін. і доп.).
6. *Закон України “Про Національну депозитарну систему і власності електронного обігу цінних паперів в Україні”* від 10.12.1997 р. № 710/97 (із змін. і доп.).
7. *Закон України “Про страхування”* від 15.05.1996 р. (із змін. і доп., в ред. Закону України від 04.10.2001 р. № 2775 (із змін. і доп.)).
8. *Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг”* від 12.06.2001 р. № 2664-III (із змін. і доп.).



9. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)” від 22.03.2001 р. № 2318 (із змін. і доп.).
10. Закон України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. № 679 (із змін. і доп.).
11. Закон України “Про господарські товариства” від 1996 р. (із змін. і доп.).
12. Закон України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV.
13. Закон України “Про платіжні системи та переказ грошей в Україні” від 05.04.2001 р. № 2346 (із змін. і доп.).
14. Закон України “Про кредитні спілки” від 1997 р., в ред. Закону від 20.12.2001 р. № 2908-III (із змін. і доп.).
15. Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 р. № 514-VI.
16. Закон України “Про заставу”// Право і практика. — 1999. — № 11.
17. Закон України “Про нотаріат” від 02.09.1993 р.
18. Закон України “Про порядок здійснення консорціумного кредитування” від 03.11.1999 р. № 533.
19. Декрет КМУ “Про систему валютного регулювання і валютного контролю в Україні” від 19.02.1993 р.
20. Постанова НБУ “Про кредитування” від 05.03.2003 р. № 79 (зі змін. та доп.).
21. Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д. Основы инвестирования: пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — 1008 с.
22. Дэвид С. Кидуэлл и др. Финансовые институты, рынки и деньги: пер. с англ. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с.
23. Зви Боди, Роберт К. Мертон. Финансы: пер. с англ. — М.; СПб.; К.: ИД “Вильямс”, 2003. — 592 с.
24. Мозговой О. М. Фондовый рынок: навч. посіб. — К.: КНЕУ, 1999.
25. Науменко С. В. Рынок финансовых услуг: навч. посіб. — К.: Знання, 2010. — 532 с.
26. Роуз Питер С. Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг: пер. с англ. / под науч. ред. В. Т. Севрука, Т. Н. Черкасова, Е. В. Шилова. — М.: Дело, 1995.
27. Руденко Л. В. Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції: підручник. — К.: ЦУЛ, 2003. — 614 с.
28. Страховий та інвестиційний менеджмент. — К.: МАУП, 2002. — 201 с.

29. *Фредерик С. Мьшкин*. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.; СПб.; К., 2006. — 880 с.
30. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Рынок облигаций. Анализ и стратегии: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес БУКС, 2005. — 876 с.
31. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 932 с.
32. *Ходаківська Р. О.* Ринок фінансових послуг. — К.: ЦУЛ, 2002. — 616 с.
33. *Шарп Уильям Ф.* и др. Инвестиции: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 1024 с.
34. *Шклярук С. Г.* Финансовая система. Структура. Механизм функционирования. Оптимизация: финансовые рынки; финансовые институты и участники; финансовые инструменты; методы анализа; регулирование и оптимизация. — К.: Нора-принт, 2003. — 568 с.
35. *Энг Максимо В.* и др. Мировые финансы / Ун-т Сент Джон: пер. с англ. — М.: ДеКа, 1998. — 768 с.
36. *Бенуа Мандельброк, Ричард Л. Хадсон.* (Не)послушные рынки. Фрактальная революция в финансах: пер. с англ. — М.: ИД “Вильямс”, 2006. — 400 с.
37. *Лысенков Ю. М.* и др. Фондовый рынок: терминологический словарь. — К.: Диалог-пресс, 1997.
38. *Синки Дж.-мл.* Управление финансами в коммерческих банках. — М.: Cat, 1994. — 820 с.

## Розділ 2

# ОСНОВНІ ІНСТРУМЕНТИ НАДАННЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

### 2.1. Поняття “фінансовий актив” та “фінансовий інструмент”

Юридичні та фізичні особи можуть отримувати фінансові послуги через застосування різноманітних механізмів і фінансових інструментів, що відносяться до кількох основних класів активів. До таких класів активів належать: пайові інструменти (акції, паї інвестиційних фондів), боргові інструменти (облігації, векселі), похідні інструменти (опціони, ф'ючерси та ін.), конвертовані фінансові інструменти. Крім того розрізняють інструменти грошового ринку (чеки, платіжні картки, акредитиви, інкасові доручення, депозитні сертифікати, векселі, депозити та ін.) та інструменти ринків капіталів (акції, облігації, заставні).

Під **активом** (*assets*) ми будемо розуміти будь-який вид власності, що має ціну (вартість), яка реалізується при ринковому обміні. Як відомо, всі активи поділяються на матеріальні і нематеріальні.

**Матеріальні активи** (*tangible assets*) мають фізичні властивості і споживчі якості, які визначають їх ціну. Прикладом таких активів є будинки, земля, дорогоцінні метали та ін.

У свою чергу матеріальні активи бувають такі, що *відтворюються* (*reproducible assets*) – будинки, механізми, обладнання та інше, і *не відтворюються* (*non-reproducible assets*) – земля, корисні копалини тощо.

**Нематеріальні активи** – являють собою законні права на деякий прибуток у майбутньому. Вартість таких активів не залежить від форми, в якій дані права зафіксовані. Прикладом таких активів є фінансові активи, які також ще мають назву фінансових інструментів (акції, облігації, векселі, депозитні сертифікати та ін.). У даному випадку під майбутнім прибутком, зазвичай, розуміють право отримати визначену суму готівкових грошей у майбутньому. І це право реалізується через відповідні ринки фінансових послуг.

## 2.2. Види фінансових інструментів, які використовуються для надання фінансових послуг

### Інструменти грошового ринку

**Чеки: поняття, види, застосування.** У світовій практиці грошових розрахунків широке розповсюдження отримали чеки. Для цього використовуються відповідні чекові системи. **Чек** являє собою письмову безумовну пропозицію *чекодавця* платнику здійснити платіж вказаної в чеку грошової суми *чекоодержувачу* готівковими грошовими коштами або шляхом їх зарахування на рахунок власника в банку. Тримач подає чек, зазвичай, у свій банк на інкасо, який, у свою чергу, представляє його банку платника. Зарахування коштів на рахунок тримача чеку здійснюється або за пред'явленням чеку, або після отримання повідомлення від банку платника щодо зарахування грошових коштів на кореспондентський рахунок банку чекотримача. Чеки не є фактичними грошима, а тільки замінюють їх у платіжному обороті. Тобто чеки виконують суто розрахункову функцію. Зобов'язання за чеком, як засобу платежу, обмежено, так як чек — це грошове зобов'язання приватного порядку і не може бути використане як загальний засіб платежів і розрахунків. Чек тільки є письмовим дозволом банку розпоряджатися коштами на поточному рахунку чекотримача в банку і не може бути інструментом кредиту. Тобто на суму чеку не нараховуються відсотки. Чек, який виписується чекодавцем повинний мати грошове покриття. Законодавством багатьох країн передбачена кримінальна відповідальність за виставлення чеку без покриття. Чеки, які виписуються клієнтами банків, видаються в межах суми, яка є на їх та інших рахунках, включаючи суми, що надійшли на дані рахунки у вигляді банківського кредиту.

Форми чеків і їх обіг регламентується національним законодавством і нормами Женевської чекової конвенції. Країни, які не входять до системи Женевського чекового права, регулюють обіг чеків національними нормами права України та ін., а країни англо-американського права — нормами Женевської чекової конвенції. Чек має строго визначену форму цінного письмового документа і виписується на спеціальному бланку, який видається чекодавцю банком або іншою кредитною установою. В Україні банки видають також чекові книжки для отримання в касах банків готівкових грошових коштів. Така чекова книжка є формою строгої фінансової звітності. Чекодавець має право виписувати чек як у національній, так і в іноземній валюті,

якщо вона є в наявності на рахунку клієнта в банку. При наявності чека в іноземній валюті необхідно враховувати законодавство як місця виставлення чека, так і місця платежу.

Відповідно до Женевської чекової конвенції строк пред'явлення чека до оплати в країні його видачі був обмежений 8 днями, в платіжному обороті між країнами Західної Європи, Східної Європи і країн Середземного моря — 20 днями, а в міжконтинентальному платіжному обороті — 70 днями. Можливі зміни даних строків за згодою учасників Женевської чекової конвенції. Дані строки обчислюються від дня, вказаного в чеку як дата виставлення чека. Чек може передаватися однією особою іншій шляхом внесення до нього передавального надпису (*індосаменту*). *Індосамент* здійснюється на зворотній стороні чека і підписується особою, яка зробила такий надпис. Така особа називається *індосантом*. Передавальний надпис повинен бути простим, нічим не обумовленим і засвідчувати передачу прав за чеком іншій особі, а також визначати відповідальність індосанта перед усіма наступними тримачами чека. Платнику дозволяється здійснити тільки індосамент передоручення при інкасуванні чека. Індосамент передоручення зазначає, що вказана в надпису особа уповноважена платником з реалізації всіх прав за чеком. Особа, яка зробила надпис передоручення, на відміну від індосанта, не несе відповідальності за оплату чека.

**Види чеків.** Умови передачі чека від однієї особи до іншої визначають вид чека і характер його використання в обороті як засобу платежу. Відомі такі види чеків: а) **іменний чек**, або чек, який виписується на користь певної особи. Такий чек не може бути переданий іншій особі за допомогою звичайного індосаменту. Передача виконується цією, тобто шляхом здійснення передавального надпису із застереженням, засвідченим у нотаріальному порядку відповідно до норм громадянського права. При такій передачі його тримач набуває тільки ті права за чека, який мав попередній чекотримач; б) **ордерний чек** — чек, виписується на користь визначеного платежу або його приказу. Такий чек передається за допомогою індосаменту із застереженням “приказу” або без нього. Даний чек є найрозповсюдженішим видом чека в міжнародному платіжному обороті; в) **чек на пред'явника** — чек, який виписується пред'явнику і може бути переданий іншій особі як з індосаментом, так і без нього. Як правило, такий чек виставляється клієнтом на свій банк. Чекодавець відсилає чек своєму партнеру за кордоном, який при отриманні чека виставляє його своє-

му банку для кредитування свого рахунку. Тобто за допомогою чека на пред'явника чекодавець здійснює платіж прямо своєму партнеру, що буде швидше за часом, ніж платіж за допомогою банківського переказу. За Женевською чековою конвенцією чек, який виставляється без вказівки одержувача, розглядається як чек на пред'явника.

Окрім перелічених видів чеків залежно від того, хто їх використовує, чеки можуть бути *банківські* і *фірмові*. **Банківський чек** — це чек, який виписаний банком на свій банк-кореспондент. У тексті такого чека немає найменування фірми-чекодавця, а чекодавцем виступає банк боржника. Оплата за таким чеком здійснюється за рахунок коштів банку-чекодавця на його рахунках в банку-кореспонденті за кордоном. У міжнародному платіжному обороті найчастіше використовуються *банківські ордерні чеки*. **Фірмовий чек** — це чек, який виписаний фірмою на одержувача. Як правило, такий чек виписується у національній або іноземній валюті на пред'явника і виставляється фірмою на свій банк. Оплата за фірмовим чеком здійснюється за рахунок коштів чекодавця.

У випадку, коли при видачі чека не мається на увазі отримання готівкових грошей, застосовуються *кросовані* і *розрахункові чеки*.

Відмінною ознакою **кросованих чеків** є дві паралельні лінії (загальне перекреслення), які нанесені по діагоналі на лицьовій стороні чека. Таке кросування здійснюється чекодавцем або наступним чекотримачем для запобігання зловживання чеком. Тримач кросованого чека не може отримати зазначену суму готівкових грошей. Дана сума зараховується на рахунок чекотримача в банку, який виступає платником за чеком, або в іншому банку. Кросований чек можна сплатити тільки банку або іншій кредитній установі. Якщо між паралельними діагональними лініями кросованого чека вписано найменування банку, то такий чек може бути сплачений тільки цим банком. На кросованих чеках може бути тільки одне перекреслення — або загальне, або спеціальне. При цьому загальне може бути замінене спеціальним.

Видача **розрахункового чека** також передбачає переказ грошей з одного рахунка на інший. На такому чеку на лицьовій стороні робиться надпис “розрахунковий”. При його пред'явленні банк-платник кредитує на суму чека рахунок чекотримача. Будь-яке перекреслення такого надпису на чеку не приймається до уваги. Використання розрахункового чека строго обмежене чековим законодавством.

У національних законодавствах країн Женевської системи чекового права передбачений порядок і наслідки засвідчення чеків. При

банківському переказі чекове законодавство, крім американського, забороняє акцепт чека, так як акцепт цим суперечив би сутті чека як засобу обігу і платежу. Платник вимушений резервувати на рахунку чекодавця визначену суму для оплати чека (лімітовані чекові книжки). За засвідченим чеком даний резерв вилучається з розпорядження чекодавця, який не може цю суму відкликати, на що він має право за звичайною формою чекового зобов'язання.

Чек може бути пред'явлений для акцепту чекодавцем або чекотримачем до закінчення терміну пред'явлення його до оплати. Акцепт повинен бути безумовним і розповсюджуватися на всю суму чека. У чеку вказується число, місяць і рік здійснення акцепту. В якості гарантії платежу за чеком припускається здійснити за чекодавця або індосанта *аваль* (*поручительство*). **Аваль** виражається словами “вважати за аваль” або “як аваліст” на лицьовій стороні чека і підписується авалістом — гарантом платежу за чеком. Аваліст відповідає за чеком у тому самому обсязі, що і особа, за яку він дав аваль. Аваль може надати будь-яка особа, за виключенням платника, на всю суму, вказану в чеку, або на її визначену частину. Якщо банк відмовляється здійснити платіж за чеком, то його тримач має право вимагати оплати від чекодавця, індосантів та інших осіб, відповідальних за чеком. Необхідно мати на увазі, що зобов'язання за чеком має абстрактний характер, тобто воно не залежить від самої угоди, яка зумовила видачу чека. У ситуації відмовлення індосантів, чекодавця та інших відповідальних за чеком осіб від його оплати, чекотримач має право пред'явити їм позов через суд. При несплаті тримач чека зобов'язаний заявити протест у встановлений для цього строк — у межах загального строку, протягом якого чек вважається дійсним. Відмова оплатити може бути підтверджена нотаріальним протестом, або надписом банку, або повідомленням розрахункової палати. Протест може здійснити банк, у якого чек знаходиться на інкасо, а також довірена особа чекотримача. При відмовленні банку сплатити чек його тримач має право у судовому порядку вимагати від індосантів, чекодавця та інших осіб, відповідальних за чеком, погасити несплачений чек, а також сплатити: встановлений законом відсоток, який нараховується з дня пред'явлення чека до оплаті; витрати і втрати, що пов'язані з протестом, повідомленням та інші витрати. Дане право регресу обмежене строком, який за Женевською конвенцією дорівнює шести місяцям, а в Україні — трьома місяцями. Индосант, який сплатив чек, придбає право регресу по відношенню

всіх попередніх індосантів і чекодавців. Передбачено і відкликання чеків. За Женевською конвенцією чек можна відкликати тільки після закінчення терміну для пред'явлення чека до оплати. Відкликання чека повинно здійснюватися в письмовій формі. За відміну (анулювання) чека банк не несе ніякої відповідальності перед чекотримачем. Відносно чекодавця передбачена кримінальна відповідальність за видачу чека, який завідомо не підлягає оплаті, а також за відміну чека без поважної причини. У свою чергу чекотримач несе кримінальну відповідальність за передачу чека, завідомо для нього, який не підлягає оплаті. Передбачені й інші правила використання чеків у платіжному обороті. У країнах Західної Європи існують розвинені чекові системи. Так, наприклад, у Франції існують три чекові підсистеми. Перша підсистема враховує всі виписані та інкасовані чеки; друга — чеки, які не мають грошового покриття; третя — загублені чеки. Для цього створена платіжно-розрахункова палата.

### **Векселі: поняття, види, застосування**

У США, країнах Західної Європи та інших країнах світу широке розповсюдження отримав фінансово-інвестиційний інструмент — *вексель* і *фінансовий вексель*. Вексель, який випускається в обіг на фінансовий ринок, — це борговий, строго оформлений, цінний папір із різним строком обороту і його погашенням — від 10 і більше днів до 10 років. Але залежно від країни походження розрізняють *простий вексель* і *перевідний вексель (тратта)*. **Простий вексель** містить просту і нічим не обумовлену обіцянку боржника сплатити вказану в векселі суму із зазначенням строку і місця оплати, найменування того, кому або за розпорядженням кого оплата повинна бути здійснена, а також дату підписання векселя. Даний вексель виписується і підписується боржником і може бути іменним або на пред'явника. Простий вексель, на відміну від чека, водночас є кредитним інструментом і платіжним засобом. У торговельних угодах простий вексель використовується у таких випадках: для сплати простроченого боргу і для гарантії платежу частинами протягом тривалого часу. На рис. 2.1 наведена одна із схем обороту простого векселя. **Перевідний вексель (тратта)** — це вексель, який виписується і підписується кредитором (трасантом) і являє собою наказ боржнику щодо сплати у вказаний строк зазначеної суми третій особі (ремітенту). Іноземні постачальники, як правило, вказують у своїх траттах банки, які їх кредитують.



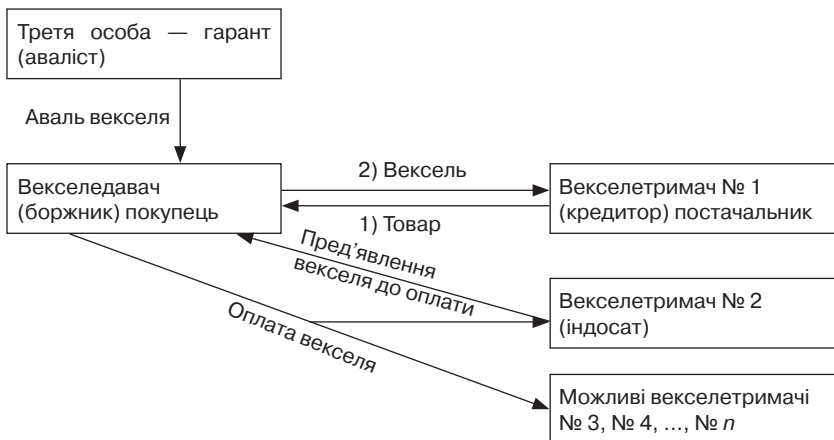


Рис. 2.1. Схема обороту простого векселя

У сфері вексельного права Україна є правонаступницею Радянського Союзу, який у 30-х роках ХХ ст. приєднався до Женевської вексельної конвенції. Крім того, обіг векселів в Україні регламентується Законом “Про цінні папери і фондовий ринок”, а також окремими нормативними актами. Відповідно до цього Закону в Україні можуть випускатися в обіг два види векселів: простий і перевідний (розд. 6, ст. 21), що знайшов своє використання у вигляді “податкового векселя” при здійсненні зовнішньоекономічної діяльності. Але до цих пір не розроблено надійного механізму використання даного фінансового інструмента, так як він використовується з кримінальною метою — виведенням коштів з України за кордон.

Відповідно до Женевської вексельної конвенції вексель повинен містити такі обов’язкові реквізити: вексельну мітку (найменування “вексель” у тексті документа), зобов’язання сплатити вказану суму, найменування платника і першого тримача векселя, строк і місце оплати, найменування пред’явника, дату и місце складення документа, підпис векселедавця.

**Класифікація векселів.** Види векселів та їх класифікація різноманітні. Векселі відрізняються за емітентом, угодами, які обслуговуються, суб’єктами, які здійснюють оплату. На рис. 2.2 наведені основні ознаки, за якими класифікуються векселі, а також основні види векселів. За ознакою **емітента** розрізняють казначейські і приватні

векселі. *Казначейський вексель* — це короткострокове боргове зобов'язання, яке емітується урядом країни при посередництві центрального банку зі строком погашення, як правило, від 10 до 180 днів. Він є високоліквідним і з невеликим ризиком фінансовим інструментом. *Приватні векселі* емітуються корпораціями, фінансовими групами, комерційними банками. Строк погашення таких векселів — від кількох тижнів до кількох місяців. Спеціального забезпечення даний вид векселя не має і заставою його надійності є тільки кредитний рейтинг векселедавця, а також його стійкість на ринку.

Вексель може обслуговувати суто фінансові операції, а також товарні угоди. Фінансовий вексель віддзеркалює відношення позики грошей векселедавцем у векселетримача під відзначені відсотки. Різновидами такого боргового зобов'язання є: банківський (строковий, за пред'явленням), дружній, бронзовий векселі. *Банківський вексель*. Виставляє банк іншому банку. *Комерційний вексель*. Видається під заставу товарів при здійсненні торговельної угоди як платіжний документ або боргове зобов'язання. *Ціннісний (бронзовий) вексель*. Емітується державою для покриття своїх витрат. *Депонований вексель*. Видається для забезпечення кредиту. *Дружній вексель*. Вексель гарантований підписом третьої особи.

Широке розповсюдження отримали розрахунки за допомогою тратт. Прості перевідні (тратти) векселі широко використовуються при здійсненні зовнішньоекономічної діяльності в якості забезпечення кредиту, повернення якого виконується векселем як безумов-

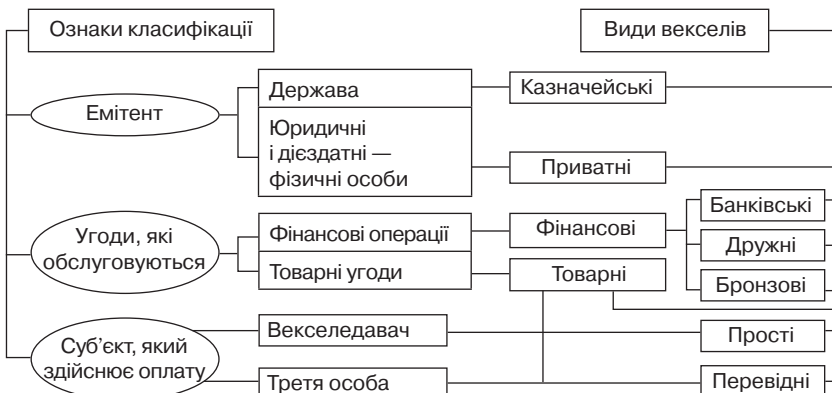


Рис. 2.2. Класифікація векселів

ною платіжною вимогою. Як було вказано раніше, перевідний вексель є безумовним наказом кредитора (трасанта), який адресовано боржнику (трасату), сплатити у встановлений в ньому строк вказану в ньому суму трасанту або третій особі (ремітенту). В якості третьої особи — векселетримача найчастіше виступає банк продавця. Таким чином, тратта є борговий документ, який виставляє продавець (кредитор) на покупця (позичальника). Щоб даний документ надбав юридичну силу, покупець повинен акцептувати його після отримання товару і тим самим прийняти на себе зобов'язання сплатити переказного векселя у встановлений строк. На рис. 2.3 відображено рух переказного векселя.

Як бачимо, векселеотримувач, маючи тратту-наказ на адресу третьої особи здійснити платіж, може мати сумніви, що даний платіж може відбутися, поки тратник не надасть свою згоду на сплату шляхом акцепту векселя. Тобто, рух перевідного векселя буде такий: трасант видає ремітенту тратту, яка містить наказ трасату щодо сплати ремітенту визначеної грошової суми. Під *акцептом векселя* розуміється згода на виконання пред'явленого зобов'язання, у даному випадку на сплату векселя (рахунку, платіжної вимоги та ін.). З цією метою векселеотримувач спрямовує вексель платнику для того, щоб отримати його назад з надписом щодо акцепту на бланку векселя. Акцепт може бути *повним* (на всю суму векселя) або *частковим* (на частину суми векселя). У випадку повного або часткового відмовлення в акцепті векселетримач зобов'язаний здійснити акт протесту проти неакцепту і пред'явити позов проти зобов'язаних за векселем осіб. При настанні строку платежу акцептовані тратти пред'являються покупцю для викупу (для повернення з відміткою щодо платежу), при чому, так само як і при акцепті тратт, використовується

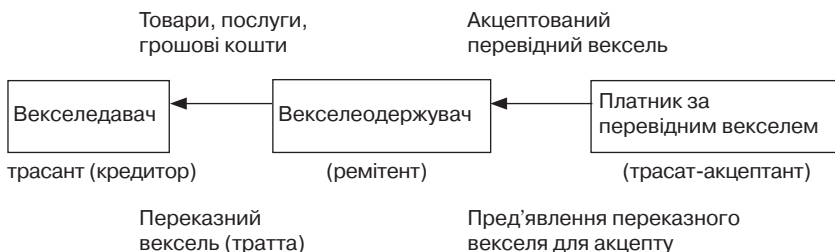


Рис. 2.3. Рух тратти при здійсненні угоди купівлі-продажу

ся акредитивна або інкасова форма розрахунків. На практиці частіше використовується акредитивна форма розрахунків, коли позичальник (боржник) відкриває акредитив за дорученням банку здійснити платіж проти отримання відповідних тратт. Як правило, векселі, що пересилаються боржнику, страхують від втрат у дорозі. Акцепт здійснюється у вигляді надпису “акцептований” або простим підписом платника, який виконується на лицьовій стороні векселя, і може бути простим і нічим не обумовленим. Існує тільки одне обмеження, яке припускається у змісті векселя, — це можливість боржника за зобов'язанням платити суми частинами, по вказаній тратті (частковий або обмежений акцепт). Акцепт векселів здійснюється при оплаті частини вартості товару готівкою за інкасо або акредитиву. При інкасовій формі розрахунків продавець передає в банк вексель разом з документами на отримання товару з дорученням останньому видати покупцю документи в його банку тільки після акцепту тратт. При акредитивній формі розрахунків продавець отримує в банку комплект переданих йому заздалегідь виписаних і акцептованих тратт проти документів, які засвідчують відправку товару.

Борг по акцептованій тратті при затримці платежу і надходженні позову до суду стягується у безсуперечному і безумовному порядку. При цьому ніякі заперечення позичальника, які пов'язані з процесом виконання контракту, до уваги не приймаються. Необхідно підкреслити, що тратта є оборотним документом і передається індосуванням. Під індосуванням розуміється передавальний надпис індосаменту. Такий надпис здійснюється на зворотній стороні векселя або на додатковому аркуші (алонжі) і підписується індосантом.

Правові відношення сторін за векселями регулюються нормами міжнародного і національного права. До норм міжнародного права відносяться Женевська система вексельного права і норми країн з англо-американським (прецедентним) правом. Відповідно до Женевської угоди перевідний вексель повинен містити такі обов'язкові реквізити: 1) вексельну мітку, тобто зазначення його в тексті документа як вексель, причому наявність даного слова тільки у заголовному надписі недостатньо, так як його можна заднім числом додати до будь-якого іншого документа; 2) суму векселя, що вказується двічі — вверху в лівій стороні векселя цифрами і в тексті векселя прописом; 3) найменування і адресу того, хто повинен платити, тобто платника, вказують зліва вниз; 4) строк платежу, який може бути встановлено одним із наступних способів: а) на визначену дату,

коли встановлена конкретна дата платежу, яка і фіксується на векселі; б) у такий-то строк від складення або у такий-то час від пред'явлення, коли вексель видається на один або кілька місяців, відповідно від складення або пред'явлення. При цьому вексель зі строком до оплати може бути подано до оплати в будь-який момент, зручний для кредитора, але його оплата здійснюється через вказаний на векселі термін від дати пред'явлення векселя до оплати (вона відрізняється від дати пред'явлення векселя на час його пересилання поштою); в) за пред'явленням, коли вексель сплачується при його пред'явленні, при цьому строк пред'явлення векселя визначається кредитором, але не повинен перевищувати одного року від дня складення векселя.

Перевідний вексель, строк платежу за яким не вказано, розглядається як такий, що належить до оплати за пред'явленням. Векселі, які містять інші строки платежу, за Женевською угодою вважаються недійсними. Не припускається вказівка пільгових днів. За домовленістю сторін строк платежу за векселем може бути продовжено, але способи пролонгації нормами вексельного законодавства не передбачені; 5) місце, в якому повинен бути здійснений платіж; ним прийнято вважати місцезнаходження платника, зазначеного поруч з його найменуванням. Але сторони можуть вказати й інше місце платежу, але при цьому неможна вказувати одночасно кілька місць, так як вексель буде визнано недійсним; 6) найменування особи, якій або за наказом якої повинен бути здійснений платіж; якщо вексель виставлено на ремітента, то в ньому використовується слова “платити приказу...”, а якщо на трасанта — “платити в мою користь” або “платити за нашим наказом”; 7) дату і місце складення векселя вказуються праворуч над його текстом. Місце складення векселя визначає право, яке застосовується до векселя, так як використання конкретних нормативних актів залежить від того, на території якої країни був складений і підписаний вексель. Якщо на векселі не вказано місце його складення, то він визнається підписаним в місці, зазначеному поруч із найменуванням векселедавця; 8) найменування, місця знаходження і підпис векселедавця, які ставляться внизу під текстом. Існує практика, коли векселя, як й інші грошові документи, підписуються двома уповноваженими особами.

Тратти можуть виписуватися в кількох примірниках для того, щоб застрахуватися від їх втрат при пересиланні, і своєчасного отримання платежу, при цьому дублювати (примірники), що складають

один перевідний вексель, обов'язково повинні мати порядкові номери, які проставляються у самому тексті векселя. Платіж здійснюється при наявності запису “сплачуєте за дійсним першим примірником”, або за відсутності такого запису відповідно до Женевської угоди кожний з примірників розглядається як окремий перевідний вексель. Позичальник (боржник) акцептує тільки один примірник векселя, так як може виникнути ситуація у випадку акцепту всіх примірників, і він буде вимушений сплатити всі акцептовані примірники векселя. Тому, зазвичай, акцептується, а потім направляється для платежу перший примірник тратти. Тримач переказного векселя із зазначеним терміном на певний день або на конкретний період часу повинен пред'явити його до платежу в день, коли вексель має бути оплачений або протягом двох наступних робочих днів. Якщо до зазначеного дня платежу боржник не сплатить вексель, то кредитор повинен заявити протест про неплатіж. Це можна здійснити в нотаріальній конторі, де засвідчують факт, що боржник такого-то числа не справив платіж за векселем. Протест необхідний для того, щоб здійснити кредиту право регресу, тобто зворотної вимоги, проти векселедавця, індосантів та їх гарантів (авалістів). Встановлений термін для опротестування векселів відповідно до Женевської угоди щодо векселя з терміном на певний день або в стільки-то часу від його складення, або пред'явлення становить два робочих дні, що слідує за днем, в який вексель підлягає оплаті; за векселем з терміном по пред'явленні — протягом року з дня складення або на наступний день, якщо пред'явлення мало місце в останній день цього строку. Термін позовної давності проти векселедавця, індосантів і авалістів становить один рік з дня протесту.

Необхідно відзначити, що перевідний вексель є кредитний інструмент, так як відноситься до кредитних цінних паперів, а також і засіб платежу. Хоча він широко використовується у короткострокових і міжнародних угодах і приймає різні форми залежно від розглянутої країни, проте в юридичному плані операції з даним векселем є дуже складними, оскільки правила щодо використання переказних векселів змінюються залежно від країни походження.

Простий вексель, як зазначалося, — це безумовне зобов'язання боржника (векселедавця) виплатити зазначену у векселі суму грошей після закінчення встановленого в ньому терміну і в обумовленому місці, тобто є прямим зобов'язанням сплатити борг. Простий вексель відповідно до Женевської угоди обов'язково повинен містити

наступні ознаки: 1) вексельну мітку; 2) просту і нічим не обумовлену обіцянку сплатити певну суму; 3) зазначення строку платежу; 4) зазначення місця, в якому повинен бути здійснений платіж; 5) найменування одержувача; 6) зазначення дати і місця складення векселя; 7) підпис векселедавця.

Даний цінний папір за відсутності якого-небудь із зазначених ознак не має сили простого векселя, за винятком терміну платежу (в цьому випадку простий вексель, як і перевідний, приймається таким, що підлягає до оплати за пред'явленням), місця платежу (ним буде вважатися місце складення векселя), місця складення векселя (простий вексель як і перевідний буде розглядатися підписаним у місці, позначеному поруч із найменуванням векселедавця). За іншими вимогами до простих векселів застосовуються зазначені вище норми Женевської угоди за винятком постанови про акцепт, так як простий вексель, будучи підписаним особою, яка видала зобов'язання платити, не акцептується, а також про кількість екземплярів.

#### ***Використання векселів при наданні фінансових послуг.***

Обслуговування фінансових операцій в якості фінансового інструмента здійснюється в основному за двома напрямками: по-перше, для оформлення векселями боргових зобов'язань між сторонами; по-друге, при проведенні класичних банківських операцій з векселями, які містять облік (дисконтування), доміциляцію, інкасування, надання авалю, надання кредитів під заставу векселів, продаж і купівлю векселів. Під час проведення взаємозаліків з використанням векселів банки виконують такі функції: збір платіжних вимог кредиторів, пред'явлення їх до акцепту дебіторам, складення протокольних рішень щодо оформлення векселями заборгованості (або відмова від оформлення векселів), доміциляцію векселів, продаж векселів, що належать банку, інкасування векселів, опротестування векселів при їх не оплаті.

Менеджери, які працюють на фінансових ринках, повинні чітко уявляти собі, як здійснюються банківські операції з векселями. Зазвичай операції банку з векселями поділяються на два види: 1) ***кредитні операції***, за якими здійснюються: а) облік (дисконт) векселів; б) видача позики до запитання під забезпечення векселями; в) рефінансування вексельних операцій; 2) ***комісійні операції***, за якими здійснюється: а) прийняття векселів на інкасо для отримання платежів і для сплати векселів у строк; б) зобов'язання сплатити вексель за платника (доміциляція).

**Кредитні операції.** Дані кредитні операції називаються вексельними кредитами, які, за своєю суттю, є банківськими операціями з обліку (дисконту) векселів і видачі позик до запитання під забезпечення векселів. Кредит надається за заявою векселетримача в той банк, в якому у нього знаходяться основні рахунки (розрахунковий та поточний). При розгляді можливості надання вексельного кредиту банк повинен переконатися, що клієнт платоспроможний (або буде платоспроможним). Для аналізу та оцінки платоспроможності позичальника використовуються дані бухгалтерського обліку і звітності осіб, які зобов'язані векселями, результати оцінки незалежних аудиторських служб, а також інші доступні методи і засоби, що не суперечать закону. Зазвичай банки, що займаються операціями з векселями, формують банки даних про компанії та підприємства, які допустили опротестування векселів, інформація з яких часто є підставою для прийняття рішення щодо кредитування векселетримача, так як компаніям, які допустили протести по векселям, вексельні кредити, як правило, не видаються. Векселі подаються в банк з реєстром, форму якого кожен банк встановлює самостійно. Записи по включених до реєстру векселям ретельно звіряються з реквізитами доданих векселів. Одночасно представлені векселі перевіряються з позиції їх юридичної та економічної надійності. З юридичної точки зору перевіряється правильність їх оформлення та заповнення відповідно до існуючих юридичних норм, а також повнота оплати вексельного мита і дійсність підписів на векселі уповноважених осіб. З точки економічної надійності встановлюється ймовірність повної оплати векселя. Крім оцінки загальної кредитоспроможності позичальника аналізується фінансово-економічний стан індосантів, які поставили свої підписи на векселі. До обліку під заставу і рефінансування приймаються тільки векселі, видані юридичними особами на підставі наявних реальних товарних і комерційних угод.

**Облік (дисконт) векселів.** Облік або дисконт векселів полягає в тому, що банк, прийнявши вексель за іменним індосаментом, терміново оплачує його пред'явнику, а платіж отримує тільки з настанням зазначеного у даному векселі терміну. Фінансовим вмістом даної операції є дострокова грошова реалізація векселя його тримачем банку і переведення комерційного кредиту в банківський. За достроковий платіж банк утримує із суми векселя певний відсоток на свою користь, так як, зазвичай, вексель оплачується зі знижкою. Різниця між сумою, яку банк заплатив, придбавши вексель, і сумою, яку він отри-



має за цей вексель у строк платежу, називається урахуванням або *дисконтом* (знижкою). Банк, враховуючи вексель, отримує його у своє розпорядження, стає кредитором-векселетримачем з усіма правами і зобов'язаннями. Векселі, які враховуються, повинні мати не менше двох підписів — векселедавця та першого векселетримача, при цьому кількість передавальних написів свідчить про надійність векселя (чим їх більше — тим краще). Банк в обов'язковому порядку перевіряє безперервність передавальних індосаментів і визначає законність володіння векселем. Законним власником є та особа, на ім'я якої вексель виписаний (перший набувач), або той, на ім'я якої вчинено останній індосамент або пред'явник, якщо індосамент є бланковим (див. терміни і поняття). Перевага віддається короткостроковим векселям, так як вони менше залежать від кон'юнктурних коливань. Якщо з числа представлених векселів маються опротестовані протягом останніх шести місяців, то вони банком до обліку не приймаються. Векселі, які не відповідають вимогам банку, викреслюються з реєстру і повертаються клієнту. Прийняті векселі та реєстри розглядаються керівником банку і за наявності кредитних ресурсів на реєстрі, ставиться роздільний надпис про кількість і суму векселів, що приймаються до врахування. Далі ці реєстри та векселі потрапляють у кредитний відділ — його вексельну групу. Прийняті векселі реєструються у спеціальній книзі обліку векселів, і реєстраційний порядковий номер векселя з цієї книги проставляється на лицьовій стороні самого векселя, а також у реєстрах навпроти запису за кожним векселем. Сума, що підлягає утриманню на користь банку як дисконт, розраховується на підставі відсоткової ставки врахування векселів, і її розмір встановлюється банком за узгодженням з векселетримачем. За векселями з платежем “не в місці обліку” також стягується порто (поштово-телеграфні витрати) і комісія банку за інкасування іногородніх векселів. Нарахування суми дисконту здійснюється за такою формулою:

$$\text{Сума дисконту} = \frac{\text{Номінальна сума векселя} \cdot \text{Строк у днях від дня обліку до дня платежу} \cdot \text{Ставка обліку}}{360} \cdot 100 \% .(2.1)$$

Сума дисконту (відсоток за врахування) береться банком як би наперед, але зараховується на дохідний рахунок банку після отримання платежу за врахованими векселями.

**Комісійні операції. Інкасування векселів** — банк виконує доручення векселетримача і приймає на себе відповідальність за пред'явлення векселів платнику і отримання за ним платежів. Якщо платіж надійде, то вексель повертається векселетримачу, але з опротестуванням платежу. Якщо при обліку векселів банк піддається певному ризику, сплачуючи вексель (за вирахуванням дисконту), то, здійснюючи інкасо векселя, він приймає на себе лише доручення своєчасно отримати за векселем платіж у зазначений термін і передати його власнику векселя. У даній операції роль банку зводиться лише до точного виконання інструкції клієнта-векселетримача і за здійснення інкасо він отримує комісійну винагороду. Зазвичай, банк приймає для інкасування векселі з оплатою в тих місцях, де є установи банку. Вексель передається для інкасування з написом про передоручення на ім'я банку, що ставиться на звороті векселя у вигляді “виплатити за наказом ... банку. Валюта на інкасо”, і засвідчується підписом векселетримача. Якщо банк прийняв на інкасо векселі, то він зобов'язується переслати їх своєчасно за місцем платежу і повідомити платника про надходження цінних паперів на інкасо. У тому випадку, якщо банк отримує платіж за векселем, то він подає його для опротестування від імені довірителя (якщо довіритель не дав розпорядження повернути йому неоплачений вексель), а також сповіщає його про виконання доручення.

**Доміциляція векселів.** Доміциляцією векселів називається призначення векселетримачем платником за векселем будь-якої третьої особи. Такі векселі у цьому випадку вважаються доміцильованими. Зовнішньою прикметою доміцильованих векселів є наявність таких слів на лицьовій стороні векселя, як “аваліст за ...” і підпису. Банк може виступати як доміциліант, здійснюючи за дорученням векселедавця або трасата платежі за векселями у встановлений термін. У цьому випадку банк у протилежність інкасуванню векселів є не одержувачем грошових коштів, а платником за векселем. У даному випадку банк не ризикує, оскільки він сплачує вексель тільки у тому випадку, якщо платник раніше вніс йому необхідну вексельну суму або якщо платник має у цьому банку на своєму розрахунковому рахунку достатні кошти і дає повноваження банку списати з його розрахункового рахунку суму, необхідну для оплати векселя. Якщо такі умови не дотримані, банк відмовляється від платежу, і вексель опротестовується у звичайному порядку проти векселедавця. За доміциляцією банки стягують з клієнтів певну комісію, а отримані векселі

відсилають їм. Деякі банки у вигляді привілеї (за наявності у цих банках рахунків клієнтів) комісію за доміциляцію не стягують.

**Вексельні переобліки і перезастава.** При здійсненні операцій з векселями банки акумулюють значну кількість векселів, з яких утворюється відповідний інвестиційний портфель. При правильному веденні цих операцій вексельний портфель є надійною статтею його ліквідних активів, стійкішою ніж інші цінні папери як, наприклад, акції. Наочною перевагою векселів є точне визначення терміну їх ліквідності і безумовний платіж по них. Дисконтні та заставні операції з векселями надають банку можливість з меншим ризиком порушення своєї ліквідності вкладати в такі операції найбільш схильні до несподіваного вилучення депозити (кошти на розрахункових, поточних та інших аналогічних рахунках). Якщо банк бажає зберегти свою ліквідність при несподіваному вилученні (вкладенні) вкладниками своїх коштів, то він може рефінансуватися в установах Центрального банку країни або комерційних банках у формі переобліку і перезастави векселів. В Україні установи НБУ здійснюють зазначені операції при дотриманні наступних умов: усі представлені векселі за термінами оплати не повинні перевищувати 90 днів і бути такими, щоб векселі можна було вчасно отримати в місцях їх платежу; представлені векселі повинні мати не менше двох підписів, не враховуючи підпис того комерційного банку, який представив ці векселі, а переказні векселі (тратти) — ще й акцепт платника; платіж здійснюється в місцях, де є установи (філії або представництва) комерційного банку, а також нотаріус або суд; у банку має бути наявність ліміту кредитування. До переобліку приймаються тільки враховані векселі, а до перезастави — векселі як враховані, так і як застави.

**Аваль (вексельна порука).** Платіж за векселем може бути забезпечений повністю або в частині вексельної суми шляхом використання авалю. Таке забезпечення платежу надається третьою особою або ж однією з осіб, які підписали вексель. Аваль дається на переказному векселі або на додатковому листі (алонжі), він також може бути даний і на окремому аркуші із зазначенням місця його видачі. Така операція виражається словами “авальоване” або “вважати за аваль” і підписується тією особою, яка дає аваль. У принципі, для авалю достатньо одного підпису аваліста на лицьовій стороні векселя, якщо тільки цей підпис не поставлений платником або векселедавцем. В авалі повинно бути вказано, за кого він виданий. Якщо така вказівка відсутня, то аваль вважається за векселедавця.

Сплачуючи аваль, аваліст набуває права, які впливають з переказного векселя, проти того, за кого він дав гарантію, і проти тих, які в силу переказного векселя зобов'язані перед цим останнім.

**Розрахунок дохідності векселя.** Для розрахунку дохідності векселя при його терміні звернення менше, ніж один рік, застосовується формула простих відсотків:

$$\text{Сума за векселем} = \frac{\text{Сума початкових інвестицій}}{\text{Сума початкових інвестицій}} \cdot \left( 1 + \frac{\text{Час обігу векселя}}{\text{Кількість днів у році} \cdot 100} \cdot \frac{\text{Процентна ставка}}{\text{ставка}} \right). \quad (2.2)$$

**Приклад.** Товар вартістю в 1 млн грн. од. поставляється під виписку векселя зі строком сплати через 30 днів. Продавець встановив процентну ставку за наданий кредит — 6 %. Тоді:

$$\begin{aligned} \text{Сума за векселем} &= 1000000 \text{ грн. од.} \cdot \left( 1 + \frac{30}{360 \cdot 100} \cdot 6 \right) = \\ &= 1000000 \cdot 1,004999 = 1004999 \text{ грн. од.} \end{aligned}$$

Зауважимо, наприклад, у США векселі випускаються корпораціями з дуже високою кредитоспроможністю з коротким терміном погашення, що відрізняє їх від облігацій, які випускаються з терміном погашення більше 10 років. Такі цінні папери продаються, зазвичай, фірмами, що потребують короткострокових позичок, іншим підприємцям, банкам, брокерським фірмам, взаємним фондам грошового ринку і окремим особам, які бажають вкласти вільні грошові кошти на короткий період часу. Термін дії цих цінних паперів, зазвичай, знаходиться у межах від кількох днів до 270 днів — максимального терміну, який не вимагає реєстрації цінного паперу в Комісії з цінних паперів і бірж.

*Фінансовий вексель* — це короткостроковий державний цінний папір або короткострокова дисконтна облігація, випущена для покриття тимчасового браку коштів, наприклад, Казначейства або інших фондів. Такий інструмент поширений в Японії, в якій нові випуски фінансових векселів пропонуються для відкритої підписки та розподіляються серед передплатників. Відносно решти, андерайтером виступає Банк Японії. Термін погашення за фінансовим векселем становить 60–62 дні і вони торгуються великими лотами.

*Казначейський вексель* — один із найпопулярніших короткострокових вкладень. Казначейський вексель — пряме зобов'язання уряду, яке відповідно до закону повинно погашатися в межах одного року

від моменту емісії. Казначейські векселі з трьома різними термінами погашення, зазвичай, емітуються на публічних аукціонах: три- і шестимісячні векселі — щотижня, однорічні — кожен місяць. Дані векселі особливо привабливі для банків, зважаючи на свою високу надійність, так як забезпечуються фіскальними можливостями федерального уряду і їх ринкові курси відносно стабільні, і вони легко реалізуються. Векселі Казначейства можуть слугувати першокласною заставою для залучення позик від інших інститутів за допомогою угод про зворотний викуп. Дані векселі емітуються і розповсюджуються з дисконтом щодо їх номінальної вартості без гарантованої процентної ставки. Тобто дохід інвестора полягає в зростанні ціни в міру наближення дати погашення векселя. Норма прибутку (прибутковість) за векселями Казначейства визначається за допомогою банківської процедури дисконтування, яка застосовує номінальну вартість векселя на момент погашення в якості бази для обчислення доходу, без урахування складних відсотків, виходячи з тривалості фінансового року в 360 днів. Формула розрахунку норми дисконтування ( $DR$ ) за векселями Казначейства наступна:

$$\text{Норма дисконту}(DR) = \frac{100 - \text{Ціна купівлі}}{100} \cdot \frac{360}{\text{Кількість днів до погашення}}. \quad (2.3)$$

**Приклад.** Припустимо, що інвестиційний менеджер розглядає можливість купівлі казначейського векселя, ціна якого становить 98 гр. од. за номіналом 100 гр. од., на аукціоні в поточному тижні. Якщо вексель гаситься через 90 днів (коли Казначейство сплачує інвестору його номінальну вартість), його дисконтний дохід повинний становити:

$$DR = \frac{100 - 98}{100} \cdot \frac{360}{91} = 0,0701, \text{ або } 7,91 \%$$

Якби інвестиційний менеджер розглядав можливість придбання кількох довгострокових цінних паперів на додаток до векселів Казначейства, він побажав би перетворити норму дисконту за векселем, обчислену згідно рівняння (2.3), в еквівалентний показник дохідності для облігацій або купонів (також відомий як показник дохідності до моменту погашення ( $YTM$ )). Тоді формула перетворення відсотка за казначейськими векселями в еквівалентний показник дохідності в купонному вираженні являє собою такий вираз:

$$\text{Дохідність к моменту погашення (УТМ)} = \frac{365 \cdot DR}{360 - DR \cdot \text{Кількість днів до погашення}}. \quad (2.4)$$

**Приклад.** Розглянемо 90-денний казначейський вексель, норма дисконту за яким (обчислена в попередньому прикладі) становить 7,91 %. Еквівалентний показник дохідності в купонному вираженні для цього векселя буде становити:

$$\begin{aligned} \text{УТМ} &= \frac{100 - \text{Ціна купівлі}}{\text{Ціна купівлі}} \cdot \frac{365}{\text{Кількість днів до погашення}} = \\ &= \frac{100 - 98}{98} \cdot \frac{365}{91} = 0,0818 \cdot 100 \%, \\ \text{або } \text{УТМ} &= \frac{365 \cdot 0,0791}{360 - 0,0791 \cdot 91} = 0,0818, \text{ або } 8,18 \%. \end{aligned}$$

Дана формула враховує той факт, що для більшої частини цінних паперів відсоток реінвестується і приводиться до тривалості року в 365 днів замість 360.

Відповідно до ст. 21 Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” векселем називається цінний папір, який свідчить про безумовне грошове зобов’язання векселедавця виплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселетримачу). Дозволяється випускати простий і переказний вексель, однак векселі в Україні використовуються, в основному, у схемах заліків і погашення енергетичних компаній і частково при зовнішньоекономічних угодах. Знайшли своє використання податкові векселі.

### **Акредитив (Documentary Letter of Credit – LC): поняття, види, застосування**

**Поняття “акредитив”.** Під акредитивом розуміється документ, який гарантує експортеру платіж імпортера за рахунок надання банком кредиту імпортеру. Тобто, переважне його застосування при здійсненні зовнішньоекономічних операцій (див. розд. 7 “Послуги з фінансування зовнішньої торгівлі”). При здійсненні зовнішньоекономічного контракту на умовах *FOB/CIF/CFR* угода закінчується з переходом прав на володіння товаром від продавця до покупця при передачі і отриманні відвантажувальних документів. Найбезпечнішим способом продажу товару для продавця є умови, коли сплата здійснюється безпосередньо в обмін на відвантажувальні документи. Для покупця такий спосіб отримання вантажу також сприйнятливий, так як

оплата в обмін на відвантажувальні документи означає для нього реальний перехід прав володіння товаром від продавця. Такий спосіб забезпечує для обох сторін надійність і безпеку, а документом, який це забезпечує, є документарний акредитив (*Documentary Letter of Credit – L/C*).

Акредитив за своєю суттю є гарантійним листом, що містить у собі тверду обіцянку банку-емітента акредитиву здійснити оплату товару в обмін на пред'явлення відвантажувальних документів, які відповідають умовам, вказаним в акредитиві. Тому більш точне визначення документарного акредитиву буде наступне: **акредитив — гарантійний лист, який надає продавцю, за умови надання ним відвантажувальних документів, право виставити протягом визначеного терміну і на визначену суму перевідний вексель (тратту) на покупця або на банк-емітент (або вказаний ними інший банк) і містить зобов'язання банка-емітента здійснити оплату або акцепт тратти відповідно до даних умов.**

Акредитив є ефективним інструментом, який забезпечує в умовах здійснення торговельних операцій між компаніями з різних країн продавцю (експортеру) — своєчасний і надійний платіж, а покупцю (імпортеру) — надходження грошових коштів і чітке виконання контрактних умов продавцем. Щоб сторони зовнішньоекономічної угоди з різних країн мали можливість ефективно здійснювати акредитивні розрахунки, необхідне існування єдиних правил і тлумачень, які не викликають сумнівів по відношенню до акредитивних розрахунків. З цією метою Міжнародна торгова палата (*ICC*) в Парижі розробила і випустила документ, який узагальнює і уніфікує правила і звичаї акредитивних розрахунків "*Uniform Customs and Practice for Documentary Credit*" ("Уніфіковані правила і звичаї для документарних акредитивів"). Незважаючи на те, що дані правила є правилами добровільної дії, вони стали унікальним інструментом для фахівців, які працюють з акредитивними розрахунками у зовнішній торгівлі. У даний час використовується редакція правил, яка має назву *UCP-500*.

**Особливості акредитиву.** Вважається, що для акредитиву притаманні наступні дві особливості: самостійність (відкриття акредитиву є самостійною угодою, яка не залежить від торговельного контракту); самодостатність документів (є документарною угодою).

Документарний характер угоди означає, що при пред'явленні відвантажувальних документів, які відповідають умовам акредитиву,

поза залежності від реального виконання продавцем умов контракту купівлі-продажу, банк-емітент відповідно до *UCP-500* зобов'язаний здійснити оплату, а покупець також не має права відмовитися від цього платежу. Тобто, для негоціанту-банку, який оформляє дану угоду, єдиною умовою для здійснення розрахунку за акредитивом (негоціація акредитиву) є наявність перерахованих в акредитиві документів і перевірка відповідності вантажу змісту торговельного контракту не здійснюється. Якщо замість товару, який вказано в контракті, буде відвантажено інший товар або його кількість буде більшою чи меншою зумовленого в контракті, зміняться ціни або транспортні засоби, з товаром трапиться аварія, покупець пред'явить рекламачії, тобто залежно від безпеки проблеми, яка виникла невиконанням контрактних зобов'язань, все рівно, негоціант-банк здійснить розрахунок за акредитивом. Отже, для продавця акредитив є гарантією платежу.

Документи, необхідність яких зумовлюють розрахунки, такі: інвойс (рахунок-фактура — *Commercial Invoice*); коносамент (*B/L — Bill of Lading*), страховий поліс (*Insurance Policy*), пакувальний лист (*Packing List*) та ін., і їх кількість обумовлюється сторонами в контракті і перераховується в акредитиві. У випадку відсутності будь-яких з перелічених документів, розрахунки за акредитивом не здійснюються.

**Основні види акредитивів.** Залежно від цілей використання розрізняють такі основні види акредитивів: 1) безвідкличний (*Irrevocable L/C*) і відкличний (*Revocable L/C*) акредитиви; 2) підтверджений (*Confirmed L/C*) і непідтверджений (*Unconfirmed*) акредитиви; 3) акредитив з оплатою за пред'явленням (*At Sight L/C*) і акредитив з відстрочкою (*Usance L/C*); 4) переказний акредитив (*Transferable L/C*); 5) револьверний акредитив (*Revolving L/C*); 6) обмежений акредитив (*Restrcted L/C*) і відкритий (*Open L/C*) акредитив; 7) акредитив *Red Clause Credit L/C* і акредитив *Stand-by-Credit*.

У фінансовій літературі можна знайти й інші види акредитивів, зокрема, в *UCP-500* є поняття “рамбурсний акредитив” та ін.

**Повідомлення щодо відкриття акредитиву.** Існує три види передачі повідомлення щодо відкриття акредитиву банком-емітентом авізуючому банку: 1) *Air Mail*; 2) *Air Mail with Brief Preliminary Cable Advice*; 3) *Full Cable*. Вибір способу повідомлення, звичай, здійснюється за проханням імпортера. 1) *Air Mail*. Оригінал (*original*) акредитиву відправляється авалістом за замовленням, що є найбільш де-



шевим способом повідомлення щодо відкриття акредитива. 2) *Air Mail with Brief Preliminary Cable Advice*. Перед відправкою оригіналу акредитива авіапоштою за замовленням, авіауючий банк повідомляє експортера телеграфом щодо відкриття акредитива, завдяки чому експортер має можливість дізнатися щодо відкриття акредитива ще до прибуття оригіналу. Це дає змогу прискорити розміщення замовлення у виробника, процедуру фрахту або оренди транспортних засобів, і таким чином скоротити строки постачання товару. Даний спосіб застосовується тоді, коли покупець володіє добрими практичними навичками у сфері зовнішньої торгівлі і між експортером та імпортером існують довірчі відносини. 3) *Full Cable*. Повний зміст тексту акредитиву відправляється електронними засобами зв'язку (телеграфом, телексом, телефаксом та ін.) на адресу авіауючого банку, який вносить зміст отриманого тексту до свого стандартного банку. Даний спосіб застосовується тоді, коли строк поставки короткий (наприклад, продукти харчування), або в даній країні ненадійний поштовий зв'язок. Окрім того, для партнера, який недавно працює на зовнішньому ринку, зміст повідомлень відповідно до способів 1 і 2 може бути недостатнім. Тому продавець не повинен мати сумнівів щодо правильності оформлення акредитиву, використовуючи даний спосіб. Але може бути, що в акредитиві, який прибув в останній момент перед відвантаженням, може виявитися невідповідність умов контракту. У цьому випадку строк поставки може наступити під час запиту щодо внесення змін і доповнень. Такі випадки часто бувають на практиці у зовнішній торгівлі, тому відправка повідомлення даним способом буде слугувати для продавця способом попередження можливого конфлікту.

**Перевірка акредитиву.** У практиці зовнішньої торгівлі відкриті акредитиви часто містять неправильну і неточну інформацію і тому потрібна перевірка відкритого акредитиву на відповідність визначеним характеристикам, до яких відносяться: 1) строк дії акредитиву (зазвичай, встановлюється із запасом часу 10–14 днів після запланованої дати відвантаження); 2) суворі відповідності контракту вказаних в акредитиві основних параметрів товару — найменування, кількість, якість, ціна та ін.; 3) відповідність перелічених в акредитиві документів, що вказані в контракті; 4) відповідність документів, які вимагаються, для здійснення розрахунку контрактним умовам, звертаючи увагу на те, чи не вказані в контракті зайві документи, що не відповідають суті угоди, або документи, які неможливо отримати;

5) наявність посилання на Уніфіковані правила і звичаї оформлення документарних акредитивів Міжнародної торговельної палати (*ICC*). Основні пункти, на які необхідно звернути увагу при отриманні акредитиву, наведені у табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**На що треба звернути увагу при отриманні акредитиву**

Issuing (Optning) Bank	Правильність назви і адреси банку-емітента
Advising Bank	Правильність назви і місцезнаходження авізуючого банку
Credit No. and Date Issue	Чи міститься номер і дата відкриття акредитиву
Applicant/Beneficiary	Чи правильно вказані назва компанії наказодавця і бенефіціара
Чи відкритий даний акредитив відповідно до Уніфікованих правил і звичаїв оформлення документарних акредитивів	Наявність посилання на <i>ICC-500</i> "This documentary credit is and will handled in accordance <b>with the uniform customs and practice for documentary credit</b> currently in force" або подібне вираження
Date and Place of expiry	Чи правильно вказано строк дії акредитиву, час і місце втрати його сили
Credit Amout	Чи правильно вказана сума акредитиву
Умови платежу: at sight або usance	Чи є акредитив Draft at sight Чи є акредитив Drawn on the Issiing Bank
Partial Shipment	Чи припускається відвантаження партіями: "Not allowed" — якщо ні, "Allowed" — якщо так
Shipment: latest	Чи відповідає контракту вказана дата закінчення терміну відвантаження
Найменування товару	Чи відповідає вказана назва товару зазначеному в контракті, чи лаконічно вказана
Specification	Чи відповідають вказані специфікації вказаним у контракті, чи лаконічно вказано
Кількість:	Чи відповідає контракту
Документи, які необхідні для негоціації	a) B/L; b) Invoice; c) Marine Insurance Policy;

	d) Certificate of Origin; e) Pacing list; f) Інші необхідні документи
Чи є даний акредитив безвідкличним	Чи міститься в тексті запис Irrevocable Documentary Credit або Irrevocable Letter of Credit
Список необхідних відвантажувальних документів	Чи не міститься в тексті акредитиву вимог невстановлених контрактом відвантажувальних документів
Згадування морської вантажної страховки (якщо товар відвантажується морським шляхом)	

Банк-емітент відкриває акредитив відповідно до запиту імпортера (наказодавача), який здійснюється відповідно до встановленої форми (*Documentary Credit Application*). Від імпортера, у свою чергу, необхідно точне і лаконічне заповнення потрібних для відкриття акредитиву бланків. Банк відкриває акредитив на основі заповненого відповідним чином і наданого наказодавцем бланку.

### Форма акредитиву

При заповненні бланку текст повинен бути точним, лаконічним, за суттю, але не дуже детальним, щоб не ускладнювати роботу банку, так як надлишкова детальність веде до збільшення листів самого акредитиву. Одна із форм акредитиву наведена у табл. 2.2. Як ще використовується акредитив при здійсненні зовнішньоекономічних розрахунків, можна прочитати у розд. 7 цієї книги, або в інших джерелах, насамперед, в Уніфікованих правилах і звичаях застосування документарного акредитиву. Наведена інформація може бути використана і для розкриття змісту розд. 7.

Таблиця 2.2

#### Приблизний зміст Irrevocable Documentary Credit

(Name of Issuing Bank, City, Country)		
Date of issue:		
Irrevocable Documentary Credit number: №		
Beneficiary: Name of Beneficiary and Address		

Applicant: Name Applicant and Address		
Amount:	USD (100 % of Invoice value)	
US Dollars		
Partial shipments	(Not allowed or allowed)	
Transshipment:	(Not allowed or allowed)	
Date and place of Expiry:		
Shipment:	From: To: Latest	Port Port
Credit available with:	Any Bank	
Draft at:	Sight drawn on the Issuing Bank	
Dear Sirs		
<p>We hereby issue irrevocable documentary credit in your for 100 % of invoice value of goods with draft called the narration: Drawn under documentary credit №...</p> <p>Documents required:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Certificate of origin issued by Chamber of Commerce of Sellerr's country; 1 original and 2 copier;</li> <li>2) Clean on Board's Bill of Lading issued in the loading port in the name of the Buyers, with destination to port ...Full set;</li> <li>3) The Seller's specified invoice; 1 original and 2 copies;</li> <li>4) 40 The pacing list: 1 original and 2 copies;</li> <li>5) Marine Insurance policy for 110 % CIF value of the shipped goods. Condition of the Insurance should be ICC (A), War and SRCC... Duplicate;</li> <li>6) Quality Certificate issued by the Manufacturer: 1 original and 2 copies; Goods:... (Price): USD...</li> </ol>		

### **Інкасові доручення: поняття, види, застосування**

У практиці міжнародних розрахунків поруч з акредитивами використовується інкасова форма розрахунків. Але інкасо застосовується рідше, і банки не дуже любляють даний інструмент. Це пов'язано з відповідними обмеженнями його застосування. Застосування інкасової форми розрахунків регулюється "Уніфікованими правилами по інкасо", які прийняті у 1978 р. Міжнародною торговою палатою.

**Інкасо** — банківська розрахункова операція, завдяки якій банк за дорученням свого клієнта (експортера) отримує на основі наданих розрахункових документів грошові кошти від платника (імпортера) за відвантажені в адресу імпортера товари або надані послуги і зараховує дані кошти на рахунок клієнта-експортера у себе в банку. Тобто інкасо — це наказ власника грошових коштів здійснити переказ грошей особі, вказаній в інкасовому дорученні, на рахунок відповідного банку. Відмінно від акредитиву, який є гарантійним інструментом і засобом платежу, інкасо є платіжним засобом, так як банк не гарантує здійснити платіж за угодою. Тому для зменшення ризику неплатежу при інкасовій формі розрахунків, експортер повинен вимагати від імпортера надання банківської гарантії платежу. Гарантії у даному випадку повинні надаватися на строк, який перевищує строк оплати документів, і на суму, яка відповідає сумі наданих на інкасо документів. Інкасо використовується тоді, коли партнерами існують давні надійні комерційні стосунки. Наприклад, продавець відвантажив товар, відправив покупцеві документи щодо його відвантаження і чекає від нього переказу грошей. Відповідальність банків, загалом, полягає у переказуванні і врученні документів проти сплати чи акцепту тратти. Але є особливості його застосування при здійсненні платежів і розрахунків, які зведені у вигляді стандарту в Уніфікованих правилах по інкасо. Окрім банківської гарантії, платіж по інкасо забезпечується застосуванням телеграфного інкасо, за яким банк імпортера сплачує експортеру виручку за товар негайно або через визначений строк після отримання документів на інкасо, повідомляючи свій банк-кореспондент, з яким він повинен мати спеціальний договір щодо телеграфного інкасо. У відмінність від поставки товару за відкритим рахунком документарне інкасо забезпечує більшу безпеку, оскільки перешкоджає покупцеві (імпортеру) отримати товар у свою власність, не сплативши і не акцептувавши вексель. Відповідно до Уніфікованих правил по інкасо застосовуються такі його види: чисте інкасо і документарне інкасо.

**Чисте інкасо** — це інкасо, яке супроводжується тільки фінансовими документами (простими і переказними векселями, чеками, інкасовими дорученнями та іншими платіжними фінансовими документами).

**Документарне інкасо** — це інкасо, яке крім фінансових документів супроводжується і комерційними документами (інвойсом, коносаментом та іншими транспортними і комерційними документами).

відповідно до контрактних умов). Або ще кажуть, що **документарне інкасо** — це інкасо фінансових документів, які супроводжуються комерційними документами (рахунками-фактури (інвойс), транспортними документами (коносамент та ін.), страховими документами (страховий поліс або свідоцтво) та іншими документами відповідно до контрактних умов. Найчастіше використовують документарне інкасо (див. розд. 7) у випадку, коли експортер не має намірів відвантажувати товар за відкритим рахунком і не має гарантії страхування за акредитивом. Інкасова операція починається в банку, куди експортер після відвантаження товару передає оформлені відповідно до умов контракту товарні документи з доданим до них інкасовим дорученням, яке містить повні і точні інструкції для банку. Банк, який отримує інкасове доручення від свого клієнта-експортера, називається банком-ремітентом. Банк-ремітент направляє інкасовані документи в інкасууючий банк країни експортера, який, зазвичай, одночасно є і банком, який надає. Тобто він повідомляє платника щодо наявних в банку несплачених або неакцептованих документів і надає документи платнику. Інкасууючий банк видає документи платнику-імпортеру, без яких він не зможе отримати товар у своє розпорядження відповідно інструкцій, вказаних в інкасовому дорученні. Інкасове доручення може мати кілька видів інструкцій щодо видачі документів: 1) платнику проти платежу; 2) платнику проти акцепту; 3) документи без оплати; 4) акцент із врученням документів проти платежу.

1. *Платнику проти платежу.* Банк, який подає документи, може вручати їх платнику тільки після негайної оплати. “Негайно” в міжнародній практиці платежів означає “найпізніше, коли прийде товар”. Якщо продавець (довіритель) не має бажання довго чекати отримання своїх коштів, він в інкасовому дорученні буде вимагати “платіж за першим поданням документів”. При цьому в контракт купівлі-продажу і в рахунок необхідно включити пункт, згідно з яким документи повинні бути пред’явлені платнику негайно після їх надходження в інкасууючий банк.

2. *Платнику проти акцепту.* Банк, який подає документи, вручає їх платнику проти акцепту тратти, яка підлягає сплаті протягом 30–180 днів після пред’явлення, чи тратти, яка підлягає оплаті в обумовлений сторонами термін. Даний вид інструкцій застосовується при розрахунках за комерційним кредитом. При цьому трасат до здійснення платежу вже вступає у володіння товаром, що дає йому можливість продати товар швидко і отримати необхідні грошові ко-

шти для сплати тратти. Для продавця після відвантаження товару забезпеченням може слугувати тільки акцепт тратти. Тобто він ризикує, що не зможе одержати платіж до строку, вказаному за векселем. Для зменшення свого ризику продавець може вимагати, щоб акцепт тратти був доповнений авалем інкасуєчого банку або іншого першокласного банку. Аваліст за векселем солідарно відповідає разом із трасатом за умов, якщо трасат при настанні терміну платежу тратти не виконає своїх платіжних зобов'язань. Експортер зможе зменшити свої ризики також шляхом отримання від банку імпортера гарантій щодо забезпечення платежів за контрактом.

3. *Документи без оплати.* Документи можуть бути видані без оплати під письмове зобов'язання платника здійснити платіж у визначений термін. Дане письмове зобов'язання підписується покупцем і банком покупця. Текст письмового зобов'язання складається, як правило, банком-ремітентом або продавцем, який виставляє інкасове доручення.

4. *Акцепт із врученням документів проти платежу.* Даний вид інструкцій використовується дуже рідко. У таких інкасових дорученнях продавець вимагає, щоб трасат після пред'явлення документів акцептував тратту строком закінчення її дії у зазначений час (наприклад, через 30 днів після пред'явлення). При цьому він може отримати документи тільки після платежу за траттою. До цього моменту товар повинен перебувати на зберіганні.

Після отримання замовлення на поставку або при укладенні контракту з купівлі-продажу продавець відвантажує товар. При цьому виписуються рахунки, оформлюються транспортні, страхові та інші види документів.

### **Платіжні картки: види, застосування**

На сьогодні для здійснення платіжно-розрахункових, кредитних та інших операцій і послуг у всіх країнах світу широко використовуються безготівкова форма розрахунків за допомогою платіжних карток. Дані картки використовуються як для обслуговування безпосередньо через банк, так і для обслуговування відповідних торговельних, туристичних та інших систем платежів і розрахунків за товари і послуги. **Платіжна картка** (*payment card*) — електронний платіжний засіб у вигляді емітованої в установленому законодавством порядку пластикової чи іншого виду картки, що використовується для ініціювання переказу коштів з рахунка платника або з відповідного

рахунка банку з метою оплати вартості товарів і послуг, перерахування коштів зі своїх рахунків на рахунки інших осіб, отримання коштів у готівковій формі в касах банків через банківські автомати, а також здійснення інших операцій, передбачених відповідним договором. Цей платіжний засіб має назву “пластикові гроші”. Він є особливим видом банківських розрахункових документів і призначений для оплати купівлі товарів та послуг, інших зобов’язань та отримання готівкових коштів з власного банківського рахунка або рахунків. Як правило, платіжна картка пов’язана з електронним рахунком або рахунками, що належать тримачу картки. В основному емітуються і використовуються платіжні картки двох видів: 1) з магнітною стрічкою; 2) з вбудованим чипом. На ці електронні пристрої наносяться відповідні дані клієнтів для їх наступної ідентифікації при використанні платіжних карток. Для здійснення платежів і розрахунків за допомогою платіжних карток використовуються відповідні системи електронних платежів і розрахунків. Учасниками даних систем є банк-емітент, який емітує платіжні картки і які є його власністю; клієнт банку — користувач платіжної картки; електронні термінали і відповідне програмне забезпечення; банк-еквайєр — банк, який уклав відповідний договір з банком емітентом на здійснення операцій з його платіжними картками.

В Україні використовуються як міжнародні платіжно-розрахункові системи (*VISA*, *MASTERCARD* та ін.), так і системи електронних платежів Національного банку України (СЕР НБУ); Національна система масових електронних платежів (НСМЕП). Найбільше розповсюджені такі види карток: депозитні (строкові і безстрокові), кредитні, дебетові, зарплатні, індивідуальні і корпоративні, пенсійні та ін.

### **Види платіжно-розрахункових систем і пластикових карток і їх використання**

Залежно від умов, за якими здійснюються платіжні операції, можна застосовуватися дебетова, дебетово-кредитна і кредитна платіжні схеми.

*Дебетова схема* — передбачає здійснення користувачем платіжних операцій з використанням платіжної картки в межах залишку коштів, які обліковуються на його рахунку. Відповідно для розрахунків використовуються дебетові картки. *Дебетово-кредитна схема* — під час її застосування користувач здійснює платіжні операції з ви-



користанням платіжної картки в межах залишку коштів, які обліковуються на його рахунок, а в разі їх недостатності або відсутності — за рахунок наданого банком кредиту. Відповідно використовуються дебетово-кредитні картки. *Кредитна схема* — передбачає здійснення користувачем платіжних операцій з використанням платіжної картки за рахунок коштів, наданих йому банком у кредит або в межах кредитної лінії. Відповідно емітуються кредитні картки.

Пластикові картки бувають, взагалі, двох видів: кредитні і дебетові (дані картки можуть бути локальні і міжнародні). Існують також і віртуальні банківські картки, передплачені картки, електронні гаманці тощо.

***Види пластикових карток.*** *Дебетова картка* — передбачає можливість внесення клієнтом — тримачем картки на свій рахунок у банку певної суми, у межах якої він може в майбутньому здійснювати свої витрати. Дані картки емітуються клієнтам банку, в яких є відповідні рахунки в даному банку і на яких акумулюються грошові кошти, що надалі використовуються клієнтами для відповідних цілей за допомогою даних платіжних карток. *Депозитні картки* — емітуються для клієнтів банку, які відкривають і мають депозитні рахунки в даному банку. На кошти, які акумулюються на депозитних рахунках залежно від виду вкладу, банками нараховують відсотки як за простою, так і складною ставками. *Кредитна картка* — передбачає ліміт кредиту, що наданий банком клієнту протягом певного проміжку часу, суми якого заздалегідь визначені сторонами. Клієнт, що має рахунок у банку, сплачує товари і послуги грошима емітентів картки. Компанія-емітент у подальшому подає рахунки для оплати власнику кредитної картки. Кредитні картки є новою формою кредитування клієнтів як на споживчі цілі, так і для ведення бізнесу. На сьогодні всі іноземні і українські банки мають кредитні програми і відповідні підрозділи для роботи з клієнтами за даними програмами. У різних банках України встановлюється ліміт кредитування за кредитною лінією, який може становити від п'яти і більше тисяч гривень для клієнтів з різним статком, а також пільгові строки 30 і більше днів. *Зарплатні картки* — використовуються для видачі заробітної платні через банківські банкомати у встановлені строки. *Індивідуальні і корпоративні картки.* Платіжні картки можуть бути індивідуальними, сімейними і корпоративними. Індивідуальні картки емітуються під відповідних фізичних осіб. Сімейні картки надають доступ через банківські банкомати відповідним членам сімей, які вказані у дого-

ворі. Корпоративні картки виконують функцію як контролю за використанням грошових коштів корпорації, так і для заохочення їх менеджерів. Для платежів і розрахунків за допомогою даних карток використовуються рахунки і грошові кошти корпорацій. *Пенсійні картки* — є зручним і надійним способом отримання пенсій для мільйонів пенсіонерів. Для цього в різних банках діють різноманітні пенсійні програми. На пенсійні кошти банки нараховують відповідні відсотки.

### **Міжнародні системи платежів і розрахунків**

У розвинених країнах вже не одне десятиріччя використовуються системи безготівкових розрахунків за допомогою платіжних карток, які з часом стали міжнародними. Приблизно 26 % платіжних карток світу припадає на долю *MasterCard*, 57 % володіє світовий лідер *VISA*, третя система, *American Express*, — трохи більше, ніж 13 %.

**Міжнародна платіжна система VISA.** До найпоширеніших міжнародних платіжних систем відносяться: ***Visa International Service Association*** — **VISA**. Щорічний торговий обіг карток *VISA* становить 2,5 трлн дол. США. Картки *VISA* приймаються до оплати в торговельних точках більше, ніж у 150 країн світу. Організація відіграє провідну роль у розробці інноваційних платіжних продуктів і технологій, які використовують більше ніж 21 тис. фінансових організацій — члени платіжної системи і власники їх карт. У 80–90 роках XX ст. *VISA* запропонувала перші елітні картки, створила першу глобальну систему банкоматів, розробила і почала емітувати нові *смарт-картки* і *передплачені картки*. *VISA* ініціювала створення *u-commerce*, або *всесвітньої (universal) комерції* — здатність здійснювати й приймати комерцію в будь-якій точці світу, у будь-який час і будь-яким способом. На сьогодні *Visa International* розділена на 7 великих регіонів: США; Канада; СЕМЕА — Центральна та Східна Європа, Середній Схід та Африка; країни Європейського Союзу; Азія; Латинська Америка й Карибський регіон; Австралія. У цих регіонах використовуються такі системи розрахунків за банківськими картками.

**Глобальні VISA:** *MasterCard; American Express; Cirrus; Diners Club; JCB;*

Росія: *СБЕРКАРТ; Золота Корона; Union Card; STB CARD; ПРО 100; Національна система платіжних карт та ін.;*

СНД: *Золота Корона; Union Card (Україна, Білорусь, Киргизстан); Armenian Card (Вірменія); Белкарт (Білорусь); Національна система масових електронних платежів (Україна);*

Африка: *Cash Net\$ Interswitch; SASWITCH;*

Азія: *1Link; ACS; ALTO; Artajasa; atm; ATMDCA; ATMBII (Superkasa); BanksNet; Banks Cash Service; BANCS; Bankline; Cashnet; Cash Tree; ENS; ETS; Expressnet; Himbara; JETCO; EPS; Link; MICS; MEPS; Megalink' MITR; NFS; Nationlink; UnionPay; Yucho; FISC;*

Вест-Індія: *ATH (interbank network); ATH; Midas; Unired;*

Європа: *4B; AltmNokta; BankAxept; Bankomat; BKM; Cash Group; Cartes Bancaires; DIAS; Eufisery; LINK; Multibanco; OrtakNokta; Otto; ServiRed; StarNet;*

Середній Схід: *123; BANCS; Bankernet; CSC; JoNet; NAPS та ін.;*

Північна Америка: *Pacifik; Interlink; Interac; Jeanie; KETS; MAC; MagicLine; Member Access; Network; MoneyMaker; MOST; SC24; ServiceCardSystem; UniversalMoneyCenter та ін.;*

Південна Америка: *GlobalNet; Link; Redbank; Telebanco; Unicard; Conexus; Suiche 7B; Banelcj.*

### ***Міжнародна платіжна система MasterCard (Worldwide) Incorporated***

***MasterCard Worldwide*** (NYSE: MA) — міжнародна платіжна система, що об'єднує 22 тис. фінансових установ у 210 країнах світу. Штаб-квартира компанії знаходиться в Нью-Йорку, США. Дана корпорація публічна. Акції *MasterCard* котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE). Територія діяльності глобальна. *MasterCard* є основним конкурентом платіжної системи VISA. Основна торгова марка *MasterCard International* є базовою у візуальній комунікації з учасниками платіжної системи, клієнтами і підприємствами торгівлі та сервісу в усьому світі.

***MasterCard*** заснована у 1966 р. в результаті угоди між кількома американськими банками щодо утворення асоціації під назвою *Interbank Card Association*. Бізнес-інтереси платіжної системи *MasterCard International* поділяються на 5 регіонів: Азіатсько-тихоокеанський регіон; Північноамериканський регіон; Європейський, Близькосхідний і Африканський регіони; Латиноамериканський регіон; регіон Карибського басейну. *MasterCard International Corporation* володіє 51 % активів компанії *Cirrus Systems Incorporated*, 51 % акцій компанії *Mondex International*, а також 50 % активів *Maestro*

*International* (спільного підприємства з *Europay International S.A.*) Корпорація *MasterCard International Incorporated* і учасники платіжної системи *MasterCard International* беруть активну участь у розробці і впровадженні технологій і стандартів мікропроцесорних карт, а також у просуванні карт в якості інструменту безпечних платежів на ринку електронної комерції. З цією метою платіжна система бере участь у роботі кількох міжнародних консорціумів та форумів, які працюють над впровадженням стандартів багатофункціональних мікропроцесорних карт.

**MasterCard Electronic** — картковий продукт, що призначений для використання у високоризиковому середовищі (до цієї категорії можна віднести не тільки не повністю надійних клієнтів, на погляд емітента, а й неблагонадійних, з точки зору шахрайства, торгові точки, країни чи регіони — з точки зору утримувача карти). **Maestro** — сімейство дебетних карток для торгових точок, обладнаних електронними терміналами, і банкоматів. З метою підвищення захищеності торгових операцій *MasterCard* наполегливо рекомендує проводити операції за картками цього сімейства виключно з обов'язковою перевіркою ПІН-коду, при цьому тимчасово існує можливість оформлення чеків електронних терміналів, скріплених лише підписом утримувача. **Mondex** — цей продукт надає можливість для розрахунків електронними грошима, для чого передбачена можливість “завантаження” готівки в “електронний гаманець”, що функціонує на базі вбудованого в картку чипу. **Cirrus** — торгова марка, що належить *MasterCard International*, об'єднання мережі банкоматів. **MasterCard PayPass** — це сумісна з *EMV* безконтактна можливість проведення платежу, заснована на стандарті *ISO/IEC 14443*, що надає власникам карток *MasterCard PayPass* і *Maestro PayPass* спосіб здійснення оплати шляхом близького піднесення платіжної картки або іншого платіжного інструмента, такого як телефон, брелок для ключів або годинник до зчитувального платіжного терміналу замість проведення нею для зчитування або вставляння її в термінал.

### ***Типи платіжних карток MasterCard, що випускаються***

**Cirrus Maestro** — найдешевша з-поміж популярних карток сімейства. По картці заборонені транзакції без авторизації, з недавніх пір існує можливість оплачувати карткою покупки в Інтернеті за допомогою *SecureCode*. Випускаються також неперсоніфіковані картки *Maestro (Maestro Prepaid)*. По причині недостатньої захищеності

картки (необов'язкова наявність голограми, Уф-захисних елементів, фірмової полоси для підпису) поступово відбувається міграція на більш захищений продукт *MasterCard Electronic*.

***MasterCard Electronic; MasterCard Unembossed.*** Аналог картки *Mass (Standard)*, дані на яку нанесені (номер, володар, дата), але не ембосовані. Картку неможливо використовувати в імпринтері. *MC Electronic* передбачає обов'язкову авторизацію з боку емітента, водночас до *MC Unembossed* може застосовуватися *Floor Limit* (можливість оформлення покупки без обов'язкової авторизації картки; як правило, для невеликих сум порядку 20–50 дол. США), *STIP* (авторизація з боку еквайєра на основі непрямих ознак платіжності — застосовується у випадку, коли процесінг емітента тимчасово недоступний).

***Mastercard Mass (Standard).*** Позиціонується платіжною системою як базова пластикова картка платіжної системи *Europay/Mastercard* зі “стандартними” можливостями; характеристики решти продуктів порівнюються відносно *Standard*. Картка ембосована (бувають винятки), що дає можливість проводити операції за допомогою імпринтера, має магнітну полосу та/або чіп для проведення операції в підприємствах торгівлі та сервісу, що обладнані електронними терміналами, також можлива оплата картою по телефону й через мережу Інтернет.

***Mastercard Gold.*** Пропонує додаткові сервіси й можливості більш вимогливим клієнтам. Як правило, це додаткова страховка, можливість експрес-заміни картки або термінової видачі готівки при втраті або викраденні картки у подорожі. В Україні просувається програма *MasterCard:Selective*, адресована утримувачам карток рівня *Gold* и вище. Програма передбачає значні знижки у партнерів програми, пільгове (а у деяких випадках — і безкоштовне) відвідування культурних заходів.

***MasterCard World.*** Картки вищого рівня, ніж *Gold*. Основна їх перевага полягає в тому, що утримувач картки *World* є автоматично застрахованим (страховка включена у щорічну плату за обслуговування), отримує додаткові переваги у вигляді великих скидок у компаніях-партнерах банка-емітента. Всі переваги карток преміального рівня є доступними і утримувачам *World*.

***Mastercard Platinum.*** Надає утримувачам ще більші можливості у порівнянні з *World*. Як правило, це вищий рівень кредитного ліміту, обслуговування персональним менеджером банку та послуги всес-

вітнього консьерж-сервісу, що здатен вирішити більшість задач, пов'язаних із покупками, сферою подорожей та розваг.

**MasterCard World Signia.** Найпрестижніша картка MasterCard. Найчастіше оформлюється для клієнтів *private banking*. Включає в себе всі переваги картки *Platinum*, цілодобову підтримку персонального менеджера банку та багато інших індивідуальних пропозицій.

**MasterCard Virtual.** Спеціальна картка, що дає змогу утримувачу здійснювати покупки в Інтернеті. *MasterCard Virtual* не призначена для оплати покупок у звичайних магазинах, зняття готівки в банкоматах, а також оплати через Інтернет послуг з бронювання квитків, готелів, автомобілів тощо. Це дещо звужує сферу застосування віртуальної картки, при цьому значно понижуює ризик використання такої картки з метою шахрайства. Оскільки обов'язкової умови випуску віртуальних карток у матеріальному вигляді немає, деякі банки реалізують “випуск” таких карток просто наданням клієнту реквізитів картки: її номеру, строку дії та коду *CVC2* (шляхом повідомлення необхідних відомостей через систему інтернет-банкінгу або друку реквізитів у відділенні банку).

**MasterCard Corporate.** Сімейство корпоративних карток MasterCard призначається для компаній, що надають співробітникам можливість проводити розрахунки від імені фірми. Це можуть бути як закупки товарів, так і оплата відряджень, покриття за рахунок бюджету компанії витрат на експлуатацію службового автотранспорту. Сімейство є досить великим і включає в себе такі продукти, як: *MasterCard BusinessCard Card, MasterCard Executive BusinessCard Card, MasterCard Small Business MultiCard, Debit MasterCard BusinessCard Card, MasterCard Corporate Card, MasterCard Corporate Executive Card, MasterCard Corporate Fleet Card, MasterCard Corporate MultiCard Card, MasterCard Public Sector Travel Card, MasterCard Public Sector Purchasing Card, MasterCard Public Sector Fleet Card, MasterCard Public Sector MultiCard Card, MasterCard Government Travel Card, MasterCard Government Purchasing Card, MasterCard Government Fleet Card, MasterCard Government Integrated Card.*

**MasterCard Workplace Solutions.** Дане сімейство продуктів покликане забезпечити співробітників корпоративних клієнтів банку коштами, що призначені для оплати “соцпакету”, для чого випускаються картки *MasterCard Payroll Card, MasterCard Incentive Card, MasterCard Flex Benefit Card, MasterCard Relocation Card, MasterCard*

*Travel per Diem Card, MasterCard Meeting Card, MasterCard Project Card, MasterCard Supply Chain Incentive Card.*

**OneSMART.** Програма, що об'єднує передові можливості смарт-карт-технології. Програма передбачає (у перспективі) введення на одному чипові картки всього спектра електронних додатків: функції кредитної та дебетної карток, *електронного гаманця*, цифрового посвідчення особи, дисконтні програми, програми лояльності, електронні квитки і персональні сховища даних.

### **Система електронних платежів НБУ (СЕП НБУ) і Національна система масових електронних платежів (НСМЕП) України**

**Система електронних платежів НБУ (СЕП НБУ)** — це загальнодержавна платіжна система для здійснення розрахунків в електронній формі між банківськими установами і їх філіями як за дорученням клієнтів банків, так і за зобов'язаннями банків один перед одним на території України. СЕП являє собою деревоподібну мережну структуру, де на найнижчому рівні розташовані банки — учасники електронних розрахунків, на другому рівні — регіональні розрахункові палати, і на верхньому рівні — Центральна розрахункова палата, що здійснює синхронізацію роботи всіх розрахункових палат, чим забезпечується функціонування СЕП у цілому. Дана система електронних платежів складається з таких рівнів: 1) прикладного програмного забезпечення; 2) телекомунікаційного середовища; 3) засобів захисту інформації. СЕП заснована на пакетному (off-line) режимі обміну інформацією. Дана інформація передається між учасниками у вигляді файлів через канали зв'язку. Передача файлів СЕП здійснюється через програмно-технічні комплекси під назвою “Електронна пошта НБУ”. До цієї пошти мають доступ усі банківські установи України. Кожен банк — учасник СЕП має відповідний електронний індифікатор. Крім передачі платіжних документів через СЕП банки-учасники обмінюються різною технологічною інформацією. Протягом робочого дня виконується обмін пакетами платіжних документів, квитанціями і контрольною інформацією між банком і розрахунковою палатою. Дана форма міжбанківських розрахунків припускає відкриття учасникам розрахунків кореспондентських рахунків.

Рахунки, що відкриваються, бувають двох типів. Рахунок типу “*Ностро*” — рахунок, який відкриває банк в інших банках і є при цьому його ж клієнтом. Рахунок типу “*Лоро*” — рахунок, який банк відкриває іншим банкам. Консолідований кореспондентський раху-

нок — це об'єднання коштів комерційного банку і його філій (або певної кількості філій) на кореспондентському рахунку, відкритому в територіальному керуванні НБУ для роботи банку (філії) у СЕП з відповідної моделі обслуговування консолідованого кореспондентського рахунка.

Мережа розрахункових палат України (МРП) забезпечує взаємодію між учасниками розрахунків: регіональними розрахунковими палатами, центральною розрахунковою палатою (ЦРП). ЦРП виконує функції РРП для банків, що мають коррахунки в операційному керуванні НБУ.

Функціонування Регіональних розрахункових палат (РРП) відбувається на базі існуючої системи бухгалтерського обліку і звітності НБУ. Для забезпечення проведення розрахунків через РРП відкриваються технічні коррахунки банків у РРП, а також спеціальні балансові рахунки в РРП і ОПЕРУ. Перелік цих рахунків визначається спеціальним додатком НБУ. Після завершення роботи з комерційними банками в РРП виконується розрахунок компенсаційних платежів балансів учасників розрахунків за підсумками дня, визначаються підсумки розрахунків за технічними коррахунками з відображенням їх на коррахунках у відповідному управлінні НБУ. По завершенні виконуються такі процедури: архівування, формування нічних оборотів комерційних банків, підготовка коригувальних даних до списку учасників електронних розрахунків. По завершенні операційного дня в РРП щодня за початковими електронними розрахунковими документами програмно формується файл із усіма реквізитами цих документів і передається в ЦРП. ЦРП виконує задачу “контроль МФО” по всій Україні і складає звіт для всіх РРП для подальшої квітовки.

“Інструкція про міжбанківські розрахунки в Україні”, затверджена постановою Правління НБУ від 27.12.1999 р. № 621 (зі змінами та доповненнями) передбачає сім моделей обслуговування консолідованого кореспондентського рахунка комерційного банку (філії) та інформаційну модель (модель 0), що враховують специфіку роботи і потреби банків у системі електронних платежів. У моделях 1, 4, 5, 6, 7 головний банк керує розподілом спільного залишку на коррахунок за допомогою механізму лімітів. Філія може виконувати платежі у рамках значення свого субкоррахунка, до якого додана величина ліміту, але не більше, ніж у рамках значення коррахунка свого головного банку. Використовуються відповідні варіанти розподілу лімі-



тів. У системі електронних міжбанківських розрахунків Національного банку України використовуються два підходи до рівня контролю головним банком роботи своїх філій у СЕП: 1) повний контроль усіх платежів; обмеження загальних обсягів початкових платежів без конкретного санкціонування окремих платежів. У системі СЕП є механізм динамічного завдання головним банком обмежень на припустимі початкові платежі філій (як платежі в СЕП, так і, можливо, внутрішньофіліальні) і на виконання деяких інших операцій у банку. Для цього застосовується механізм завдання і використання бізнес-правил. Бізнес-правила (далі — БП) — це система завдання логічних і бухгалтерських обмежень на різні платіжні операції в системі електронних розрахунків НБУ й АБС банку, а також інші операції в АБС банку. Для своєчасного і раціонального здійснення міжнародних розрахунків банки, зазвичай, підтримують у закордонних банках необхідні валютні позиції в різних валютах відповідно до структури й термінів майбутніх платежів і проводять політику диверсифікованості своїх валютних резервів. Установлення кореспондентських відносин, зазвичай, супроводжується обміном умовами і порядком здійснення розрахунків (у тому числі ставками комісійної винагороди). Також необхідною умовою є обмін *SWIFT* телексними ключами.

Правовідносини, що виникають у зв'язку з емісією платіжних карток, здійсненням операцій з їх застосуванням, а також із проведенням розрахунків за вказаними операціями в межах України, регулюються законами України, Положенням про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням, іншими нормативно-правовими актами Національного банку України, а також правилами платіжних систем та договорами, що укладаються між учасниками платіжних систем.

**Національна система масових електронних платежів (НСМЕП).** Створена на основі концепції НБУ системи електронних розрахунків за товари і послуги в Україні. НБУ розробив загальну концепцію НСМЕП, вимоги до всіх елементів системи, програмно-технічні рішення для верхнього рівня системи (розрахункового банку, процесингових центрів, системи безпеки), координує виконання всіх робіт, розробляє нормативно-правові акти системи та проекти законодавчих актів, працює над створенням конкурентного середовища серед фірм — розробників технічних і програмних засобів НСМЕП, залучає до співпраці в системі різних суб'єктів господар-

ської діяльності. Концепція побудови НСМЕП враховує можливість використання картки НСМЕП як технічного засобу для забезпечення: електронної комерції; сервісних пільг у торгівлі; обслуговування пільгових категорій населення; страхування цивільної відповідальності власників транспортних засобів перед третіми особами; послуг у страховій медицині; посвідчення особи, пенсійного посвідчення тощо; розрахунки за паливно-мастильні матеріали. Загальні вимоги щодо функціонування системи міжбанківських розрахунків та порядку виконання міжбанківського переказу коштів регулюються Інструкцією про міжбанківський переказ коштів в Україні в національній валюті, затвердженою постановою Правління Національного банку України від 16.08.2006 р. № 320 та зареєстрованою в Міністерстві юстиції України 06.09.2006 р. № 1035/12909.

З упровадженням НСМЕП громадяни України мають змогу оплачувати товари і послуги у безготівковій формі за допомогою смарт-карток, а також зберігати і накопичувати заощадження у банках на поточних і карткових рахунках. Таким чином, можна очікувати не лише значного розширення можливостей банківської системи України завдяки додатковому залученню коштів населення, а й забезпечення завдяки роботі НСМЕП додаткових прибутків громадян у вигляді відсотків за залишком на їхніх банківських рахунках. Окрім того, технологією НСМЕП передбачено також широкое застосування платіжних карток юридичними особами — корпоративні та бізнес-картки. У НСМЕП застосовуються платіжні картки з вбудованими чип-модулями — смарт-картки. Смарт-картка, яка є носієм копії фінансової інформації в НСМЕП, на відміну від пластикової картки з магнітною смугою, найбільш повно задовольняє вимоги безпеки. У НСМЕП використовуються платіжні картки з платіжними інструментами, такими як електронний гаманець та електронний чек. Застосування електронного гаманця економічно доцільне навіть при розрахунках малими сумами (від кількох копійок). Електронний чек орієнтований на застосування при середніх та значних за сумою платежах (від кількох до тисяч гривень). До складу НСМЕП входять: платіжна організація; члени платіжної системи; учасники платіжної системи. Членами НСМЕП можуть бути банки, які укладуть договір з Платіжною організацією про вступ до НСМЕП. Член НСМЕП може виконувати функції емітента та/або еквайєра і, залежно від рівня організаційної та інформаційної взаємодії в системі, працювати відповідно до вибраної моделі роботи, яка

підтримується технологією НСМЕП. Моделі роботи членів НСМЕП наступні: емітент; еквайер; емітент та еквайер.

### **Депозитні рахунки: поняття, види, застосування**

Депозитні рахунки відкриваються фінансовими установами вкладникам грошових коштів. На дані рахунки банки нараховують відсотки, розмір яких визначається станом економіки і фінансової системи країни, також фінансовою політикою уряду і Національного банку. Існують такі види депозитних рахунків: депозитні рахунки до запитання, строкові депозитні рахунки, чекові депозитні рахунки. *Депозитні рахунки до запитання* — відкриваються вкладникам банку, з яких за першою вимогою вкладника банк повинен виплатити необхідну суму. За такими рахунками депозитний відсоток буде менший, ніж за строковими рахунками. *Строкові депозитні рахунки* — відкриваються на відповідний строк, вказаний у договорі. Якщо вкладник не звернувся за анулюванням рахунку, то строкові рахунки можуть бути пролонговані банком на подальше зберігання і використання вкладу. *Депозитні рахунки, за якими випускаються чеки* — відкриваються вкладникам, які користуються чековими розрахунками.

Відсотки, що нараховуються за вкладами на депозитних рахунках, можуть бути прості та складні і нараховуватися один раз на рік, один раз на півроку, щоквартально, щомісяця, щодня. Як правило, чим частіше нараховуються відсотки за вкладом, тим вищий відсоток отримає вкладник у порівнянні з нарахуванням один раз на рік. Наприклад, якщо за депозитним рахунком відсоток, який нараховується один раз на рік, становить 20 % річних, то при щоденному нарахуванні він зростає до 21 %.

### **Короткострокові казначейські ноти і облігації**

У момент емісії казначейські ноти і облігації характеризуються більш тривалим строком погашення: від 1 до 10 років — за нотами, і більше 10 років — за облігаціям. Але, коли до погашення даних цінних паперів залишається менше року, то вони розглядаються як інструменти грошового ринку. Ці інструменти є купонними, тобто забезпечують інвестору фіксовану норму доходу.

### **Банківські акцепти**

Банківський акцепт — це вексель на банк (обіцянка сплатити подібно чеку), який випущений в обіг компанією, яка сплатить його у

визначену майбутню дату і гарантує за визначену винагороду банком, який “акцептував” його. Компанія, яка випустила даний інструмент, повинна мати кошти на рахунку, щоб викупити вексель. Ці акцептовані векселі часто перепродаються на вторинному ринку і подібні за своїми функціями вексялям.

### **Комерційні цінні папери**

Це короткострокові боргові інструменти, які випускаються великими банками і добре відомими корпораціями. До них відносяться цінні папери федеральних агентств та ін.

### **Угода щодо зворотного викупу (РЕПО)**

Угода щодо зворотного викупу — це ефективна короткострокова позика, за якою, наприклад, векселі державного казначейства слугують як заставні активи.

### **Резервні фонди**

Це типові позики одного банку іншому своїх депозитів, які розміщуються в Національному банку.

### **Іноземна валюта**

Будь-яка валюта іноземної держави.

### **Депозитні сертифікати: поняття, види, застосування**

*Депозитні сертифікати.* Сертифікати депозитів — це борговий інструмент, який продається банками вкладникам і по ньому сплачуються проценти визначеного розміру, а при погашенні повертається ціна їх купівлі. *Євродоларові депозитні сертифікати.* Євродоларові депозитні сертифікати — це долари США, які вкладені в банках поза межами США, або в зарубіжних філіалах банків США. Банки можуть брати в позики дані депозити від інших банків або у власних зарубіжних філіалах.

У зв'язку з нетривалим строком життя, фінансові інструменти грошового ринку характеризуються низькими або помірними ризиками і більш високою ліквідністю відносно інструментів ринку капіталів. Більш висока ліквідність пов'язана з тим, що дані інструменти продаються в більших обсягах, і кількість угод за ними значно вища, ніж на ринку капіталів. Цінні папери грошового ринку характеризуються меншими змінами цін, ніж довгострокові інструменти, що

робить їх безпечнішими для інвестора. І як результат, корпорації і банки більш активно використовують даний ринок для отримання процента на вільні кошти.

### **Інструменти ринку капіталів**

До найпопулярніших інструментів ринку капіталів відносяться акції, заставні, облигації (державні, корпоративні, муніципальні та інших органів самоуправління), споживчі і банківські комерційні позики. Для них притаманне значне коливання цін, ніж для інструментів грошового ринку, у зв'язку з чим дані інструменти є більш ризикованими і менш ліквідними.

**Акції: поняття, види, застосування.** Акція — це частковий (пайовий) цінний папір, який надає її власнику право на участь у капіталі компанії, тобто право на отримання дивідендів, на участь в управлінні компанією, а у випадку її ліквідації — право на частину майна. Даний цінний папір засвідчує статус акціонера акціонерної компанії і, зазвичай, має форму сертифікату як вид цінного паперу. Практично в усіх країнах розрізняють прості (або звичайні) акції і привілейовані акції. **Прості акції** свідчать щодо пайової участі їх тримачів у капіталі компанії, надають їм право голосу на загальних зборах акціонерів і право отримувати дивіденди. Кожна звичайна акція засвідчує право часткової власності і тому її власник у випадку ліквідації компанії має право претендувати на частину її майна. **Привілейовані акції**, як і звичайні, являють собою титул власності її власника. За ними сплачується фіксований дивіденд і може бути отримано курсовий дохід (прирощення капіталу). Ці акції надають їх тримачам перше чергове право на отримання фіксованих дивідендів незалежно від результатів фінансово-господарської діяльності емітента, а також на пріоритетну участь при поділу майна акціонерного товариства (корпорації) у випадку його ліквідації. Власники даних акцій за законодавством деяких країн не мають права голосу на загальних зборах акціонерів. За американським законодавством у випадку несплати дивідендів власники привілейованих акцій отримують право голосу. Дані акції відносяться до інструментів з фіксованим доходом.

**Заставні.** Заставні — це цінні папери, які свідчать про надання позики індивідам або діловим компаніям для купівлі будинків, землі або інших матеріальних активів, які слугують як застава під позику. Наприклад, у США ринок заставних (іпотечний ринок) є найбіль-

шим борговим ринком. Ощадні та кредитні асоціації, взаємні й ощадні банки і компанії стали основними кредиторами на ринку заставних під заставу житла, землі та інших активів. Комерційні банки також активно здійснюють свою діяльність на даному ринку. Емітуються фінансовими установами, наприклад, для надання іпотечних кредитів під заставу нерухомості, яка придбається. Іпотечні банки формують пул заставних, під яких випускаються іпотечні облігації. Гроші, які надходять від емітентів, слугують для рефінансування банківської діяльності.

**Облігації: поняття, види застосування.** *Облігація* — це борговий цінний папір з фіксованим доходом, за яким емітент (позичальник) погоджується здійснити ряд платежів за обумовленими в контракті строками і величиною. Наприклад, емітент облігації погоджується платити 50 гр. од. кожних шість місяців протягом наступних 10 років. Іншим прикладом може слугувати зобов'язання платити кожні півроку за ставкою, яка співпадає з процентною ставкою за шестимісячним депозитним сертифікатом. Невиплата процентів або номіналу при погашенні облігації означає, що позичальник неплатоспроможний. Ключовими характеристиками облігації є: *строк до погашення, купонні виплати і її номінальна вартість*. *Строк до погашення (term to maturity)* — період, по закінченню якого позичальник зобов'язаний повністю сплатити отриману в позику суму. Сума, яку емітент погоджується сплатити в дату погашення, називається *номінальною вартістю, основною сумою боргу або сумою погашення (par value; maturity value; face value)*. *Купонні виплати (coupon)* за облігаціями — це періодичні щорічні процентні виплати, які здійснюються емітентом тримачу облігації протягом строку життя облігації. За видом емітента розрізняють: державні облігації, корпоративні облігації і органів самоврядування. *Облігації державної позики* — це довгострокові боргові зобов'язання, які випускаються у вигляді довгострокових облігацій державними установами і гарантуються урядом. *Корпоративні облігації* — це довгострокові боргові зобов'язання, які випускаються у вигляді довгострокових облігацій зі строком погашення, як правило, більше 10 років відомими корпораціями з дуже високим кредитним рейтингом. Типова корпоративна облігація приносить її власнику процентний дохід двічі на рік виплатою номінальної вартості облігації на дату погашення. Окремий вид корпоративних облігацій (*конвертуємі облігації*), мають таку додаткову властивість, яка дає змогу власнику облігації перетворювати її в наперед

визначену кількість акцій у будь-який час до закінчення строку погашення облігації. Такі облігації є для інвесторів більш привабливим інструментом, ніж без конвертації, так як вони можуть зрости в ціні, якщо ціна акцій, в які можуть облігації конвертуватися, достатньо підвищується. У свою чергу, конвертовані облігації дають можливість корпораціям зменшити виплату процентів. *Облігації органів самоврядування* — випускаються для залучення коштів для реалізації соціальних програм: будівництво шкіл, лікарень та ін.

**Споживчі і банківські комерційні позики.** Споживчі позики надаються приватним особам для купівлі активів тривалого використання (див. банківське споживче кредитування). *Банківські комерційні позики* надаються приватним і юридичним особам для різних цілей на поверненій і платній основі.

**Інвестиційні паї: поняття, види, застосування.** Інвестиційні паї формуються інститутами спільного інвестування (ICI) у вигляді інвестиційного портфеля. Частки (паї) даного портфеля пропонуються інвесторам у вигляді інвестиційних сертифікатів.

### **Інструменти страхування та хеджування ризиків**

**Страхові поліси та свідоцтва: поняття, види, застосування.** Основними інструментами страхування від ризиків (та в інших випадках) є страхові поліси і страхові свідоцтва. Страховий поліс засвідчує право страхувальника отримати у випадку страхового випадку в майбутньому відшкодування спричинених йому збитків, а при відсутності такого випадку внесені грошові кошти на рахунок страхової компанії. Страхове свідоцтво в більшості випадків використовується в морському пароплаванні.

### **Похідні фінансові інструменти: поняття, види, застосування**

Усі розглянуті до цих пір інструменти фінансових ринків передбачають поставку активів. Тому ринки, на яких оперують з даними активами, мають назву *готівкові ринки (cash-markets)*, або *спот-ринки (spot-markets)*. Але є ринки, на яких здійснюються операції з контрактами на продаж або купівлю фінансового активу в майбутньому. Власник такого контракту має право або зобов'язання купити/продати фінансовий актив за визначеною ціною, у визначену дату. Ціна таких контрактів є похідною від ціни базового (реального) активу. Тому такі контракти називаються *похідними фінансовими інструментами (derivative instruments)*, а ринки таких контрактів —

*похідними ринками (derivative markets)*. Виникнення похідних інструментів було зумовлено тим, що фінансові ринки стають все складнішими і операції на них супроводжуються відповідними ризиками. Ціни на ринках знаходяться у постійному динамічному русі, що може призвести до втрат як продавців, так і покупців будь-яких активів. На сьогоднішній час деривативи використовуються не тільки для покриття ризиків, а й для отримання прибутків на основі спекулятивних операцій. Тому такі контракти ще називаються спекулятивними інструментами. На фінансових ринках під деривативом розуміють наступне. **Дериватив** — це фінансовий контракт між двома або більше сторонами, що ґрунтується на майбутній вартості базового активу.

Деривативи мають дуже велике значення для управління ризиками, так як дають змогу розділяти і обмежувати їх. Тобто деривативи використовуються для перенесення елементів ризику і, таким чином, можуть слугувати визначеною формою страхування. Основними користувачами деривативів є **хеджери, спекулянти і арбітражери**. На початку виникнення деривативи були пов'язані з матеріальними активами, такими як рис, пшениця, луковиці тюльпанів. Товарна сировинна продукція є базовим активом деривативів і на сьогодні. Але окрім цього базового активу можуть бути практичні будь-які фінансові індикатори або фінансові інструменти. Наприклад, існують деривативи, які ґрунтуються на боргових інструментах, відсоткових ставках, фондових індексах, інструментах грошового ринку, валютах та інших деривативних контрактах. У даний час існують чотири основні види деривативів — це: *форвардні контракти; ф'ючерсні контракти; опціонні контракти; свопи*.

Розрізняють **біржові і позабіржові деривативи**. До біржових деривативів можна віднести *ф'ючерсні контракти; опціонні контракти*. До позабіржових деривативів можна віднести *форвардні контракти; валютно-відсоткові свопи; угоди щодо майбутньої відсоткової ставки (форвард-форвард), опціони та ін*. Основні відмінності між біржовими і позабіржовими деривативами наведено у табл. 2.3.

Як бачимо, позабіржова торгівля за своєю суттю конфіденційна, і деталі угоди не є предметом обговорення. Однак біржова торгівля — яркий і шумливий процес. Трейдери передають один одному інформацію голосом і жестами.

**Форвардні контракти.** *Форвардний контракт* — це угода, в якій покупець і продавець домовляються щодо поставки активу (за-



**Основні відмінності між біржовими і позабіржовими деривативами**

Біржові деривативи	Позабіржові деривативи
Види деривативів, які торгуються: – ф'ючерси; – опціони	Види деривативів, які торгуються: – форварди; – опціони; – свопи
Угоди укладаються в біржовому залі шляхом відкритих торгів або за допомогою комп'ютеризованої системи	Угоди укладаються конфіденційним шляхом прямих переговорів
Стандартні контракти із загальнодоступною специфікацією, яка публікується	Відсутність стандартних специфікацій, розповсюджені прості контракти
Ціни прозорі і легко доступні	Ціни менш прозорі
Учасники ринку один одному невідомі	Учасники ринку повинні знати один одного
Тривалість торговельної сесії обмежена, час роботи біржі опубліковано, торги ведуться за встановленими біржею правилами	Прості товарні контракти торгуються цілодобово, у той час, як разові угоди з особливими умовами укладаються протягом робочого дня за місцевим часом
Позиції легко ліквідуються	Позиції не так легко закриваються або передаються іншим особам
Тільки невелика кількість контрактів існує до закінчення терміну і закінчується фізичною поставкою активу	Більшість контрактів існує до закінчення терміну і закінчується фізичною поставкою активу

звичай, товару) визначеної якості і у визначеному обсязі на визначену майбутню дату. Ціна поставки при цьому може обумовлюватися заздалегідь або в момент поставки. Тобто форвардний контракт — це строкова угода, що дає право на купівлю або продаж активу у визначений строк у майбутньому.

**Приклад.** Припустимо, що ви вирішили придбати нову машину. Після того, як була вибрана марка автомобіля у демонстраційному залі місцевого дилера, ви задаєте точні характеристики автомобіля: колір, потужність двигуна, оздоблення салону, рулеве управління та ін. І саме головне — визначаєте ціну. Дилер згоден прийняти замовлення за умовою, якщо замовлення може бути здійснено сьогодні і внесений авансовий депозит, то машина може бути поставлена через

три місяці. Що відбудеться з цінами через три місяці, чи буде запропонована знижка або, навпаки, ваша модель стане дорожчою, вже не буде мати значення, так як ціна машини при поставці зафіксована угодою між вами і дилером. Було укладено **форвардний** контракт — ви придбали **право** купити автомобіль через три місяці і **зобов'язалися** здійснити дану купівлю.

Тобто, за допомогою форвардного контракту ви захищаєте себе від зростання ціни на автомобіль, або, інакше кажучи, здійснюєте **хеджування**. Але, що відбудеться, якщо автомобіль, який ви замовили, не буде поставлено своєчасно або буде не в тій комплектації? Вам прийдеться вирішувати питання з дилером. Процес хеджування, пов'язаний з визначеними ризиками і зисками, наведено в табл. 2.4.

**Ф'ючерсні контракти.** *Ф'ючерсний контракт* — тверда угода між продавцем і покупцем щодо купівлі визначеного активу на фіксовану майбутню дату. Ціна контракту, яка змінюється залежно від кон'юнктури ринку, фіксується в момент здійснення угоди. Оскільки контракт має стандартну специфікацію, обидві сторони знають, чим торгують. Потреби в захисті від ризиків і пошук можливості спекуляцій розширили і зміцнили ринки похідних інструментів і, відповідно, ф'ючерсів. Відомо, що існує два класи основних активів — матеріальні (товарні) і нематеріальні (фінансові), відповідно використовуються і два види ф'ючерсних контрактів — **товарні ф'ючерсні контракти** і **фінансові ф'ючерсні контракти**. В основі товарних ф'ючерсів лежать: зернові і насіння марсельних культур; енергосі; м'які товари (кава, какао, цукор тощо); метали та ін. В основі фінансових ф'ючерсних контрактів лежать: відсоткові ставки, наприклад короткі продажі; ціни облігацій, наприклад довгі “золотообрізні” ф'ючерси; валютні курси; фондові індекси.

Незважаючи на те, що товарні і фінансові ф'ючерсні контракти в принципі ідентичні, методи їх котирування і поставки, а також умови розрахунків за ними відмінні. Але всі ф'ючерсні контракти характе-

Таблиця 2.4

**Ризики і зиски форвардного контракту**

Ризик	Зиск
Дилер не поставить вам машину своєчасно або ліквідує свою справу до дати поставки	У майбутньому ціна вашої машини може зрости
У майбутньому ціна машини може стати нижчою	

ризуються такими загальними ознаками: мають стандартні характеристики; торгуються на біржах; загальнодоступні, ціни відкрито публікуються; організовуються кліринговими палатами. У табл. 2.5 наведено основні відмінності між форвардними і ф'ючерсними контрактами. Основна відмінність полягає в тому, що форвардний контракт — разова позабіржова угода між продавцем і покупцем, а ф'ючерсний контракт — пропозиція, яка повторюється, і таким контрактом торгують на біржі.

**Опціонні контракти.** Опціони є найстарішим видом деривативів. Як і інші деривативи, опціони використовуються учасниками ринку в цілях: хеджування і захисту від несприятливого руху цін на базовий інструмент; спекуляції на зростанні/падінні ціни базового інструмента; здійснення арбітражних операцій на різних ринках і з різними інструментами.

Опціонний контракт дає право, але не зобов'язання купити (*опціон "колл"*) або продати (*опціон "пут"*) визначений базовий інструмент за визначеною ціною — ціна виконання (*страйк*) — у визначену майбутню дату — *дату закінчення терміну* — або до її настання. Учасниками угоди, з одного боку, є покупець опціону або тримач

Таблиця 2.5

**Основні відмінності між форвардними і ф'ючерсними контрактами**

Ф'ючерсні контракти...	Форвардні контракти...
Торгуються на біржі	Не торгуються на біржі, є позабіржовими
Припускають участь клірингової палати, яка забезпечує захист обох сторін	Не передбачає участь клірингової палати
Потребують внесення маржі	Не передбачають внесення маржі
Використовуються для хеджування і спекуляцій	Використовуються для хеджування
Не передбачають негайної поставки активів	Передбачають фізичну поставку
Усі бачать, чим торгують	Конфіденційні і є предметом переговорів між сторонами без будь-яких біржових гарантій
Прозорі — біржа надає звітність щодо ф'ючерсних контрактів	Непрозорі, вимоги звітності відсутні, являють собою конфіденційні угоди

(*holder*), з іншого — продавець опціону (*writer або grantor*). Опціони “*колл*” і “*пут*” — два основні види опціонів. Обидва опціони можуть продаватися і купуватися. Тобто можна: *купити* право *купити* базовий інструмент — купити “*колл*”; *продати* право *купити* базовий інструмент — продати “*колл*”. Так само можна купити або продати опціон “*пут*”. Нині використовуються також численні комбінації опціонів. Покупець стандартизованого опціонного контракту повинен виплатити продавцю винагороду, яка називається *ціна опціону* або *премія* (*option price*). У даний час існують біржові і позабіржові опціони на широкий спектр товарно-сировинної продукції і фінансових інструментів. Відомі чотири основні види опціонів: *відсоткові*: опціони на відсоткові ф’ючерси; опціони на угоди щодо майбутньої відсоткової ставки — гарантії відсоткової ставки; опціони на відсоткові свопи — своп-опціони; *валютні*: опціони на готівкову валюту; опціони на валютні ф’ючерси; *фондові*: опціони на акції; опціони на індексні ф’ючерси; *товарні*: опціони на фізичні товари; опціони на товарні ф’ючерси. На відміну від ф’ючерсного контракту, який є зобов’язанням однієї сторони купити, а іншої — поставити, тримач опціонного контракту може відмовитися від свого права здійснити угоду, втрачаючи при цьому вартість опціону або премію, яка становить незначний відсоток від ціни базового активу.

**Свопи.** Учасники будь-яких фінансових ринків постійно стикаються з коливаннями цін на базові активи, які суттєво впливають на деривативи, що використовуються. Це можуть бути коливання відсоткових ставок при довгострокових запозиченнях, коливання валютних курсів. Змінюються ціни на енергоресурси. Зростають і падають фондові індекси. Тому учасники ринку постійно шукають шляхи зменшення фінансових ризиків, які пов’язані з інвестиціями. Одні учасники хеджують свої відкриті позиції від несприятливого руху цін, інші — звертаються до страхових компаній. Вище були розглянуті деривативи (форварди, ф’ючерси, опціони), які використовуються для зменшення ризиків втрат. Але більшість з них має свої недоліки. Оскільки деривативи, здебільшого, є біржовим інструментом, вони не мають тієї гнучкості, яку очікує користувач даних інструментів. Тому на ринках почали застосовувати угоди щодо *свопу* — позабіржового інструмента, який припускає обмін ризиками, і який відповідає потребам багатьох учасників ринків.

**Своп** — це одночасна купівля і продаж одного і того самого базового активу або зобов’язання на еквівалентну грошову суму, за якою

обмін фінансовими умовами забезпечує обидві сторони угоди визначений вигравш, який не можна отримати іншим чином. Тобто своп — позабіржова угода між двома сторонами, одна з яких зобов'язана здійснити платіж іншій. Інша сторона також зобов'язується здійснити одночасний платіж на користь першої сторони. Свопи — це позабіржові угоди, які укладаються шляхом конфіденційних переговорів, які еквівалентні серії форвардних контрактів з однією й той самою ціною. Строк дії свопів може бути будь-який, але на практиці не перевищує 10 років. Обсяги платежів сторін обчислюються за різними формулами, виплати здійснюються в майбутньому за заздалегідь обумовленому графіку. Свопи можуть припускати платежі за фіксованими або плинними відсотковими ставками. Причому фіксовані ставки залишаються незмінними у той час, як плинні ставки прив'язуються до якогось відповідного індексу, або ставці-орієнтиру (*LIBOR, PIBOR* або *фондовий індекс*). Використовуються чотири основних свопи: **відсоткові свопи** (*Interest Rate Swap — IRS*); **валютно-відсоткові свопи** (*currency swap*), які не треба плутати з валютними свопами (*FX swap*); **товарні свопи**; **фондові свопи**. Основні відмінності даних свопів наведені у табл. 2.6. Нині свопи широко використовуються для наступних цілей: **хеджування ризиків**, пов'язаних з: відсотковими ставками, валютними курсами; цінами на товари; інвестиціями в акції; іншими базовими інструментами; **спекуляція** на купівлі і продажу свопів. Переваги застосування свопів такі: зменшення вартості фінансування; гнучкість; одночасність здійснення угоди; страхування.

Таблиця 2.6

### Основні відмінності свопів

Своп	Платежі сторони А ґрунтуються на:	Платежі сторони Б ґрунтуються на:
Відсотковий	Фіксована або плинна відсоткова ставка	Фіксована або плинна відсоткова ставка
Валютно-відсотковий	Відсоткова ставка за однією валютою	Відсоткова ставка за іншою валютою
Товарний	Товарний індекс	Фіксована ставка, плинна ставка або курс
Фондовий	Дохідність фондового індексу	Фіксована або плинна ставка, дохідність іншого фондового індексу

До *недоліків* слід віднести: відсутність стандартних умов; вони не можуть бути використані для інших цілей, тобто не обертаються на ринку. Але для свопів притаманний кредитний ризик, якщо одна із сторін затягує або відмовляється зробити обумовлений платіж.

### **Інші види фінансових інструментів та їх застосування**

**Євровалюта. Євродолари: поняття, використання.** *Євродолари* виникають тоді, коли вклади на рахунках в США переказуються в банк поза межами країни і зберігаються у формі долара. Наприклад, якщо американська компанія депонує чек на 1 млн дол., виписаний на рахунок в американському банку в її банку в Лондоні, наперед визначаючи, що депозит сплачується в доларах, то створюється 1 млн євродоларів. Таке визначення стосується й інших деномінованих валют, які також вважаються офшорними депозитами. До всіх цих офшорних депозитів застосовується назва “євровалюта”. Наприклад, депозити, поіменовані в ієнах, що тримаються в Лондоні, називаються євроієна, у той час як депозити, деноміновані у фунтах, що тримаються в Парижі, звуться єврофунтами.

**Європапери: поняття, використання.** Європапери — цінні папери, які емітуються емітентами на зовнішніх фінансових ринках поза законів конкретної країни і деноміновані в іноземних валютах. Наприклад, єврооблігації або євроакції. *Єврооблігація*, тобто облігація, що поіменована в іншій валюті, ніж валюта країни, в якій вона продається. Наприклад, облігація, що поіменована в доларах США, продається в Лондоні і вважається єврооблігацією. Це стосується і акцій. Дані ринки набули своєї популярності у зв’язку з тим, що після випуску в обіг європапери миттєво стають доступні для інвесторів з багатьох країн світу. Вартість запозичення за єврооблігаціями може бути значно нижче, ніж за облігаціями внутрішнього ринку. Спрощена процедура визначення платоспроможності емітента.

### **Питання для самоконтролю**

1. Що розуміється під фінансовим активом? Яка різниця між фінансовим і матеріальним активами?
2. Що розуміється під пайовим фінансовим активом? Що дає володіння таким активом для інвестора? Приведіть приклади пайових активів і дайте їм коротку характеристику.

3. Що розуміється під борговим фінансовим активом? Що дає володіння таким активом для інвестора? Приведіть приклади боргових активів і дайте їм коротку характеристику.
4. Що розуміється під спекулятивним фінансовим активом? Що дає володіння таким активом для інвестора? Приведіть приклади спекулятивних фінансових активів і дайте їм коротку характеристику.
5. Що розуміється під похідними фінансовими інструментами? Яка різниця між похідними фінансовими інструментами і реальними фінансовими інструментами?
6. Що таке ф'ючерс? Як і для чого він використовується? Приведіть приклади застосування валютних і товарних ф'ючерсів, ф'ючерсів на цінні папери і на фондові індекси.
7. Що таке опціон? Як і для чого він використовується? Які види опціонів використовуються на фінансових ринках? Наведіть приклади застосування валютних опціонів, опціонів на цінні папери.
8. Що таке американський і європейський опціони? Яка між ними різниця? Який з них має переваги для інвесторів?
9. Що таке форвардний контракт? Як і для чого він використовується? Які відмінності між ф'ючерсом і форвардом?
10. Який основний підхід до вибору того чи іншого фінансового інструмента? Які основні принципи при цьому використовуються?
11. Як здійснюються угоди на фондовому ринку з використанням різних інструментів?
12. Як здійснюються угоди на валютному ринку з використанням різних інструментів?
13. Які види фінансових інструментів з фіксованим доходом ви знаєте? Схарактеризуйте їх, а також вкажіть схожість і відмінність. Що розуміється під поняттям "гібридний інструмент"?
14. Що розуміється під конвертованими фінансовими інструментами? Приведіть приклади таких інструментів і схарактеризуйте їх. Чому такі фінансові інструменти користуються увагою з боку інвесторів?
15. Що таке вексель? Які види векселів ви знаєте і для чого вони використовуються?
16. Що таке депозитний сертифікат? Для чого і ким він використовується? Що дає його використання фінансовій установі та її клієнту?

17. Що таке чек? Які види чеків ви знаєте і як вони використовуються?
18. Які основні відмінності між векселями і чеками?
19. Що таке акція? Які види акцій ви знаєте і в чому їх відмінності? Які основні ознаки акцій?
20. Що таке облігація і які види облігацій ви знаєте? Які основні ознаки облігацій?
21. У чому полягає різниця між акціями і облігаціями, а в чому її немає?
22. Як оцінюються акції і облігації?
23. Що таке банківський акцепт?
24. Що таке “своп”? Види свопів.
25. Що таке депозитний рахунок? Які види рахунків відкриваються?

## **Контрольні завдання**

### *Завдання 1*

Розкрити зміст понять: “актив”, “матеріальний актив”, “фінансовий актив”, “борговий фінансовий актив”, “пайовий фінансовий актив”, “акція”, “облігація”, “ф’ючерс”, “форвард”, “опціон”, “своп”, “гібридний фінансовий інструмент”, “вексель”, “чек”, “банківський акцепт”, “акредитив”, “інкасо”, “депозитний сертифікат”, “платіжна картка”.

### *Завдання 2*

Розкрити способи використання фінансових інструментів.

#### *Задача 1*

Інвестор купив на ринку три опціони колл за ціною виконання 30 гр. од. Премія — 3 гр. од. Курс акцій — 28 гр. од. Припустимо, що придбавши контракт, він сплачує комісійні 30 гр. од. У подальшому ціна акції зросла до 37 гр. од. і інвестор виконав опціон. Комісія за касовою угодою становить 1,3 % від вартості акцій.

Який дохід від цієї угоди отримав інвестор?

Припустимо, що інвестору вдалося продати опціон за 7 гр. од. Який дохід отримає інвестор у цьому випадку? Яку суму додаткового доходу отримав би інвестор у другому випадку?

#### *Задача 2*

Припустимо, що фінансовий менеджер розглядає можливість купівлі за замовленням клієнта казначейського векселя, ціна якого ста-



новить 98 грн, за номіналом 100 грн, на аукціоні в поточний тиждень. Якщо вексель буде гаситися через 90 днів, який дисконтний дохід отримає інвестор?

### *Задача 3*

Товар вартістю в 2 млн дол. постачається під виписку векселя із строком оплати через 30 днів. Продавець встановлює процентну ставку за виданий кредит — 8 %. Яку суму за векселем отримує продавець?

### *Задача 4*

Американський експортер уклав угоду на продаж з британським клієнтом на суму в 200 тис. GBP у червні місяці року  $N$  і, надавши відстрочку платежу на три місяці своєму клієнту, очікує отримати платіж у вересні року  $N$ . Для зменшення ризику, експортер забезпечує покриття валютних ризиків на ринку ф'ючерсних контрактів. Стандартна сума ф'ючерсних контрактів становить 25 тис. GBP.

Поточні курси:

- поточний курс GBP/USD : 1,290 USD;
- тримісячний курс GBP/USD : 1,390 USD;
- ф'ючерсний курс вересня, що прогнозується, GBP/USD : 1,400 USD;
- фактичний ф'ючерсний курс вересня GBP/USD : 1,300 USD.

Визначити ефективність цієї операції і результати надати у вигляді таблиці.

### *Задача 5*

Американський імпортер уклав контракт на купівлю німецьких калькуляторів. Оплата за контрактом повинна здійснюватися в день постачання калькуляторів, через три місяці, тобто в червні року  $N$ . Загальна сума контракту 1 млн EURO. Маючи побоювання підвищення курсу євро по відношенню до долара, імпортер вирішує хеджувати валютні ризики на ринку ф'ючерсних контрактів. Поточні курси на ринку ф'ючерсів такі:

- поточний курс EURO/USD : 1,200;
- курс червневий “spot” : 1,2050
- курс червневого ф'ючерсу : 1,2080
- курс вересневого ф'ючерсу 1,220.

Вартість одного ф'ючерсного контракту 125 тис. EURO. Визначити ефективність даної операції і результати надати у вигляді таблиці.

### *Задача 6*

Припустимо, що ви громадянин України, який вчиться в Німеччині. Ви знаєте, що через місяць отримаєте з України грант на навчання в сумі 100 тис. грн. Як можна хеджувати курсовий ризик? Як можна застрахуватися від нього?

### *Задача 7*

Припустимо, що на третій рік у день, встановлений вашим договором про своп, спотовий курс становить 1,20 дол. за євро. Які суми будуть переведені один одному протилежними сторонами за свопом?

### *Задача 8*

Припустимо, що валютний курс становить 0,011 дол. за 1 ієну. Яким чином можна отримати арбітражний прибуток, маючи в наявності 10 тис. дол., якщо ціна золота в доларах становить 100 дол. за унцію, а в ієнах — 10 тис. ієн за унцію?

### *Задача 9*

На ринку встановилися такі валютні курси: 0,10 дол. за 1 українську гривню і 0,30 дол. за 1 азербайджанський манат. Який валютний курс повинен існувати між гривнею і манатом?

### *Задача 10*

Припустимо, що безризикова номінальна річна відсоткова ставка за казначейськими вексялами становить 15 %, а прогнозований рівень інфляції — 8 % на рік. Яка буде очікувана реальна ставка доходності за такими цінним папером? Чому він є ризикованим у реальному вираженні?

## **Література**

1. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18.06.1991 р. № 1201/ВР (із змін. та доп. в ред. Закону 2006 р.).
2. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. № 448/96 (із змін. та доп.).
3. Закон України “Про страхування” від 15.05.1996 р. із змін. та доп. в ред. Закону України від 04.10.2001 р. № 2775 (із змін. та доп.).
4. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг” від 12.06.2001 р. № 2664-III (із змін. та доп.).

5. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)” від 22.03.2001 р. № 2318 (із змін. та доп.).
6. Закон України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV.
7. Закон України “Про платіжні системи та переказ грошей в Україні” від 05.04.2001 р. № 2346 (із змін. та доп.).
8. Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 р. № 514-VI.
9. Закон України “Про заставу” // Право і практика. — 1999. — № 11.
10. Закон України “Про іпотечні цінні папери” від 2008 р. (із змін. та доп.).
11. *Однаковий* Закон про чеки від 1931 р. / Додаток 1 до Женевської конвенції.
12. *Однаковий* Закон про векселі від 1930 р. / Додаток до Женевської конвенції.
13. *Про затвердження* Змін до Інструкції про безготівкові розрахунки в Україні в національній валюті: затв. постановою Правління НБУ від 04.06.2003 р. № 227.
14. *Положення* про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням: затв. постановою Правління НБУ від 27.08.2001 р. № 367. Зареєстр. в Мінюсті 15.11.2001 р. № 954/6145.
15. *Положення* про Національну систему масових електронних платежів, що затверджене постановою Правління Національного банку України від 24.04.2000 р. № 161 та зміни до Тимчасового положення: затв. постановою Правління НБУ від 27.08.2001 р. № 366. Зареєстр. в Мінюсті 11.09.2001 р. № 804/5995.
16. *Положення* про впровадження пластикових карток міжнародних платіжних систем в розрахунках за товари, надані послуги та при видачі готівки: затв. постановою НБУ від 22.02.1997 р. № 37 (із змін. і доп.).
17. *Положення* про порядок емісії платіжних карток і здійснення операцій з їх застосуванням: затв. постановою НБУ від 24.09.1999 р. № 479 (із змін. і доп.).
18. *Уніфіковані* правила та звичаї для документарних акредитивів (публ. МТП № 500).
19. *Уніфіковані* правила та звичаї для інкасо (публ. МТП № 500).
20. *Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д.* Основы инвестирования: пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — 1008 с.
21. *Дэвид С. Кидуэлл* и др. Финансовые институты, рынки и деньги: пер. с англ. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с.

22. *Деривативы*. Курс для начинающих: пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 208 с. — (Серия “Reuters для финансистов”).
23. *Жозет Перар*. Управление международными денежными потоками: пер. с франц. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 208 с.
24. *Зви Боди, Роберт К. Мертон*. Финансы: пер. с англ. — М.; СПб.; К.: Вильямс, 2003. — 592 с.
25. *Кетти Лин*. Детрейдинг на рынке Forex. Стратегии извлечения прибыли: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 240 с.
26. *Ли Ченг Ф., Финнерти Дж. И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 685 с.
27. *Міжнародні фінанси*. — К.: Либідь, 2003. — 784 с.
28. *Роуз Питер С.* Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг: пер. с англ. / под науч. ред. В. Т. Севрука, Т. Н. Черкасова, Е. В. Шилова. — М.: Дело, 1995.
29. *Рубцов Б. Б.* Современные фондовые рынки: учеб. пособие. — М.: Инвест. компания “Еврофинансы”, 2007. — 926 с.
30. *Руденко Л. В.* Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції: підручник. — К.: ЦУЛ, 2003. — 614 с.
31. *Фредерик С. Мьшкин*. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.; СПб.; К., 2006. — 880 с.
32. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Рынок облигаций. Анализ и стратегии: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес БУКС, 2005. — 876 с.
33. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 932 с.
34. *Халл Джон К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. — 6-е изд.; пер. с англ. — М.: Вильямс, 2010. — 1056 с.
35. *Шарп Уильям Ф.* и др. Инвестиции: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. — 1024 с.
36. *Шклярук С. Г.* Финансовая система. Структура. Механизм функционирования. Оптимизация: финансовые рынки; финансовые институты и участники; финансовые инструменты; методы анализа; регулирование и оптимизация. — К.: Нора-принт, 2003. — 568 с.
37. *Ющенко В. А., Мищенко В. І.* Валютне регулювання: навч. посіб. — К.: Знання, 1999. — 359 с.
38. *Энг Максимо В.* и др. Мировые финансы / Ун-т Сент Джон: пер. с англ. — М.: ДеКа, 1998. — 768 с.

## Розділ 3

# ОСНОВИ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК ТА ЇХ РОЛЬ НА РИНКУ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

### 3.1. Поняття “процентна ставка” та її види

Процентні ставки на фінансових ринках є одним з головних факторів, які визначають ефективність вкладень коштів і відносяться до найбільш піднаглядним змінним у фінансах та економіці в цілому. Динамікою процентних ставок інтересуються безліч зацікавлених осіб, і вона повідомляється щодня у різних засобах масової інформації різних країн, так їх величина впливає безпосередньо на наше щоденне життя і має важливі наслідки для всієї економіки в цілому. З процентними ставками пов'язана прибутковість наших вкладень у різні проекти і фінансові інструменти.

Від процентних ставок залежить дохід (прибуток) фінансових установ, які надають фінансові послуги. Під процентною ставкою будемо розуміти дохід, який отримують суб'єкти (учасники) фінансових послуг при їх здійсненні (надані) або споживанні. Це може бути: процентна ставка за кредитами, яка є вартістю кредитування; відсоткова ставка за облігаціями (купон), депозитними сертифікатами, привілейованими акціями, паями та іншими фінансовими інструментами, яка визначає дохід інвестора; ставка дисконтування грошових потоків; ставка нарощування майбутньої вартості грошей за простими (складними) процентами; ставка рефінансування та ін.

### 3.2. Концепція доходу та його види

Хоча дохід від вкладення грошей не обов'язково гарантований, саме очікуваний дохід спонукає людей вкладати кошти в різні проекти або активи. Дохід може бути розглянутий нами як винагорода за інвестування. Тобто дане поняття можна сформулювати наступним чином. **Дохід** — очікуваний рівень прибутку до вирахування відсотків і податків від інвестування, або винагорода за інвестування.

**Приклад.** Припустимо, що у вас на ощадному рахунку в банку знаходиться 1000 гр. од., на які нараховуються 20 % щорічно, і діловий партнер попросив дати в борг ці гроші. Якщо ви позичите йому гроші на рік, наприкінці якого він їх поверне, то ваш дохід буде залежати від ставки відсотка, яку ви призначите. Якщо ви дали безпроцентну позику, то ваш дохід буде нульовим. Якщо ви призначили 20 %, то ваш дохід становитиме 200 гр. од. ( $0,20 \cdot 1000$  гр. од.). Так як ви в банку отримували надійні 20 % на 1000 гр. од., то, мабуть, вам слід було б зажадати з партнера як мінімум 20 % доходу.

Будь-який об'єкт інвестування ваших коштів не гарантує доходу. Водночас, 1000 гр. од., поміщених на ощадний рахунок у крупному першокласному банку, може розглядатися як надійний дохід, у той час, як 1000 гр. од., надані вами в борг вашому партнерові, меншою мірою відповідають цим вимогам. При наданні грошових коштів у борг своєму партнеру у вас може виникнути питання, яким буде дохід, якщо особа, якій ви позичили 1000 гр. од., раптом виявиться у скрутному фінансовому становищі? Припустимо, що в кінці року вам вдалося отримати назад тільки 800 гр. од. У цьому випадку ваш дохід становив би мінус 200 гр. од. ( $800$  гр. од.  $- 1000$  гр. од.), або мінус 20 % ( $200 : 1000 \cdot 100$  %). А як вплине інфляція на вартість позичених грошей і на ваш дохід? Як видно з даних прикладів, розмір очікуваного доходу, який залежить від відсоткової ставки, є одним із важливих факторів при виборі відповідного об'єкта вкладення капіталу.

*Складові доходу.* Дохід від вкладення грошових коштів може бути отриманий більше ніж з одного джерела. Найпоширенішим джерелом доходу є регулярні платежі, такі як відсотки або дивіденди. Іншим джерелом доходу може бути зростання вартості об'єкта вкладень — можливість продати фінансовий актив дорожче, ніж ціна його придбання. Ми назвемо ці джерела доходу поточним доходом і курсовим доходом, або приростом капіталу (або збитками). У той же час вкладник грошових коштів на депозитний рахунок у банку отримує свій дохід тільки у вигляді процентних платежів.

*Поточний дохід.* Поточний дохід, який отримують періодично, може бути виражений у вигляді відсотків за банківськими вкладами, відсотків на облігації, дивідендів по акціях, ренти з нерухомості і т. д. Щоб розглядатися як дохід, надходження повинні приходити у вигляді готівкових грошей або легко переводитися в них. Поточний дохід — це готівкові гроші, або “майже гроші”, що періодично надходять у результаті володіння фінансовим інструментом. Для прикладу роз-

глянемо формування поточного доходу від вкладення в різні фінансові активи — А і Б (табл. 3.1).

На основі аналізу поточного доходу, отриманого за річний період володіння фінансовими інструментами, можна зробити висновки, що інвестиції Б забезпечили б дохід вище (120 гр. од. або 12 %), ніж інвестиції А (80 гр. од. або 8 %). Однак це попередні висновки, бо ми не враховуємо того, що може статися з нашими вкладеннями у майбутньому.

*Приріст капіталу (або збитки).* Величина доходу вкладення у фінансові інструменти безпосередньо пов'язана з можливими змінами (якщо вони трапляються) в їх ринкової вартості. Тобто вкладники (інвестори) вкладають свої кошти у фінансові активи або об'єкти, від яких очікують не лише поточний дохід, а й зростання вартості, наприклад, курсу акції або іншого інструмента в майбутньому. Обчислення приросту капіталу (сукупного доходу) або капітального збитку від володіння нашими активами А і Б показано в табл. 3.2.

Таблиця 3.1

**Поточний дохід від володіння фінансовими інструментами А і Б**

Утворення поточного доходу	Фінансовий актив А, гр. од.	Фінансовий актив Б, гр. од.
Ціна придбання (початок року)	1000	1000
Грошові кошти, отримані від вкладення за квартал:		
I	10	0
II	20	0
III	20	0
IV	30	120
Загальна сума прирощення, отримана за рік	80	120
Ціна продажу активу (кінець року)	1100	960

Таблиця 3.2

**Прирощення капіталу від володіння фінансовими активами, гр. од.**

Дохід	Фінансовий актив А	Фінансовий актив Б
Поточний дохід	80	120
Прирощення капіталу від продажу активу	100	(40)
Скупний дохід	180	80

Для фінансового активу А приріст капіталу в результаті продажу дорівнює 100 гр. од. (1100 гр. од. (ціна продажу) – 1000 гр. од. (ціна купівлі)). У разі володіння фінансовим активом виникло 40 гр. од. капітального збитку (960 гр. од. (ціна продажу) – 1000 гр. од. (ціна купівлі)). Підсумовуючи приріст капіталу з поточним доходом, підрахованих у табл. 3.2, отримаємо сукупний дохід від володіння кожним видом фінансових активів (або заробленого від інвестицій). З точки зору сукупного доходу, отриманого за рік, вкладення 1000 гр. од. у фінансовий актив А виявилися кращими, ніж вкладення в актив Б. Виражені в процентах від початкової суми вкладень в актив А створили для вкладника дохід у 18 % ( $180 : 1000 \cdot 100\%$ ) у той час, як фінансовий актив Б приніс тільки 8 % доходу ( $80 : 1000 \cdot 100\%$ ). У даному випадку, хоча вкладення А виглядають кращими, однак вжиті в розрахунок міркування про відмінності в ступені ризику, також і податкові чинники, можуть спонукати деяких вкладників віддати перевагу вкладенню Б.

*Ретроспективний дохід і дохід, який очікується.* Дохід — ключова змінна в ухваленні рішення про вкладення, так вона дає можливість порівнювати розміри дійсного й очікуваного доходу, який забезпечують різні види вкладень. Дохід може бути вимірний в ретроспективному аспекті або сформульований як очікуваний у майбутньому.

*Ретроспективні відомості.* Хоча більшість людей визнають, що майбутнє — це не обов'язково відображення минулого, вони погодились б з тим, що минулі дані часто мають значення для формулювання майбутніх очікувань. Тому людина, яка бажає примножити свої гроші шляхом їх вкладення у фінансові активи або розміщення у фінансовій установі, найчастіше проведе ретельний аналіз минулих фактичних даних про даний об'єкт, у процесі якого формулюються очікування майбутньої динаміки доходу.

**Приклад.** Протягом 10 років середня величина дохідності по вкладенню коштів у фінансовий актив становила 4,1 % при коливаннях в інтервалі 3,0 %–5,0 %. Його ринкова вартість на початку року коливалася у межах 95–140 гр. од., а наприкінці — в межах 95–155 гр. од. Середній приріст капіталу становив 5,5 % при інтервалі коливання від –5,0 % до 15,0 %. Середній сукупний дохід становив 9,6 % на початку періоду при його коливанні в межах від –2,0 % до 20,0 % і 8,1 % наприкінці року при інтервалі коливання від –1,6 % до 14,29 %.

*Очікуваний дохід.* У процесі прийняття рішення про вкладення грошових коштів нас більше цікавить поведінка доходу з точки зору



очікуваної, а не ретроспективної динаміки. Для остаточного аналізу величини доходу має значення майбутнє, і тому дуже важливий очікуваний дохід.

*Рівень доходу.* Рівень досягнутого або очікуваного доходу від фінансових вкладень залежить від ряду факторів, з яких найбільшим впливом є внутрішні характеристики, зовнішні сили та інфляція. *Внутрішні характеристики* — це характеристики, характерні для конкретного фінансового інструмента (або фінансового вкладення). До них відносяться: вид фінансового інструмента, спосіб фінансування, якість управління фінансовими активами і вкладеннями та ін. *Зовнішні сили* — дефіцити, контролювання цін, війна, дії Національного банку, політичні та інші події, які не можуть бути проконтрольовані власником фінансових активів (рахунків). Вони можуть значно вплинути на рівень прибутковості фінансових вкладень. Може трапитися, що під впливом однієї зовнішньої сили прибутковість одного фінансового активу (вкладень) буде підвищуватися, а іншого зменшуватися і навпаки.

*Інфляція.* Жодна країна у світі не застрахована від інфляції, під якою розуміється знецінення національної валюти або зниження її купівельної спроможності. Неврахування інфляції може призвести до істотних втрат не тільки доходу, а й частини фінансових вкладень або ж усієї суми. Підвищення процентних ставок, зазвичай, супроводжує збільшення темпів інфляції, може значно впливати на доходи. Як впливає інфляція на вартість грошей розглянемо далі.

### **3.3. Вартість грошей у часі: майбутня і поточна вартість**

В основі концепції вартості грошей у часі лежить такий основний принцип: гроші зараз коштують більше, ніж гроші, які будуть отримані в майбутньому, наприклад, через рік. Тобто гроші сьогодні коштують дорожче, ніж завтра. Даний принцип є фундаментальною основою в усій теорії та практиці фінансів та аналізу інвестицій. На такому принципі базується основний підхід до оцінки економічної ефективності фінансових вкладень. Цей принцип лежить в основі розглянутої концепції, яка також свідчить, що вартість грошей з плином часу змінюється з урахуванням норми прибутковості на грошовому ринку і ринку цінних паперів. В якості норми прибутковості виступає норма позичкового відсотка або норма виплати дивідендів

по звичайних або привілейованих акціях. Вартість грошей у часі також пов'язана з тим, що до тих пір, поки існують альтернативні можливості отримання доходу, вартість вкладених грошей залежить від того моменту часу, коли передбачається їх отримання вкладником (інвестором) назад.

**Приклад.** Уявіть, що у віці 25 років ви почали робити щорічні внески в готівці в розмірі 1000 гр. од. на ощадний рахунок в ощадній установі, за яким виплачується 5 % річних (для простоти розрахунків візьмемо таку ставку, а не українську реальність). Через 40 років, тобто при досягненні 65-річного віку, ви б сформуливали в банківській установі депозит із загальною сумою 40000 гр. од. (1000 гр. од.  $\times$  40 років). Виходячи з припущення, що ви не вилучали б з нього грошей, яким би був результат: 50000, 75000 або 100000 гр. од.? Жодна з ваших відповідей буде неправильною, так як ваші вкладені кошти вирости б приблизно до суми 121000 гр. од. Чому це так сталося? Тому що вартість грошей у часі дала змогу накопичити на даному депозиті за 40 років складні відсотки.

*Відсотки — основний дохід осіб, які роблять заощадження.* Ощадний рахунок, відкритий у фінансовій установі або організації, — одна з основних форм фінансових вкладень (інвестування) для збереження вартості грошей і отримання доходу. Особа, яка робить свій внесок з метою заощадження, отримує відсотки в обмін на розміщення на рахунок даної фінансової установи своїх вільних коштів і за їх використання. Одержуваний при цьому дохід — це, безсумнівно, поточний дохід. Але особа, яка робить заощадження, не отримує приріст капіталу, як з цінними паперами за рахунок зростання їх курсової вартості, і не понесе збитків, якщо ці відсотки компенсують темп інфляції, так як вартість початкового вкладу змінюється тільки на величину відсотків, що нараховуються фінансовою установою. Але вкладник розраховує і на компенсацію своїх ризиків при даних вкладеннях. Тому ставка відсотків, зазвичай, включає безризикову ставку, наприклад, по казначейських векселях, величину інфляції, компенсацію ризиків від можливих втрат і величину прибутку. Таким чином, для вкладника заощадження відсотки, отримані протягом конкретного періоду, є поточним доходом за даний період. Інакше кажучи, сукупний дохід вкладника (інвестора) виникає з поточного доходу, отриманого у вигляді процентів.

У зв'язку з тим, що фінансові вкладення бувають пов'язані з тривалим періодом у фінансовій та інвестиційній практиці, доводиться по-

рівнювати вартість грошей на початку їх вкладення в бізнес або у фінансову установу з метою заощадження, з вартістю грошей при їх поверненні через певний період часу, у вигляді майбутнього доходу. У процесі порівняння вартості грошових коштів при їх вкладенні і поверненні прийнято використовувати два основних поняття вартості грошей: 1) майбутня вартість грошей; 2) поточна вартість грошей.

*Майбутня вартість грошей.* Майбутня вартість грошей являє собою ту суму, в яку перетворюються вкладені зараз грошові кошти через певний період часу з урахуванням певної процентної ставки. Визначення майбутньої вартості грошей пов'язано з процесом нарощування (*compounding*) початкової вартості, який являє собою поетапне збільшення вкладеної суми шляхом приєднання до первісного її розміру суми процентних платежів. У фінансовій та інвестиційній практиці процентна ставка платежів застосовується не тільки як інструмент нарощування вартості грошових коштів, а й як вимірювач дохідності фінансових (інвестиційних) вкладень.

При нарощуванні вартості грошей використовуються прості і складні відсотки. *Прості відсотки.* Дохід, який сплачується на вкладення в такі фінансові інструменти, як депозитні сертифікати, облігації та інші інструменти, за якими виплачуються відсотки, найчастіше обчислюється з використанням простих відсотків. Прості відсотки — це відсотки, що нараховуються на фактичну суму за один фактичний період перебування її на депозиті. Прості відсотки виплачуються тільки на фактичний залишок за той час, коли ця сума дійсно знаходиться на депозиті.

Наприклад, якщо у вас в банку на депозиті, за яким виплачується 20 %, покладено 100 гр. од. на 1 рік, то ви отримали б наприкінці цього року 20 гр. од. у вигляді простого відсотка ( $100 \text{ гр. од.} \cdot 20 \% : 100 \%$ ) та суму свого вкладу 100 гр. од.

*Складні відсотки.* У практиці фінансових вкладень найбільшого поширення набуло нараховання складних відсотків. Складним відсотком називається сума доходу, яка утворюється в результаті фінансових вкладень (інвестування грошей) за умови, що сума нарахованого простого відсотка не виплачується в кінці кожного встановленого періоду, а приєднується до суми основного вкладу і в наступному платіжному періоді, у свою чергу, на цю нарощену суму знову нараховуються відсотки. Тобто відсотки поряд з основним внеском також будуть приносити дохід. Основна формула складних відсотків, яка визначає майбутню вартість грошей, така:

$$FV = P \cdot (1 + r)^n, \quad (3.1)$$

де  $P$  – початкова вкладена сума грошей;  $F$  – значення майбутньої вартості грошей;  $n$  – кількість періодів часу вкладення грошових коштів, на які нараховуються проценти;  $r$  – норма дохідності (прибутковості) від вкладення грошових коштів у частках одиниці або процентах.

Найпростішим способом дану формулу можна проілюструвати, як визначення величини депозитного вкладу в банку при депозитній ставці  $r$  (в частках одиниці). Головна умова будь-яких інвестицій, щоб вкладення грошей забезпечувало дохід, тобто збільшення вкладеної суми грошей.

Розглянемо наступний приклад нарощування суми вкладу. Необхідно відзначити, що процес нарощування не є лінійним.

**Приклад.** Банк сплачує 20 % річних за депозитним вкладом. Відповідно формулі (3.1) 100 гр. од., які вкладені на рахунок в даний банк сьогодні, через рік перетворяться у наступну суму:

$$FV_1 = 100 \cdot (1 + 0,20)^1 = 120 \text{ гр. од.}$$

Якщо вкладник вирішує за умовами договору з банком залишити всю суму на депозиті ще на 1 рік, то наприкінці другого року сума його вкладу становитиме:

$$FV_2 = F_1 \cdot (1 + r) = 120 \text{ гр. од.} \cdot (1 + 0,20) = 144 \text{ гр. од.};$$

або за формулою (3.1):

$$FV_2 = P \cdot (1 + r)^2 = 100 \text{ гр. од.} \cdot (1 + 0,20)^2 = 144,00 \text{ гр. од.}$$

Процес нарощування вартості 100 гр. од. за роками можна подати у вигляді табл. 3.3 і діаграми (рис. 3.1).

Рівняння (3.1) називається стандартною формулою складного відсотка (*компаундінг*) для знаходження майбутньої вартості сьогодні

Таблиця 3.3

**Нарощування вартості грошей за допомогою складних процентів**

Рік	Сума вкладу	Вартість грошей, гр. од.
0	$P$	100
1	$FV_1$	120
3	$FV_2$	144
3	$FV_3$	172,8
4	$FV_4$	207,36
5	$FV_5$	248,832

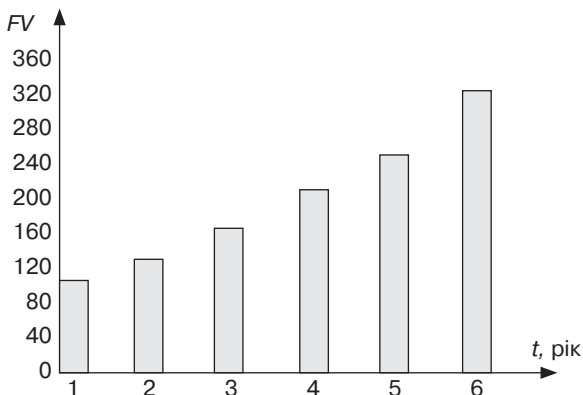


Рис. 3.1. Діаграма нарощування майбутньої вартості грошей

ні вкладеної суми грошей. Множник  $(1 + r)$  називається коефіцієнтом акумулювання (*accumulation factor*). Необхідно відзначити, що компаундінг (нарахування відсотків на відсотки) є складним засобом. Іноді в практиці розрахунків необхідно визначити, скільки часу знадобиться для подвоєння вкладеної суми. Корисною життєвою мудрістю у фінансовій практиці є правило “подвоєння по 72”. В основу цього правила покладені логарифми і правило, що використовує число 72 для зразкового розрахунку років, необхідних для подвоєння первісної вкладеної суми. За цим правилом для широкого діапазону процентних ставок час подвоєння визначається як  $72/r$ .

Множник нарощування можна визначити з фінансових таблиць. Взагалі, майбутня вартість грошей може бути визначена за допомогою фінансових таблиць, калькулятора або комп'ютера. На практиці використовується нарахування відсотків за 1 рік, за півроку, за квартал, за 1 місяць, за тиждень, за один день (безперервне нарахування складних відсотків – перпентуїтед). У спеціальній літературі ви можете прочитати про такі нарахування і переконатися, що чим частіше нараховуються відсотки для вкладника, тим йому вигідніше.

*Поточна вартість.* Часто для прийняття ділових рішень замість обчислення майбутньої вартості грошових коштів доводиться працювати з поточною дисконтованою вартістю. Поточна вартість грошей – це сума майбутніх грошових надходжень, приведені до теперішнього моменту часу з урахуванням певної процентної ставки, так званої дисконтної ставки. Визначення поточної вартості грошей пов'язано з процесом дисконтування (*discounting*) майбутньої вар-

тості. Математично даний процес дисконтування являє собою операцію зворотну нарощуванню. Дисконтування використовується в багатьох фінансових задачах і завданнях з інвестування. Сьогодні переважна більшість великих фірм, банків та інших фінансових організацій і установ у тій чи іншій формі використовують методи дисконтування грошових потоків (*discounted cash flow, DCF*) при складанні капітальних бюджетів. Для проведення *DCF-аналізу*, ми повинні визначити еквівалентну поточну вартість майбутніх сум грошей, яка визначається наступним чином.

**Приклад.** Якщо в результаті прийнятого рішення компанія через рік отримає 100 гр. од., то ми повинні обчислити поточну вартість цих 100 гр. од. Тобто ми повинні визначити, скільки грошей необхідно вкласти сьогодні, щоб отримати через рік при певній ставці відсотка цих 100 гр. од. Припустимо, що гроші на фінансовому ринку коштують сьогодні 10 % на рік, тобто майбутні 100 гр. од. зараз будуть коштувати 90,91 гр. од. Тобто інвестовані сьогодні 90,91 гр. од. під 10 % або вкладені в банк на депозитний рахунок під 10 % річних принесуть за рік відсоток у сумі 9,09 гр. од. і інвестор, який вкладає зараз 90,91 гр. од. під 10 % річних, до кінця року отримає 100 гр. од. Якщо інвестор може як зайняти, так і позичити свої гроші під 10 % річних, то йому буде байдуже, чи отримати 100 гр. од. наприкінці року, або ж 90,91 гр. од. на початку цього самого року. Якщо застосувати ставку 10 % протягом двох років, то інвестору (вкладнику) буде байдуже, чи отримати зараз 82,64 гр. од. або ж 100 гр. од. через 2 роки.

Період часу вкладень грошових коштів може відрізнятися від цілого року, але ставка відсотка повинна визначатися за той самий період часу, що і період, за який розраховуються грошові потоки. Наприклад, число 10 визначено як річний відсоток і застосовується до періоду 1 рік. При нарощуванні складних відсотків маємо:  $FV = P(1 + r)^n$ .

Поділимо обидві частини рівняння на  $(1 + r)^n$ , отримаємо:

$$P = \frac{FV}{(1+r)^n}. \quad (3.2)$$

Використовуючи  $CF$  для позначення грошового потоку наприкінці періоду  $n$  і  $r$  як ставку відсотка, знаходимо, що поточна вартість майбутніх грошових потоків дорівнює:

$$PV = \frac{CF_n}{(1+r)^n}. \quad (3.3)$$

$$PV = CF_n(1+r)^{-n}. \quad (3.4)$$

Значення  $\frac{1}{(1+r)^n}$  або  $(1+r)^{-n}$  називається коефіцієнтом дисконтування і визначається по спеціальних фінансових таблицях поточної вартості 1 гр. од., яка буде отримана наприкінці періоду  $n$  при процентній ставці за даний період  $r$ .

**Приклад.** Нехай вкладник, поклавши у банк або інвестував в якийсь фінансовий інструмент деяку суму грошей, бажає отримати через два роки 200 гр. од. Яку суму він повинен покласти на строковий депозит зараз, щоб отримати 200 гр. од. через два роки, якщо процентна річна ставка становить 20 %?

*Розв'язок.* Використовуючи формулу (3.2), отримаємо наступний розрахунок:

$$PV = \frac{200 \text{ гр. од.}}{(1+0,2)^2} = 138,888 \text{ гр. од.}$$

У даному випадку  $\frac{1}{(1+r)^n}$  інтерпретується як дисконтний множник, а  $r$  — як ставка дисконтування або просто дисконт. Або ж коефіцієнт дисконтування визначаємо за фінансовою таблицею поточної вартості 1 гр. од., і його величина дорівнює 0,6944. Тоді 200 гр. од. множимо на 0,6944 і отримаємо ту саму величину, яка дорівнює 138,88 гр. од. Даний приклад можна інтерпретувати в такий спосіб: 138,888 гр. од. і 200 гр. од. Це два способи представляють одну і ту саму суму грошей в різні моменти часу — 200 гр. од. через два роки рівноцінні 138,88 гр. од. сьогодні.

Таким чином, якщо при розрахунку майбутньої вартості грошових коштів значення коефіцієнта нарощування збільшуються із збільшенням процентної ставки і періоду вкладення, то при розрахунку поточної вартості, навпаки, величина коефіцієнта дисконтування зменшується зі збільшенням процентної ставки і періоду. Величину поточної вартості майбутніх грошових потоків можна визначити за допомогою фінансових таблиць поточної вартості, калькулятора або комп'ютера.

*Ануїтет.* На практиці буває так, що вкладник (інвестор) отримує протягом тривалого часу через рівні проміжки часу фіксований дохід у вигляді відсотка (купона). Такі потоки рівних сум грошових коштів, що виникають через рівні проміжки часу, називають ануїтетом. Сума купона, одержувана через кожні півроку по 20-річній об-

лігації — це приклад анuitету. Прикладом анuitету можуть бути платежі за довічної ренти. Для визначення майбутньої вартості і поточної вартості анuitету використовуються спеціальні фінансові таблиці нарощування вартості анuitету і таблиці дисконтування для анuitету. Для визначення майбутньої вартості анuitету ( $FV_a$ ) застосовується таке рівняння:

$$FV_a = A \cdot I_a, \quad (3.5)$$

де  $FV_a$  — загальна майбутня вартість анuitету на кінець періоду (наприклад одного року);  $A$  — сума анuitетного платежу;  $I_a$  — множник нарощування анuitету, який визначається за спеціальною таблицею з врахуванням ставки процента і кількості періодів.

Поточна вартість анuitету ( $PV_a$ ) визначається за допомогою рівняння:

$$PV_a = \frac{A}{R_a}, \quad (3.6)$$

де  $PV_a$  — поточна вартість анuitету;  $R_a$  — дисконтний множник анuitету, який визначається за спеціальною таблицею.

### 3.4. Вимірювання доходу

Вкладника (інвестора) грошових коштів, насамперед, цікавить дохід, який він отримає від володіння фінансовими активами або ж від вкладу у фінансовій установі. Доходи особи, яка робить заощадження, — це, насамперед, функція суми поточного доходу (відсотка), одержуваного на даний депозит. Однак сума вкладу на ощадному рахунку не схильна до змін у вартості так, як це відбувається з такими видами фінансових активів, як акції, облігації, або ж реальні активи — нерухомість. Так як вкладники (інвестори) грошових коштів мають справу з широким колом фінансових інструментів, більшість яких характеризується певним ступенем ліквідності, їм необхідно вимірювати свій дохід, який охоплює періодичні поточні доходи, і зміни вартості. Один з таких вимірників називається доходом за період володіння активом. *Період володіння активом* — це відповідний період, протягом якого вкладник (інвестор) хоче виміряти дохід від будь-якого фінансового інструмента або вкладення. При порівнянні прибутковості від різних інструментів використання періодів володіння однакової тривалості за часом додає велику об'єктивність аналізу.



*Розуміння компонентів доходу.* Ми розмежували раніше дві складові доходу на фінансові активи: поточний дохід і приріст капіталу (або збитки). У перебігу певного періоду часу власник цінним папером або іншим фінансовим активом може і отримає фактичний дохід, який називається реалізованим доходом. *Реалізований дохід* — це дохід, який одержує вкладник (інвестор) протягом певного часу. Доходи у вигляді приросту капіталу від володіння акцією або облігацією можуть бути нереалізовані, тобто стати “паперовими доходами”. Доходи у вигляді приросту капіталу реалізуються тільки тоді, коли фінансовий актив дійсно продається в кінці його володіння. Наприклад, дохід у вигляді приросту капіталу на вкладення в цінні папери, ринкова вартість яких зросла з 50 до 70 гр. од., протягом року становить 20 гр. од. Але щоб виник реалізований дохід тримачу даного фінансового активу необхідно цей інструмент купити за 50 гр. од. на початку року, і наприкінці року продати за 70 гр. од. При розрахунках величина поточного доходу і дохід від приросту капіталу може мати негативне значення.

*Обчислення дохідності за період володіння активом.* Прибутковість за період володіння активом (*holding period return. HPR*) — це прибутковість, отримана від володіння фінансовим активом (або об’єктом інвестування) протягом певного періоду часу. Даний показник можна розрахувати за такою формулою:

$$\text{Дохідність фінансового активу} = \frac{\text{Поточний дохід} + \text{Прирощення капіталу (або відняти збитки)}}{\text{Початкова сума придбання активу}} \quad (3.7)$$

де “Прирощення капіталу (або відняти збитки) = Ринкова вартість активу на кінець періоду – Вартість купівлі на початок періоду”.

**Приклад.** Припустимо, що вартість купівлі акції на початок року становить 50 гр. од. Наприкінці року вартість даної акції становила 70 гр. од. На дану акцію наприкінці року був сплачений дивіденд у розмірі 5 гр. од. Тоді дохідність нашої акції становитиме:

$$\text{Дохідність акції} = \frac{5 \text{ гр. од.} + (70 \text{ гр. од.} - 50 \text{ гр. од.})}{50 \text{ гр. од.}} \cdot 100 \% = 50 \%$$

Зауважимо, що крім розглянутих видів доходів, які будуть отримані від володіння фінансовими активами, також розрізняють: дохідність к погашенню і дохідність к моменту відкриття, купонний дохід, дохід на дисконтній основі (для облігацій), повна дохідність та ін.

### 3.5. Реальні і номінальні процентні ставки

Дотепер при аналізі процентних ставок ми не брали до уваги вплив інфляції на вартість вкладу, цінного паперу чи отримання позики. Тобто те, що ми називали процентною ставкою без поправки на інфляцію, у фінансовій практиці називають номінальною процентною ставкою. Дану ставку необхідно відрізнити від реальної процентної ставки.

*Реальна процентна ставка* — це процентна ставка, скоригована з урахуванням очікуваних змін рівня цін (або рівня інфляції). Найбільш точно реальна процентна ставка визначається за допомогою рівняння Ірвінга Фішера, одного з найвідоміших економістів ХХ ст., який досліджував гроші (наприклад, паритети обмінних курсів — ефект Фішера і міжнародний ефект Фішера та ін.). З рівняння Фішера випливає, що номінальна процентна ставка ( $r$ ) дорівнює реальній процентній ставці ( $r_i$ ) плюс очікуваний темп інфляції ( $T_i$ ):

$$r = r_i + T_i. \quad (3.8)$$

Таким чином, реальна процентна ставка ( $r_i$ ) буде дорівнювати номінальній процентній ставці ( $r$ ) відняти темп інфляції ( $T_i$ ):

$$r_i = r - T_i. \quad (3.9)$$

Чому так важливо знати різницю між реальною і номінальною процентною ставками? Це пов'язано з тим, що вкладник, якщо не врахує знецінення грошей (темп інфляції), роблячи вклад у банку або ж купуючи валюту, або цінний папір, або ж інвестуючи в реальний інвестиційний проект, може втратити не тільки свій дохід у вигляді відсотків по вкладу або ж за іншими виплатами, а й частину вартості своїх грошових коштів, а в деяких випадках, як це сталося у 90-х роках ХХ ст. в Україні, і до повної втрати вкладів у банках населенням країни.

У фінансовій та інвестиційній практиці інфляцію прийнято оцінювати і враховувати в наступних випадках: 1) при розрахунках нарощуваної вартості грошових коштів (потоків); 2) при формуванні ставки відсотка з урахуванням інфляції, використовуваної для нарощування та дисконтування; 3) при формуванні рівня доходу від інвестицій і вкладів в ощадні установи з урахуванням темпу інфляції. Якщо в процесі нарощування можна виділити реальну ставку відсот-

ка і передбачуваний темп інфляції, то розрахунок майбутньої вартості вкладених коштів може бути проведений за формулою

$$FV = P(1+r)^n \cdot (1+T_i)^{-n} = P \cdot \frac{(1+r)^n}{(1+T_i)^n}, \quad (3.10)$$

де  $FV$  — майбутня вартість грошових коштів з урахуванням темпу інфляції;  $P$  — вартість (сума) вкладу;  $(1+r)^n$  — коефіцієнт нарощування вартості вкладених грошей за період  $n$ ;  $(1+T_i)^n$  — індекс інфляції за період  $n$ .

**Приклад.** Припустимо, що сума початкового вкладу становить 1000 гр. од.; період вкладу 2 роки під 20 % річних, як пропонують банки. Офіційний темп інфляції становить 30 %. Яка вартість вкладу буде наприкінці обумовленого терміну з урахуванням інфляції?

*Розв'язок.* Використовуючи рівняння (3.10), обчислимо майбутню вартість вкладу з урахуванням темпу інфляції.

$$FV = 1000 \text{ гр. од.} \cdot \frac{(1+0,2)^2}{(1+0,3)^2} = 1440 \text{ гр. од.} \cdot 0,5917 = 853,048 \text{ гр. од.}$$

Розрахунки показали, що вкладник не тільки не отримав свій дохід у вигляді відсотків, а й ще втратив 146,952 гр. од. Ось до чого може призвести неврахування рівня інфляції.

### 3.6. Криві попиту та пропозиції. Ринкова рівновага

На вільних фінансових ринках (валютному, фондовому і ринку банківських кредитів), за відсутності стабілізаційної діяльності уряду, обмінні курси валют, курси цінних паперів і ціни на інші активи визначаються їх попитом і пропозицією. Величина попиту на валюту або на фінансові активи обернено пропорційна їх ціні (крива  $d-d$ , див. рис. 3.2). Як видно з рисунку, попит зменшується із збільшенням рівня цін. У зв'язку із змінами рівня доходу населення в конкретній країні, цін, обмінних курсів, смаків і потреб споживачів може відбутися зміна попиту шляхом зсуву кривої попиту (криві  $d'-d'$ ) праворуч вгору або ліворуч вниз. У той самий час пропозиції фінансових активів прямо пропорційно змінюються ціні — крива  $ss$  (див. рис. 3.3). Тобто величина пропозиції збільшується з ростом ціни.

Також у зв'язку із зміною перелічених вище факторів може відбутися зміна пропозиції й іншим шляхом — шляхом зсуву кривої ліво-

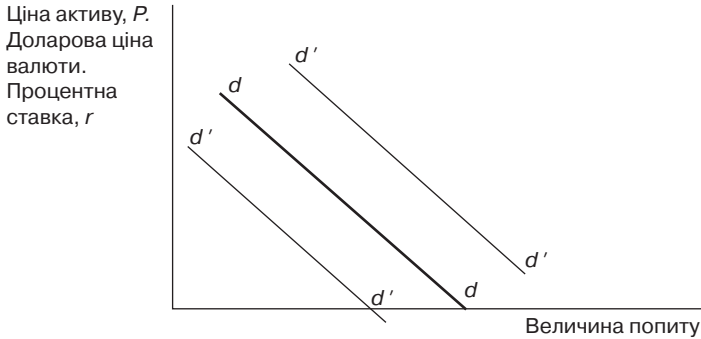


Рис. 3.2. Крива попиту на валюту, фінансові активи

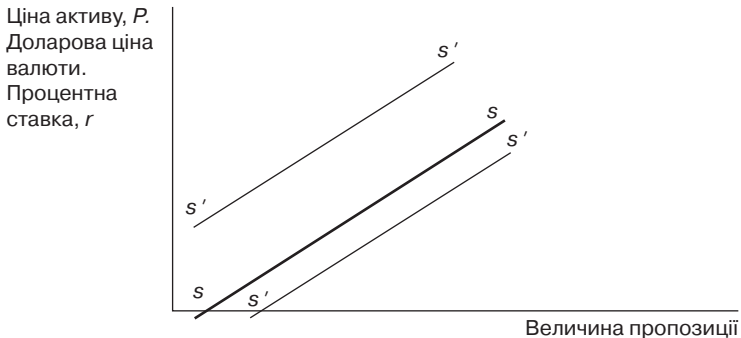


Рис. 3.3. Крива пропозиції фінансових активів і валюти

руч вгору, або праворуч вниз. Обмінний курс валют, ціна фінансових активів визначаються взаємодією попиту та пропозиції.

За певних умов може встановитися рівновага між попитом і пропозицією, що відображається на рис. 3.4 в точці  $O$ . В економіці ринкова рівновага досягається тоді, коли кількість, яку люди хочуть купити (попит), дорівнює тій кількості, яку люди готові продати (пропозиція) за даною ціною. На ринку облігацій ця рівновага досягається, коли величина попиту на облігації даного емітента дорівнює величині пропозиції облігації. Але при цьому необхідно відзначити особливість облігацій, що чим більше величина пропозиції облігацій, тим нижче процентна ставка по них. Це пов'язано з основним законом облігацій, зворотна залежність ціни і процентної ставки, що виплачується по ній.

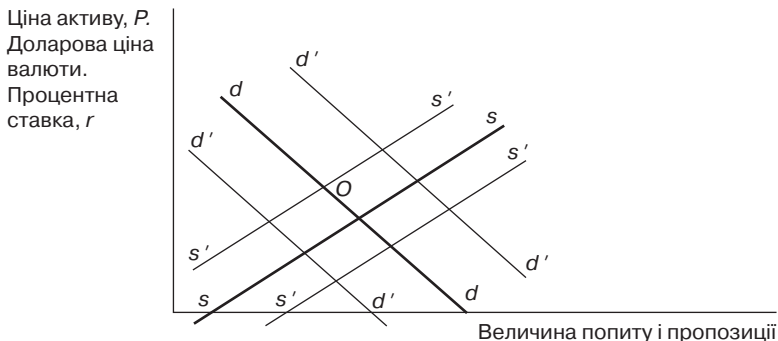


Рис. 3.4. Рівновага між попиту і пропозицією

Зміна рівноваги може також відбуватися під впливом перелічених факторів, що відображається перетинами графіків на рис. 3.4.

Ми розглянули спрощені моделі залежностей попиту і пропозицій. Більш повну інформацію з цього питання можна отримати зі спеціальної навчальної літератури з макроекономіки (Кемпбелл Р. Макконнелл, Стенлі Л. Брю. Економікс та ін.), і з фінансових ринків.

### 3.7. Ризикова і строкова структура процентних ставок

Будь-які вкладення у фінансові активи пов'язані з певними ризиками. Величина цих вкладень також залежить від ліквідності цих активів і умов оподаткування. Тому вкладник (інвестор) має право розраховувати на отримання премії за ризик, яка повинна входити в розмір процентної ставки (ризикова структура процентної ставки), а зростання рівня ризику, звичайно, збільшує вимоги вкладника (інвестора). При підвищенні ліквідності та наявності податкових пільг процентна ставка за такими фінансовими активами має тенденцію до зменшення і навпаки. Тобто ризик, ліквідність і режим оподаткування можуть впливати на процентні ставки. Водночас при виборі вкладником в якості свого об'єкта вкладень облігацій, іншим фактором, який впливає на процентну ставку, є термін її погашення. Так, наприклад, облігації з однаковим ризиком, ліквідністю та умовами оподаткування можуть мати різні процентні ставки, так як їх термін погашення різний. Тобто на вибір вкладника (інвестора) може впливати так звана термінова структура процентної ставки.

## Питання для самоконтролю

1. Які головні фактори визначають ефективність фінансових вкладень?
2. Що розуміється під доходом від фінансових вкладень?
3. Які основні складові елементи доходу від вкладень у фінансові активи? Вид вкладень на депозитні рахунки в банку.
4. Що розуміється під поточним і майбутнім доходом? Яка різниця між ними?
5. Що розуміється під ретроспективним аналізом і доходом, який очікується?
6. Що розуміється під рівнем доходу і які фактори на нього впливають?
7. У чому полягає основний зміст концепції вартості грошей за часом?
8. Що розуміється під майбутньою вартістю грошей і як вона розраховується? Використання простого і складного проценту при нарощуванні вартості грошей.
9. Що розуміється під поточною вартістю грошей і як вона розраховується? Що розуміється під операцією дисконтування і коефіцієнтом дисконтування?
10. Що таке анuitет і як він розраховується? Приведіть приклади анuitету.
11. Що таке “реалізований дохід” і “паперовий дохід”? Як вони визначаються?
12. Як здійснюється розрахунок дохідності від володіння фінансовими активами?
13. Що розуміється під реальною і номінальною процентними ставками?
14. Які фактори впливають на дохідність фінансових активів?
15. Як впливає інфляція на дохідність фінансових активів?
16. Як впливає інфляція на майбутню і поточну вартість грошей?
17. Як здійснюється коригування вартості активів, процентних ставок на інфляцію?
18. Як визначається ціна фінансового активу на вільному і конкурентному ринку? Покажіть графічно залежність необхідних обсягів фінансових активів від їх ціни.
19. Чим визначається рівновага попиту і пропозиції і за якими умовами вона встановлюється? Що впливає на рівновагу попиту і пропозиції та фінансові активи?

20. Що таке ризикова і строкова процентні ставки і як вони визначаються?
21. Як впливає ризик на вартість фінансового активу?
22. Як можна класифікувати фінансові активи за ризикованістю?
23. Як і від чого залежить попит і пропозиція на фінансові активи?
24. Розкрити зміст понять: “дохідність фінансових вкладень”, “майбутня вартість грошей”, “поточна вартість грошей”, “інфляція”, “реальна процентна ставка”, “номінальна процентна ставка”, “реалізований дохід”, “паперовий дохід”, “вартість фінансового активу”, “дохідність фінансового активу”, “ризик фінансового активу”, “ануїтет”, “ризикована процента ставка”, “строкова процентна ставка”. Як розраховуються вартість, дохід?

### **Контрольні завдання**

#### *Завдання 1*

Розрахувати величину депозитного вкладу за складними процентами, якщо початкова вартість вкладу — 20 тис. грн, річна процентна ставка — 22 %, строк вкладу — 3 роки. Нарахування здійснюється один раз на рік. Як зміниться майбутня вартість вкладу із врахуванням інфляції, якщо індекс інфляції становить — 1,25?

#### *Завдання 2*

Розрахувати величину депозитного вкладу за складними процентами, якщо вартість вкладу — 100 тис. грн, процентна ставка — 20 %, строк вкладу — 3 роки. Нарахування процентів здійснюється кожних півроку.

#### *Завдання 3*

Розрахувати теперішню вартість майбутніх грошових потоків у сумі 50 тис. грн, кількість років — 3, ставка дисконтування — 20 %. Що враховує дисконтна ставка і як вона визначається?

#### *Завдання 4*

Позичальник споживчого кредиту просить кредит у розмірі 20 тис. дол. на рік з простою відсотковою ставкою у 12 % на купівлю меблів. Припустимо, що основний борг сплачується чотирма щоквартальними внесками у сумі 5 тис. дол. кожний.

1. Розрахувати загальну суму процентних платежів, якби позичальник виплатив одноразово.
2. Розрахувати щоквартальні процентні платежі і сукупні процентні платежі при такій схемі виплат.
3. Порівняти процентні платежі за першим і другим методами і пояснити результати.

#### *Завдання 5*

Банк отримав кредитну заявку від свого корпоративного клієнта на суму 1 млн грн. Якщо банк продасть депозитні сертифікати, які обертаються на грошовому ринку за ставкою 10 % для даного кредиту, то гранична вартість коштів за цим кредитом становитиме 10 %. Операційні витрати по аналізу, видачі і контролю за кредитом оцінені у 2 %. Кредитне управління банку рекомендує додати ще 2 % для компенсації ризику того, що кредит не буде повернено своєчасно і в повному обсязі. Банк також встановлює маржу прибутку 1 % щодо фінансових, операційних витрат і витрат, пов'язаних з ризиками за даним кредитом. За якою ставкою банк зможе видати необхідний кредит позичальнику?

#### *Завдання 6*

Клієнт зацікавлений в отриманні іпотечного кредиту на суму 100 тис. дол. строком на 25 років для купівлі нового будинку. Банк вирішив, що ставка в 10 % буде відповідати поточній кон'юктурі для валютних кредитів. Процентна ставка протягом всього строку фіксована. Розрахувати суму необхідних платежів протягом всього строку іпотечного кредитування.

#### *Завдання 7*

Задача на визначення дисконтної ставки при наданні споживчих кредитів. Припустимо, що кредитний інспектор пропонує клієнту 20 тис. дол. за ставкою 12 % і що процентні платежі сплачуються при видачі кредиту (тобто авансова оплата відсотка). Розрахувати реальну ставку проценту, яка становитиме для позичальника.

#### *Завдання 8*

Розрахувати реальну ставку проценту із використанням “методу накидки”, якщо сума кредиту становить 20 тис. дол., річна ставка — 12 % при 12 щомісячних платежах рівними частинами при погашенні



боргу. Припустимо, що позичальник у середньому протягом року буде користуватися 10 тис. дол.

#### *Завдання 9*

Визначити, яку суму процентного доходу від виданого споживчого кредиту, який гаситься щомісячними внесками, отримає банк у будь-який період часу, якщо клієнт має право дострокового погашення і право на зменшення відсоткових платежів за кредитом. Якщо клієнт звернувся до банку за кредитом на один рік, який гаситься 12 щомісячними внесками, і зміг погасити його вже після дев'ятого місяця.

#### *Завдання 10*

Ви придбали акцію за 100 гр. од. Протягом року на її нараховуються дивіденди в грошовій формі 2 гр. од., і ви плануєте, що курс даних цінних паперів на кінець року становитиме 110 гр. од. Яку ставку дохідності ви очікуєте отримати? Якщо реальний курс цінних паперів наприкінці року становитиме всього 90 гр. од., яка буде ваша реальна ставка дохідності?

#### *Завдання 11*

Припустимо, що на вашому банківському рахунку зберігаються 10 тис. дол. США, покладених під 12 % річних. Водночас у вас є несплачений борг за кредитною карткою в розмірі 5 тис. дол., за яким ви сплачуєте 17 % річних. Які ваші можливості відсоткового арбітражу?

#### *Завдання 12*

Припустимо, що ви поклали до банку 10 тис. дол. сьогодні і ще 20 тис. дол. через рік. Скільки грошей у вас буде через два роки, якщо відсоткова ставка дорівнює 10 % річних?

#### *Завдання 13*

Припустимо, що реальна річна відсоткова ставка за державними облігаціями становить 18,5 %, а очікуваний рівень інфляції в Україні — 25,0 %. Яка буде очікувана номінальна ставка дохідності за такими облігаціями?

#### *Завдання 14*

Відповідно фінансовому звіту корпорації, за "X" рік, показник чистого прибутку в розрахунку на одну акцію становить 10 гр. од., і вона

виплатила акціонерам дивіденди в обсязі 6 гр. од. на одну акцію. Балансова вартість акції на початок року була 60 гр. од., а ринкова — 80 гр. од. Наприкінці року ці показники становили 64 гр. од. і 70 гр. од. відповідно. Порівняйте коефіцієнт дохідності капіталу (ROE) та показник сукупної акціонерної дохідності.

### *Завдання 15*

Ви взяли позику за умови, що відсоткова ставка у річному обчисленні становить 24 % і нарахування відсотків здійснюється щомісяця. Яка буде діюча річна відсоткова ставка?

### *Завдання 16*

Ви берете іпотечну позику, сума якої становить 100 тис. гр. од. за умови її виплати за 25 років 300-ми щомісячними платежами.

1. Якщо відсоткова ставка 16 % річних, то який обсяг щомісячного платежу?

2. Якщо ви можете виплачувати всього по 1 тис. гр. од. на місяць, то яка максимальна сума позики, яку ви зможете отримати?

3. Якщо ви спроможні виплачувати по 1500 гр. од. щомісяця і вам необхідно взяти кредит на суму 100 тис. гр. од., скільки місяців необхідно буде сплачувати борг?

4. Якщо ви можете виплачувати по 1500 гр. од. щомісяця, а вам необхідно взяти іпотечний кредит на суму 100 тис. гр. од. і строком на 25 років, яка буде найвища ставка, яку ви зможете платити?

### *Завдання 17*

Ви отримали в дарунок 500 гр. од. і бажаєте відкласти ці гроші на закінчення навчання у ВНЗ через чотири роки. Ви вибираєте між банком А, який виплачує 14 % за однорічним вкладом і банком Б, який виплачує 12 % річних за однорічним вкладом. Кожний банк нараховує складні відсотки щорічно.

1. Чому буде дорівнювати майбутня вартість ваших заощаджень через рік, якщо ви поклали гроші до банку А? До банку Б? Яке рішення краще?

2. Які рішення щодо заощаджень приймає більшість людей? Як найімовірніше вони віднесуться до банку Б?

### *Завдання 18*

Припустимо, у вас є три несплачених борги — 1 тис. гр. од., що необхідно сплатити сьогодні, 500 гр. од. — через рік і 250 гр. од. — че-

рез два роки. Ви бажали би об'єднати всі три суми в одну, сплачуючи її 36 однаковими щомісячними платежами, починаючи з наступного місяця. Припустимо, погоджена вами відсоткова ставка становить 16 % (ефективна річна ставка) річних.

1. Скільки буде становити річна відсоткова ставка, яку ви будете сплачувати?

2. Чому буде дорівнювати ваш щомісячний платіж?

### *Завдання 19*

Банк "X" дав згоду надати компанії ABC 100 тис. дол. у відповідь на обіцянку компанії повернути протягом 5 років 200 тис. дол. Яку річну відсоткову ставку встановив банк для компанії?

### **Література**

1. *Боди Зви, Мертон Роберт*. Финансы: пер. с англ. — М.: Вильямс, 2003. — 592 с.
2. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. — М.: Олимп-бизнес, 1997. — 1087 с.
3. *Бригхем Ю.* Основы финансового менеджмента: пер. з англ. / за наук. ред. О. Д. Василик, О. Д. Заруби. — К.: Молодь, 1997. — 998 с.
4. *Бригхэм Ю., Хьюстон*. Финансовый менеджмент. Экспресс-курс. — 4-е изд.: пер. с англ. — СПб.: Питер, 2009. — 544 с.
5. *Гроші та кредит: підручник / за ред. Савлука*. — К.: Либідь, 2001. — 662 с.
6. *Кэмпбелл Р. Макконнелл, Стэнли Л. Брю*. Экономикс: пер. с англ. — М.: Республика, 1992. — Т. 1, 2.
7. *Максимо В. Энг* и др. Мировые финансы: пер. с англ. / Ун-т Сент Джон. — М.: ДеКа, 1998. — 734 с.
8. *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения*. — М.: Финансы и статистика, 1994. — 592 с.
9. *Фабозци Фрэнк Дж.* Рынок облигаций. Анализ и стратегии: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 876 с.
10. *Хорн Ван Дж. К.* Основы управления финансами: пер. с англ. / Гл. ред. серии Я. В. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 2003. — 800 с.
11. *Ченг Ли Ф., Финнерти Дж. И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — ХУІІІ. — 686 с.

# ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ СУЧАСНИХ БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ

### 4.1. Види банківських послуг

З давніх часів основними фінансовими установами, які надають фінансові послуги, є банки. У зв'язку з інтеграційними процесами з'явилася і отримала свій розвиток міжнародна банківська діяльність. Це спричинило вимоги стандартизації банківської діяльності і появу відповідних правил щодо створення, функціонування і ліквідації банків (банківські угоди “Базель 1” – “Базель 3”).

**Банк** — це юридична особа у вигляді фірми, організації, корпорації, яка надає фінансові послуги відповідно до вимог банківського законодавства, здійснюючи професійне управління грошовими ресурсами суспільства (юридичних, фізичних осіб), а також така, яка виконує інші численні функції в економіці. В Україні обов'язкова вимога до діяльності банків — внесення у відповідний державний реєстр і отримання ліцензії на види послуг (операцій). *Функції*, які виконує сучасний банк, різноманітні. Насамперед, банк виконує функцію *посередника*. Банки здійснюють трансформацію заощаджень, які приймаються, в першу чергу, від фізичних осіб, у кредити (позики) виробничим та іншим фірмам і підприємствам, які інвестують отримані кошти в нові виробничі потужності. Наступна роль, яку виконують банки, це — *здійснення платежів і розрахунків*. Такі операції по оплаті за товари і послуги здійснюються за дорученням клієнтів банку (наприклад, за інкасовим дорученням або за векселями і чеками, або видача готівки і здійснення платежів через банкомати). *Роль гаранта*. Підтримка своїх клієнтів, що пов'язана з виплатою їх боргів, коли клієнти не можуть погасити їх самі (наприклад шляхом відкриття і видачі акредитиву). *Роль організації, яка надає агентські послуги*. Управління власністю (трастова діяльність) та її захист, випуск і погашення цінних паперів клієнта за його дорученням (послуги андеррайтингу), зазвичай, здійснюється через трастовий відділ банку. *Політична роль*. Виконання функції провідника політики держави, яка спрямована на регулювання економіки і досягнення соціальних цілей.

Банки виконують й інші важливі функції. Успішність діяльності банків залежить від того, наскільки фінансові послуги, що надаються банками, відповідають суспільному попиту, наскільки вони якісні і конкурентоспроможні. Дані послуги можна умовно поділити на: традиційні та відносно нові послуги. До *традиційних послуг*, які з'явилися з першими банками і надаються всіма банками, можна віднести: ощадно-депозитні послуги, платіжно-розрахункові послуги, кредитні послуги. До *відносно нових послуг* можна віднести: трастові послуги, управління потоками готівки, послуги з інвестиційного планування, послуги банківського інвестора або послуги андерайтера, брокерські послуги, валютні послуги, послуги страхування, лізингові послуги, факторингові послуги та інші послуги, що задовольняють потреби бізнесу і населення. Банки повинні швидко адаптуватися до цих потреб у зв'язку із зростаючою конкуренцією на ринках фінансових послуг, так як на їх місці можуть з'явитися нові фінансові посередники, якщо вони своєчасно не задовольняють потреби в необхідних послугах.

У зв'язку із зростаючою конкуренцією на фінансових ринках сучасні банки перетворилися на "*фінансові універмаги*" — клієнт може отримати замість однієї послуги цілий їх пакет.

Розглянемо стисло деякі види банківських послуг, так як основну інформацію щодо цих послуг можна отримати з численних джерел інформації з банківської справи. Так, М. Савлук у підручнику "Гроші і кредит" визначає такі групи послуг: ліцензовані; не ліцензовані; чисті, сурогатні, комісійні, гонорарні, середові, балансові і позабалансові та ін.

До *ліцензованих банківських послуг* віднесені: касове обслуговування клієнтів; інкасація та переказ грошових цінностей; ведення рахунків клієнтів у національній та іноземній валютах; залучення депозитів фізичних і юридичних осіб; усі види валютних послуг; видача гарантій і поручительств, управління грошовими коштами за дорученням клієнтів. До *чистих послуг* віднесені послуги, які не несуть для банку будь-якого ризику, окрім операційної помилки. *Комісійні послуги* пов'язані зі стягненням відсотка з клієнта; збереження цінностей у власному депозитарії або сховищі; ведення реєстрів власників цінних паперів; розміщення на фінансовому ринку цінних паперів за дорученням клієнтів (андерайтинг). *Гонорарні послуги* — обумовлені наперед відповідні суми, які сплачують клієнти банку. Це: лізингові послуги; трастові послуги; надання фінансових консультацій

та ін. *Спродові послуги* — пов’язані чистим доходом, який формується як різниця між комісією, отриманою від клієнтів, та комісією, сплаченою при оформленні даної послуги. Прикладом є видача готівки за рахунок купленої в інших банках або в НБУ. *Балансові послуги* — це послуги, які обліковуються на балансових рахунках банків. До них віднесені: кредитні послуги, інвестиційні послуги, валютні операції. Балансові послуги, у свою чергу, поділяються на активні і пасивні. *Позабалансові послуги* — це послуги, які не обліковуються на балансових рахунках банків. До них віднесені надання гарантій і поручительств; надання фінансових консультацій та ін.

Необхідно розрізнити поняття **“банківська фінансова послуга”** і **“банківська операція”**. На нашу думку, поняття “банківська фінансова послуга” ширше ніж поняття “банківська операція”, так як може включати кілька і більше операцій, за якими отримується відповідний результат для банка і клієнта. Водночас, відповідно до Закону України “Про банки і банківську діяльність” (ст. 3) банки можуть виконувати лише такі операції: залучення і розміщення грошових вкладів і кредитів; здійснення розрахунків за дорученням клієнтів, банків-кореспондентів та їх касове обслуговування; ведення рахунків клієнтів і банків-кореспондентів; фінансування капітальних вкладень за дорученням власників або розпорядників інвестованих коштів; випуск платіжних документів і цінних паперів (чеків, акредитивів, акцій, облігацій, векселів тощо); купівля, продаж і зберігання платіжних документів, цінних паперів, а також операцій з ними; видача поручительств, гарантій та інших зобов’язань за третіх осіб, що передбачають їх виконання в грошовій формі; придбання права вимоги з поставки товарів і надання послуг (факторинг), прийняття ризику виконання таких вимог та інкасація цих вимог; придбання за власні кошти засобів виробництва для передачі їх в оренду (лізинг); купівля в організації і громадян та продаж іноземної валюти готівкою і валюти, що знаходиться на рахунках і вкладах; купівля і продаж в Україні і за кордоном монетарних металів; залучення і розміщення дорогоцінних металів на рахунки і вклади та інші операції з цими цінностями відповідно до банківської практики; довірчі операції (залучення та розміщення коштів, управління цінними паперами та ін.) за дорученням клієнтів; зауважимо, що термін “управління цінними паперами” не коректний, так як управляють грошовими коштами, які вкладені або вкладаються в цінні папери (див. фінансові інвестиції); надання консультаційних послуг; проведення операцій

по касовому виконанню державного бюджету за дорученням НБУ; здійснення інших операцій з дозволу НБУ. Зауважимо, що банкам забороняється здійснювати операції з товарами і нерухомістю. Деякі види з перелічених операцій у Законі “Про ринок фінансових послуг і державне регулювання фінансових послуг” віднесені до фінансових послуг. Тобто у законодавстві існують розбіжності з визначення **“фінансова послуга”** і **“операція”**.

У банківській практиці України є дві основні групи банківських операцій — активні і пасивні. До *активних операцій* відносять операції, які забезпечують клієнтові можливість отримання необхідних грошових коштів. Це операції, за якими банки розміщують власний, залучений і запозичений капітал, наприклад, через видачу кредитів або купівлю цінних паперів, формування касових залишків і резервів. Кредитування є основним напрямом активних операцій банків. В Україні конкретні напрями застосування банківського кредиту визначають від його цільового призначення та складу учасників кредитування. Законодавством визначаються такі напрями кредитування комерційними банками: кредитування поточної діяльності, яке призначене для поповнення або збільшення оборотних коштів; кредитування інвестиційної діяльності підприємств для започаткування нового бізнесу, розширення виробництва, реконструкції або його модернізації; кредитування приватних осіб для задоволення різноманітних потреб споживчого характеру; кредитування держави для покриття дефіциту бюджету. Важливими умовами видачі кредитів є кредитоспроможність клієнтів і забезпечення кредитів. Забезпеченням повернення кредитних коштів може слугувати: застава, гарантія, страхування, поручительство. Крім того використовується переуступка контрактів, дебіторської заборгованості (див. факторинг), товарні запаси (сировина, напівфабрикати, комплектуючі, готова продукція), дорожні документи, іпотека (будинки, квартири, земля та інша нерухомість), цінні папери (ломбардні кредити), майнові права, права вимоги, що належать заставодавцю, дорогоцінні метали та інші активи позичальника.

*Інвестиційні послуги.* Інвестиційна діяльність банків в Україні обмежена і регулюється відповідними законодавчими і нормативними документами. До банківських послуг інвестиційного характеру віднесені: послуги андеррайтингу, купівля/продаж цінних паперів за замовленням клієнтів, формування власного інвестиційного портфеля та ін. Окрім зазначених послуг, комерційні банки також можуть здійснювати й інші види активних операцій, це: лізингові операції, факторинг і

форфейтинг. Відповідно до Закону України “Про банки і банківську діяльність” (п. 9 ст. 3) банки мають право придбавати за власні кошти засоби виробництва (автомобілі та інші транспортні засоби, літаки, устаткування, обчислювальну техніку тощо) для передачі їх своїм клієнтам у лізинг (оренду).

До *пасивних операцій* банків відносяться такі операції, які дають можливість банкам формувати свої грошові ресурси для здійснення кредитних, інвестиційних та інших операцій, а саме — депозитні операції, отримання позичок на міжбанківському ринку, продаж власних боргових зобов'язань (векселів, облігацій, депозитних сертифікатів). Ефективна організація пасивних операцій сприяє забезпеченню банкам ефективної діяльності на комерційних засадах, регулюванню грошової маси в обороті, успішному виконанню банками платіжно-розрахункових операцій, а також розширенню видів банківських послуг.

Активні й пасивні операції здійснюються банками відповідно до законодавства і встановлених економічних нормативів Центрального банку. Як вже зазначалося, діяльність сучасних банків не обмежується традиційними банківськими операціями, а охоплює великий діапазон фінансових послуг відповідно до потреб своїх клієнтів.

*Фінансові банківські послуги.* До банківських послуг відносяться посередницькі, консультативні, довірчі (трастові) та інші види послуг. До *посередницьких банківських послуг* можна віднести: кредитні послуги, послуги по операціям з цінними паперами, іноземною валютою і майном. Посередництво в одержанні клієнтом кредиту має місце, коли банк самостійно не має можливості задовольнити кредитну заявку клієнта. У цьому випадку банк, що обслуговує даного клієнта, на його прохання бере позику в іншому банку і надає кредит із врахуванням комісії, яку банк сплачує іншому банку. Це може бути і створення банківського консорціуму (див. консорціумне кредитування), де визначається головний банк, в якому накопичуються кредитні ресурси, а потім отримана комісія розподіляється відповідно домовленостей. Посередницькі операції з цінними паперами пов'язані з послугами типу андеррайтингу, коли банк організовує розміщення на фондовому ринку емітовані клієнтом акції або облігації із зобов'язанням їх викупу або без викупу.

*Валютні послуги* пов'язані з обмінними операціями, а також з кредитуванням клієнтів валютою при здійсненні ними зовнішньоекономічних операцій для забезпечення платежів та розрахунків і підтримки ліквідності у валюті, страхування і хеджування ризиків зне-



цінення валютних коштів і від змін відсоткових ставок, отримання спекулятивного прибутку за рахунок зміни курсів валют.

Для забезпечення платіжної дисципліни важливе значення набувають розрахункові, клірингові і гарантійні послуги банків. Розрахункові послуги передбачають ведення рахунків юридичних і фізичних осіб та здійснення платежів і розрахунків за їх дорученням. Широку практику набули *трастові банківські послуги*: послуги з управління майном, грошовими коштами та іншими активами своїх клієнтів, які передали їх на управління за дорученням. Довірчі операції пов'язані з виконанням робіт з обліку операцій, збереження цінностей, розміщення коштів на ринках, фінансовим аналізом та ін. Питому вагу у трастових операціях комерційних банків займають агентські послуги. При надані таких послуг банк діє від імені і за дорученням клієнта на основі договору, укладеному на конкретний термін. При надані агентських послуг клієнт не втрачає права власника на передані в управління активи, а лише уповноважує банк на операції від імені власника активів. Комерційні банки при надані агентських послуг здійснюють операції зі зберігання майна клієнтів та управління їх власністю, здійснюють інвестиційні і кредитні операції за дорученням власників активів, організовують оплату рахунків і податків, операції купівлі-продажу, оформлення та відновлення страхових полісів та інше юридичне обслуговування. Окрім перелічених операцій і послуг комерційні банки надають послуги зі збереження цінностей: надають в оренду сейфи клієнтам, послуги із збереження цінних паперів (депозитарні послуги) з одночасним отриманням з них доходу, проводять погашення облігацій та інкасацію векселів, отримують кошти за заставними листами, проводять кліринг з цінними паперами, їх купівлю і продаж. На міжнародних фінансових ринках банки надають ділінгові, конверсійні, кредитні та платіжно-розрахункові послуги, а також здійснюють хеджування валютних ризиків і ризиків відсоткових ставок.

## **4.2. Кредитні послуги, як основа банківського бізнесу**

### **4.2.1. Основні засади надання кредитних послуг**

Кредитна банківська діяльність забезпечує банкам їх основний прибуток за рахунок отримання винагороди у вигляді відсотків за надані кредити. Сучасні банки надають велику кількість різноманіт-

них кредитних послуг широкому колу своїх клієнтів на різні цілі — від купівлі нерухомості, автотранспортних засобів та інших видів предметів споживчого призначення, до потреб на реконструкцію і модернізацію будинків, офісних приміщень, оплати навчання, поповнення оборотних коштів підприємств і фірм та ін. Тобто можна згрупувати банківські позики відповідно до цілей кредитування, на що буде використовувати запозичені кошти позичальник. Відповідно до цього ми всі кредити зведемо до таких категорій.

***Кредити промисловим і торговельним фірмам, підприємствам, компаніям.*** Надаються банками для купівлі і поповнення оборотних засобів (товарно-матеріальних запасів), сплату податків і виплату заробітної платні.

***Кредити фінансовим установам.*** Надання позик банкам, страховим і фінансовим компаніям і фірмам, а також іншим фінансовим установам як на дуже короткий термін (на ніч), так і на більш тривалий термін учасникам банківського холдингу.

***Кредити сільськогосподарським виробникам.*** Надаються фермерам, власникам сільськогосподарських підприємств з метою сприяння їх діяльності з оброблення землі, збиранню урожаю, відгодівлі худоби, на переробку сільськогосподарської продукції та ін.

***Іпотечні кредити.*** Кредити, які забезпечені нерухомістю — землею, будинками та іншим майном, включаючи короткострокові кредити на будівництво і землеоблаштування, і більш довгострокові позики на купівлю сільськогосподарських угідь, будинків, квартир, комерційних споруд і майна за кордоном.

***Споживчі кредити.*** Позики фізичним особам на купівлю автотранспортних засобів, електро побутової техніки, меблів та інших споживчих товарів, позики на ремонт і модернізацію будинків, на покриття медичного обслуговування та інші особисті витрати.

***Інші види позик,*** які не описані вище, у тому числі забезпеченні цінними паперами (векселями, акціями, облігаціями). Це факторингове кредитування, кредитування під акредитив та ін.

***Лізингове фінансування.*** Припускає, що лізингове відділення банку купує обладнання або машини за рахунок кредиту банку і передає їх у лізинг своїм клієнтам.

Окрім даної класифікації, зазвичай, банківські кредити поділяються також і за терміном їх надання. За даною ознакою розрізняють ***короткострокові кредити*** (терміном до 1 року) і ***довгострокові кредити*** (терміном більше одного року).

## Короткострокові кредити

До *короткострокових кредитів*, зазвичай, відносять такі: бланковий (незабезпечений) кредит, сезонний кредит із щомісячним погашенням (амортизацією) суми боргу, контокорентний кредит (овердрафт), онкольний кредит, кредитна лінія, револьверний кредит, картковий кредит на споживчі цілі, факторингове фінансування, фінансування під акредитив та ін.

**Бланковий (незабезпечений) кредит.** Такий кредит надається під здійснення окремих господарських операцій і, як правило, надається підприємству (компанії, корпорації, фірмі — далі компанії) комерційним банком, що здійснює розрахунково-касове обслуговування даної компанії для забезпечення її поточних потреб, тобто на короткостроковий період. Даний кредит відноситься до незабезпечених кредитів, але щоб знизити ризику, все-таки забезпечується розміром дебіторської заборгованості даної компанії і його засобами на розрахунковому та інших рахунках у даному банку. Цей кредит є також таким, що “самоліквідується”. Заборгованість компанії перед банком погашається по мірі надходження на розрахунковий рахунок банку коштів від дебіторів.

**Кредит сезонний із щомісячним погашенням (амортизацією) боргу.** Даний кредит надається на формування оборотних активів компанії у зв'язку із зростанням сезонних потреб споживачів, наприклад, для фінансування виробництва літнього або зимового одягу або інших сезонних товарів. Комерційні банки, зазвичай, відкривають кредитну лінію для таких компаній на три-чотири місяці. Особливістю такого кредиту є те, що поряд із щомісячним обслуговуванням свого боргу з виплати відсотків, кредитним договором, як правило, передбачається щомісячне погашення (амортизація) основної суми боргу. Графік такого погашення боргу за розмірами пов'язаний з обсягом зниження сезонної потреби компанії в грошових коштах.

**Кредит типу “овердрафт” або контокорентний кредит.** Даний вид кредиту надається банком під забезпечення, але така вимога не є обов'язковою. При наданні даного виду кредиту банк відкриває для компанії рахунок, на якому обліковуються як кредитні, так і розрахункові операції і який називається “*контокорентним рахунком*”. Банк встановлює компанії кредитний ліміт (*контокорентний ліміт*) у вигляді максимального від'ємного сальдо. По негативному залишку контокорентного рахунку компанія сплачує банку

встановлений відсоток. Кредитним договором може бути встановлено, що за позитивним залишком цього рахунку банк нараховує компанії депозитний відсоток. Сальдування надходжень і виплат по контокорентному рахунку компанії здійснюється через установлені кредитним договором проміжки часу з розрахунками кредитних платежів. Такий кредит також служить для короткострокових цілей компанії.

**Онкольний кредит.** Даний кредит є короткостроковим і надається позичальнику без вказівки терміну його використання із зобов'язанням позичальника погасити кредит за першою вимогою банку. Особливістю його є те, що банк надає позичальникові пільговий період, зазвичай, на кілька днів.

**Кредитування по кредитній лінії.** У зв'язку з тим, що потреби компанії в грошових коштах не завжди можуть бути прив'язані до конкретних термінів, банк може відкрити для компанії кредитну лінію, зазвичай, до одного року. У кредитному договорі обумовлюються строки, умови і гранична сума банківського кредиту тоді, коли у компанії виникають реальні потреби у грошових коштах. При цьому, як правило, банк встановлює розмір комісійної винагороди за своїми кредитними зобов'язаннями в обсязі невикористаного ліміту кредитної лінії. Таке кредитування дає переваги для компанії, так як вона використовує кредитні кошти в суворій відповідності зі своїми реальними потребами. Зазвичай, у кредитному договорі передбачається, що при погіршенні фінансового стану позичальника, банк може переглянути умови кредитування або зовсім анулювати кредитний договір.

**Револьверний (автоматично поновлюваний) кредит.** Надається банком на певний період, протягом якого передбачається як поетапна вибірка компанією кредитних коштів, так і поетапне часткове або повне погашення зобов'язань за даним кредитом. Особливістю даного кредиту є те, що внесені в рахунок погашення своїх зобов'язань компанією грошові кошти можуть знову запозичатися протягом періоду дії кредитної угоди в межах встановленого кредитного ліміту. Водночас, виплата непогашеної частини основної суми боргу, яка залишилася, і відсотків по ньому, проводиться компанією після закінчення терміну дії кредитного договору протягом обумовленого часу. Такий кредит має переваги у порівнянні з відкриттям кредитної лінії, так як банк накладає мінімальні обмеження на використання грошових коштів. Але процентна ставка по револьверному кредиту вища, ніж по кредитній лінії.

Короткострокові кредити, які надаються підприємницьким структурам такі: кредити на поповнення товарно-матеріальних запасів; кредити для поповнення оборотного капіталу; кредити дилерам по цінним паперам; кредити роздрібним торговцям; кредити під забезпечення активами.

### **Довгострокові кредити**

До *довгострокових кредитів*, які надаються юридичним особам, зазвичай, відносять такі: строковий кредит, револьверний кредит, кредити для придбання інших компаній, іпотечний кредит, синдикативний (консорціумний) кредит; роловерний кредит, кредит на довгострокове фінансування інвестицій та ін.

**Іпотечний кредит.** Це найбільш поширений вид кредитування у США, країнах Західної Європи. Даний кредит може бути отриманий від банків, які спеціалізуються з видачі довгострокових позик під заставу основних засобів, землі або майнового комплексу підприємств загалом. Такі банки називаються "*іпотечні банки*". Компанія, яка передає банку в заставу свої активи, зобов'язана застрахувати їх у повному обсязі на користь банку, але при цьому вони продовжують використовуватися компанією за призначенням. Такі кредити надаються й приватним особам на тих самих умовах, що і для юридичних осіб.

**Довгостроковий кредит з плаваючою процентною ставкою (роловерний кредит).** При наданні даного виду кредиту в кредитному договорі передбачається перегляд відсоткової ставки. Тобто банк здійснює перманентне перекредитування у зв'язку із зміною кон'юнктури фінансового ринку. Як показує світова практика, надання таких кредитів, перегляд відсоткової ставки за ними здійснюється один раз на квартал або на півроку. Такі умови можуть бути пов'язані з високим темпом інфляції в країні і частою зміною облікової ставки центрального банку.

**Консорціумний або синдикативний кредит.** Розмір кредиту пов'язаний із кредитною політикою банку. Якщо при великих кредитах через встановлені нормативи кредитування або високий рівень ризику банк не має можливості задовольнити потреби клієнта у потрібній сумі кредиту, у такому разі банк, що обслуговує конкретну компанію, для кредитування даного клієнта може залучити інші банки, створивши союз (пул) або консорціум банків. Після укладення з клієнтом кредитного договору необхідні грошові кошти акумулю-

ються в обслуговуючому банку, який розподіляє суму відсотків між членами консорціуму банків, що займаються кредитуванням даного клієнта. Обслуговуючий банк стягує за це додаткові комісійні від клієнта, так як великий кредит пов'язаний з підвищеними ризиками.

**Послуги з проектного фінансування.** Світова практика банківської діяльності показала, що один із найперспективніших кредитів — це фінансування інвестиційних проектів. При організації фінансування інвестиційних проектів (проектного фінансування) їх ініціатори спільно з іншими передбачуваними учасниками і в тісній співпраці з банками складають детально опрацьоване і кваліфіковане техніко-економічне обґрунтування намічуваних проектів, які повинні відповідати міжнародним стандартам. Тільки після цього означений проект може бути представлений на розгляд інвесторам і першокласним банкам, зацікавленим у фінансуванні проектів.

Існують й інші підходи до класифікації банківських кредитів.

Незалежно від країни надання кредитних послуг, основними заходами надання кредитів юридичним і фізичним особам є їх кредит- і платоспроможність.

**Питання, які обговорюють банки з клієнтами при зверненні їх до банку за кредитом.** При зверненні клієнта до банку з проханням щодо видачі йому кредиту сторони обговорюють такі умови: *граничний обсяг кредиту*, який банк встановлює згідно з кредитним рейтингом позичальника кредитних ресурсів і діючою системою обов'язкових нормативів, які затверджує центральний банк (в Україні — Національний банк України (НБУ)). Можливо, для надання великого кредиту виникне потреба у залученні до фінансування інших банків і створення для цього консорціуму (консорціумне кредитування); *граничний строк кредиту*. Кожний банк встановлює ці нормативи, виходячи зі своєї кредитної політики. Для позичальника це означає, що час повернення кредиту може настати раніше або пізніше встановленого строку; *валюта кредиту*. Дане питання важливе, так як валютні кредити пов'язані з коливаннями курсів валют і, відповідно, з коливанням відсоткових ставок, а також з тим, що подальша конвертація валюти спричиняє додаткові витрати; *рівень кредитної ставки*. Ця умова є визначальною при оцінюванні клієнтом залучення кредитних ресурсів. В її основі лежить вартість міжбанківського кредитування, яка формується на базі облікової ставки центрального банку країни і середньої маржі комерційних банків, прогнозованого темпу інфляції, виду кредиту і його строків, рівня

премії за ризик з урахуванням фінансового стану позичальника, виду і надійності кредитного забезпечення, яке він надає. Для позичальника кредитна ставка означає вартість користування коштами, що йому надаються, нараховується і стягується у вигляді відповідного відсотка; *форма кредитної ставки*. Відображує рівень і її динаміку протягом кредитного строку. Банківський кредит може надаватися на умовах або фіксованої, або плаваючої відсоткової ставки. Фіксована ставка використовується, як правило, при короткостроковому кредитуванні і допомагає точніше визначити вартість кредиту, прогнозувати потік платежів при його обслуговуванні. При довгостроковому кредитуванні збільшуються ризики втрати кредитоспроможності клієнта і неповернення кредиту у зв'язку із змінами, які відбуваються в економіці країни. Тому банки періодично переглядають кредитні відсоткові ставки з врахуванням існуючої ситуації в економіці і фінансовій системі; *вид кредитної ставки*. Відіграє важливу роль у визначенні вартості кредиту. За своїми видами ставки можуть бути відсоткові (при нарощуванні боргу) і облікові (для дисконтування суми боргу). Якщо розмір даних ставок однаковий, то перевагу необхідно віддавати відсотковій ставці, так як у цьому разі платежі позичальника з обслуговування боргу (вартість кредиту) будуть меншими.

#### **4.2.2. Послуги споживчого кредитування**

Широке розповсюдження в практиці банківського кредитування отримало споживче кредитування. Споживче кредитування пов'язане з кредитуванням населення на придбання товарів тривалого споживання (холодильників, телевізорів та інших електропобутових пристроїв, меблів та ін.), фінансування придбання відповідних послуг (на навчання, лікування та ін.), а також виконує важливу функцію підвищення добробуту населення (сімей). Особливістю даного кредитування є те, що майно, яке купується за споживчим кредитом, стає власністю позичальника (окрім іпотечного кредитування, яке має свою специфіку), тобто діє речове право.

Споживчі кредити надаються, як правило, на тривалий строк, але конкретні параметри кредиту залежать від багатьох факторів: об'єкта кредитування, доходів позичальника, вартості товару тощо. Відповідно до “Положення щодо кредитування” НБУ № 246 у новій редакції, споживчий кредит — це кредит, який надається тільки в на-

ціональній грошовій одиниці фізичним особам-резидентам України на придбання споживчих товарів тривалого користування та послуг і який повертається в розстрочку, якщо інше не передбачено умовами кредитного договору. До 2003 р. Національним банком України споживчий кредит визначався як позичка, що надається тільки у національній грошовій одиниці фізичним особам — резидентам України на придбання споживчих товарів тривалого користування та послуг.

Постановою Правління НБУ від 05.03.2003 р. № 79 “Про внесення змін до Положення про кредитування” було визначено, що споживчий кредит може бути виданий банком не лише у національній грошовій одиниці, а й в іноземній валюті. Видача споживчих кредитів в іноземній валюті у зв’язку з девальвацією гривні у 2008–2009 рр. на придбання житла (іпотечне кредитування), автотранспортних засобів тощо призвела до масового банкрутства значного прошарка населення в Україні. Це призвело до заборони видачі кредитів в іноземній валюті через скасування даної Постанови НБУ.

Споживчий кредит в Україні та інших країнах світу може надаватися як банками та кредитними установами небанківського типу, так і юридичними і фізичними особами. В Україні кредитними установами небанківського типу, що надають споживчий кредит, є ломбарди (надають кредит під рухоме майно — дорогоцінності, антикваріат, одяг тощо), кредитні спілки, підприємства зв’язку (телеграми і телефонні розмови в кредит), торговельні організації (продаж товарів з розстрочкою платежу). Кредити своїм працівникам можуть надавати суб’єкти господарювання за рахунок спеціальних фондів, які вони створюють у результаті розподілу прибутку, що залишається в їх розпорядженні. Фізичні особи також можуть надавати кредит на споживчі цілі одна одній.

**Класифікація споживчих кредитів.** Існує різноманітний підхід до класифікації споживчих кредитів. Наприклад, в американській практиці класифікація споживчих кредитів здійснюється за *цільовим призначенням* (з якою метою береться кредит) і за видом кредиту (наприклад, кредит, який гаситься в розстрочку або одночасно наприкінці строку кредитування). Одна з розповсюджених схем класифікації споживчих кредитів враховує як вид кредиту, так і його призначення. Наприклад, кредити фізичним особам і родинам можуть бути поділені на дві групи, залежно від того, чи видаються вони на придбання нового житла (тобто кредити під заставу житлових приміщень), або на фінансування інших потреб позичальника (відпочи-



нок, придбання автомобіля, електро побутових пристроїв та ін.), тобто кредити, які є відмінні від кредитів під заставу житлових приміщень.

Існують різні ознаки класифікації споживчих кредитів. У більшості джерел ознаки, які використовуються в класифікації споживчого кредитування, співпадають з ознаками класифікації кредитів взагалі. Кількість ознак відрізняються у різних авторів, але найбільш розповсюдженими класифікаційними ознаками споживчих кредитів є наступні: за об'єктами кредитування; за строками кредитування; за способом надання; за видами забезпечення; за методами погашення; за методом стягнення процентів; за характером кругообігу коштів; за суб'єктами кредитування (банківські та небанківські кредитно-фінансові установи). *За об'єктами кредитування* (напрямами використання) в Україні споживчі кредити поділяються на два види: на споживчі цілі і нагальні потреби; на затрати капітального характеру. *За строками кредитування* споживчі кредити поділяють на: короткострокові (строком від 1-го дня до 1-го року); довгострокові (строком понад 1 рік). *За способом надання* споживчі кредити поділяють на цільові і нецільові (на невідкладні потреби, овердрафт та ін.). *За забезпеченням* розрізняють споживчі позики незабезпечені (бланкові) і забезпечені (заставою, гарантіями, поручительствами, страхуванням). *За методом погашення* розрізняють кредити, які погашаються одночасно, й кредити з розстрочкою платежу. *За методом стягнення процентів* кредити класифікують так: кредити зі стягненням процентів у момент його надання; позики зі сплатою процентів у момент погашення кредиту; позики зі сплатою процентів рівними внесками протягом усього строку кредитування (щоквартально, один раз у півріччя, або за спеціально зумовленим графіком). *За характером кругообігу коштів* кредити поділяють на разові і відновлювальні (револьверні). У групу револьверних, як правило, включають кредити, які надаються клієнтам за кредитними картками, або кредити за єдиними активно-пасивними рахунками у формі овердрафту. Залежно від *цільового призначення* споживчі кредити поділяються на: інвестиційні; для купівлі товарів та сплати послуг; на розвиток підсобного господарства; цільові кредити окремим соціальним групам; на нецільові споживчі потреби; відстрочені кредити у вигляді кредитних карток. До інвестиційних відносяться позики на кооперативне житлове будівництво та придбання квартир, індивідуальних житлових будинків, садових будиночків, благоустрій садових ділянок, рекон-

струкцію, капітальний ремонт індивідуальних житлових будинків, дач.

Наступна група об'єднує позики для придбання окремих споживчих товарів або сплати послуг, розстрочку платежів за товари довгострокового користування, прокат деяких предметів споживання.

До кредитів на розвиток особистих підсобних господарств відносяться позики на купівлю сільськогосподарської техніки, транспортних засобів, купівлю посадкового матеріалу, фруктових дерев, добрив.

Нецільові споживчі кредити можуть надаватися населенню комерційними банками та ломбардами під заставу майна без зазначення мети використання кредиту. Це може бути кредит на невідкладні потреби, здійснення затрат, що виникають у зв'язку з особливими або непередбачуваними обставинами (лікування, нещасний випадок, туризм та ін.).

Новим у споживчому кредитуванні в Україні є відстрочений кредит у вигляді банківських кредитних карток. При депозитній формі картки між кредитором та позичальником передбачається обумовлене завчасно автоматичне надання кредиту в момент вичерпання залишку коштів на рахунку (овердрафтні кредити). Такі позики можуть погашатися або в процесі надходження на рахунок грошових коштів (вкладів) або спеціальними внесками.

При кредитній формі картки надання кредиту та ідентифікації клієнта базується на застосуванні спеціального карткового рахунку, який управляється за допомогою телекомунікаційних засобів віддаленого управління (банкомати, термінали, Інтернет). Кредитні картки припускають участь трьох сторін — власника картки, банку та торгівельної організації.

Банки-кредитори можуть надавати споживчі кредити безпосередньо позичальникам (прямі кредити), що звертаються в банк за позикою, або побічні через посередників (торговельну організацію, ломбард, пункт прокату).

Банк надає кредити фізичним особам у розмірах, що визначаються, виходячи з вартості товарів і послуг, які є об'єктом кредитування, в межах вартості майна, майнових прав, які можуть бути передані банку в забезпечення фізичною особою з урахуванням суми її поточних доходів.

Кредитування споживчих потреб населення комерційними банками України здійснюється при дотриманні таких самих принципів,

що й при кредитуванні юридичних осіб: терміновості, повернення, цільової спрямованості, платності, забезпеченості. Важливим критерієм є платоспроможність позичальника. Платоспроможність позичальника споживчого кредиту визначається через застосування системи оцінки скорингу, яка передбачає бальну оцінку.

Споживче кредитування в Україні має відповідну законодавчу базу.

Для спрощення системи кредитування та для більшої зручності клієнтів, банками розроблені і впроваджуються відповідні цільові програми, такі як “Житло в кредит”, “Автомобіль в кредит”, “Розстрочка” та ін.

Протягом дії кредитного договору установи комерційних банків можуть надавати позичальникам споживчих кредитів відстрочку та/або розстрочку погашення окремих (часткових) платежів за кредитом у межах строку користування кредитом, визначеного кредитною угодою, а також пролонгацію строку погашення кредиту зі зміною кінцевого строку погашення.

#### ***4.2.3. Послуги іпотечного кредитування***

Одним із найважливіших напрямів фінансування через банки є житлове будівництво. Інвестиції в житло, як свідчить світова практика, є найбільш надійними із різних видів об’єктів інвестування. Вартість житлової нерухомості постійно зростає, що дає можливість отримувати значні прибутки для інвесторів. Але для таких інвестицій притаманні і значні ризики у зв’язку з довгостроковим терміном вкладання і віддачі, що потребує створення відповідних ефективних механізмів зменшення даних ризиків. Це також потребує створення надійних систем залучення фінансових коштів і створення надійної моделі фінансування таких інвестицій. Для залучення фінансових ресурсів для реалізації проектів з будівництва житла у світовій практиці застосовуються такі механізми, як ***споживчі кредити та іпотечні кредити***.

На сьогодні в країнах з розвинутою ринковою економікою (США, Німеччина, Франція, Велика Британія, Японія та ін.) значний розвиток отримали ***іпотечні кредити***, тобто кредити під заставу нерухомості: будинків, квартир, складів та інших споруд, а також під заставу землі, на якій дані будівлі розташовані. Іпотечне фінансування придбання житла використовує різні механізми залучення коштів.

Найстарішою іпотечною системою фінансування будівництва житла є система Німеччини. Найрозповсюдженішими механізмами фінансування є такі підходи: перший підхід — мобілізація більшої частини коштів через банківську систему, і в меншому ступені — через фондовий ринок (німецька система); другий підхід — залучення фінансових коштів переважно через фондовий ринок шляхом випуску іпотечних цінних паперів, і в меншій частині — через банківську систему (американська система).

Іпотечне кредитування почало отримувати свій розвиток також в Україні. Поштовхом його розвитку стало прийняття низки відповідних законів (“Про іпотечне кредитування”, “Про іпотечні цінні папери” та ін.). В Україні почала застосовуватися гібридна схема іпотечного кредитування, яка містить в собі елементи американської і німецької систем, а також своя українська специфіка. Для рефінансування банківської діяльності з іпотечного фінансування емітуються іпотечні цінні папери.

**Іпотечні цінні папери** (*mortgage-backed securities*) є різновидом так званих *asset-backed securities* — цінних паперів, які дають їх власникам право на отримання грошових надходжень за допомогою формування певного пулу (набору) активів і за своєю суттю їх можна вважати вторинними цінними паперами. У випадку випуску іпотечних цінних паперів активами є права вимоги за іпотечними кредитами, що забезпечені заставою об’єктів нерухомості. Власники іпотечних цінних паперів, що забезпечені пулом активів, отримують періодичні платежі за даними цінними паперами за наперед визначеною схемою. У більшості випадків випуск іпотечних цінних паперів здійснюється під гарантії держави. У світовій практиці використовуються два принципові механізми розподілу грошових надходжень від активів за іпотечними цінними паперами: платежі надходять власникам іпотечних цінних паперів тільки після того, як здійснено всі утримання за адміністративне та сервісне обслуговування цих цінних паперів. У фінансовому лексиконі цей вид іпотечних цінних паперів отримав назву **“наскрізні”**; здійснюється попередній поділ емітованих іпотечних цінних паперів на класи за рівнем ризику та доходу, на основі якого в подальшому здійснюються структуровані платежі їх власникам. Тому цей вид іпотечних цінних паперів отримав назву **“структуровані”**. Звичайно, випуск та обіг іпотечних цінних паперів, як і будь-яких інших цінних паперів, пов’язаний з певним ризиком. Для підвищення рейтингу іпотечних цінних папе-

рів серед інвесторів у світовій практиці використовують такі схеми: 1) страхування безперервності платежів за іпотечними цінними паперами (*payment interruption insurance*). Схема передбачає часткове фінансування страховою компанією платежів за іпотечними цінними паперами до моменту реалізації застави; 2) використання додаткових гарантій та страховок, що надаються спеціалізованими страховими компаніями (*financial assurance company*); 3) випуск іпотечних цінних паперів під гарантований кредит (*letter of credit*) — зобов'язання сторонньої фінансової установи, як правило, банку, повністю виплатити основну суму боргу та проценти у разі банкрутства емітента.

Іпотечне фінансування стимулює розвиток як банківської системи, так і фондового ринку. Основними складовими іпотечної системи є: система іпотечних банків, ощадних будівельних кас і асоціацій та інших фінансових установ; страхові компанії; ріелтерські фірми, які здійснюють оцінку землі і нерухомості об'єкта іпотечного кредитування; юридичні компанії та ін. Центральною ланкою іпотечного кредитування в країнах з розвиненою ринковою системою є урядові установи. В Україні основними кредитними установами з іпотечного кредитування є комерційні банки, у той час, як в більшості розвинених країн іпотечним кредитуванням займаються спеціалізовані банки. Так, законодавство Німеччини, Польщі та Угорщини передбачає значне обмеження інших фінансових операцій окрім іпотечних, які можуть здійснюватись іпотечними банками. У цих країнах вони можуть виконувати лише найменш ризикові фінансові операції. У Чехії та Словаччині іпотечною діяльністю можуть займатися універсальні комерційні банки за умови застосування відповідних захисних механізмів. Але й у цих країнах ліцензії на іпотечну діяльність видаються переважно спеціалізованим банкам.

Іпотека — це тісний взаємозв'язок застави нерухомості і кредиту під дану заставу. Надання іпотечних кредитів має низку проблем, до яких можна віднести такі: довгостроковий характер іпотечних позик сприяє відволіканню засобів банку на тривалий час. Вихід з такого положення банки, зазвичай, знаходять, виступаючи на вторинному ринку заставних. Основою функціонування іпотечної системи є зиск, який отримують всі її учасники. Для будівельників — це дисконтовані позитивні грошові потоки (чиста приведена вартість майбутніх грошових потоків — *NPV*), які вони отримують від будівництва і реалізації житла. Для банкірів — це дисконтовані позитивні

грошові потоки від надання кредитів (збереження основної вартості грошей і одержання прибутку за рахунок отримання процентів за кредит). Для інвесторів — це також дисконтовані позитивні грошові потоки від прямих (безпосередня участь в інвестуванні будівництва житла) і непрямих інвестицій (купівлі на фондовому ринку і володіння іпотечними цінними паперами). Для посередників (ріелтерів та ін.) — комісійні від іпотечних угод. Для держави — податкові надходження до бюджету із сфери іпотечного фінансування і будівництва житла (тобто теж грошові потоки), вирішення соціальної задачі забезпеченості широких мас населення якісним житлом. Для позичальників — отримання у власність житло, яким він може розпоряджатися на свій розсуд. Це — особисте використання, отримання доходу від здачі в оренду, це може бути і продаж на ринку, і отримання прибутку і теж є чиста приведена вартість майбутніх грошових потоків. Тобто на іпотечному ринку повинно бути компроміс і рівновага інтересів усіх учасників. Методи оцінки іпотечної нерухомості такі:

1. *Пряме порівняння продаж.* Даний метод заснований на порівнянні із житловою власністю, проданою не так давно у той самій місцевості з коригуванням відповідно до характеру власності. Задачі, які вирішує даний метод, — визначення вартості застави і відкриття позову.

2. *Доходний підхід.* Метод заснований на капіталізації ренти за коефіцієнтом *GRM*, який розраховується за формулою (4.3). Метод застосовується для визначення орендної плати і ренти.

$$GRM = \frac{\text{Вартість будинку}}{\text{Валовий дохід (рента)}} . \quad (4.3)$$

3. *Витратний метод.* Метод заснований на оцінюванні нерухомості в поточних цінах будівельної продукції за вирахуванням фізичного і функціонального зносу з врахуванням вартості землі. Застосовується для оцінки будівельної продукції.

Для оцінки вартості застави іпотечної нерухомості використовуються такі дані: план, архітектурні особливості власності, технічні дані; район, місце розташування; фізичний стан; моральний знос; вартість будівництва на сьогоднішній день; поточні ціни на нерухомість, будівельну продукцію і на оренду в районі, який оточує; технічні дані подібної (близької) власності.

**Грошовий потік іпотечної позики і його характеристика.**

Позичальник іпотечних коштів може вибрати один із багатьох видів іпотечних позик. Розглянемо основні характеристики грошового потоку іпотечної позики на прикладах іпотеки з фіксованою ставкою і однаковими частками виплат.

*Звичайна застава*, або іпотека з фіксованою ставкою і однаковими платежами передбачає виплату проценту і основного боргу у вигляді регулярних платежів постійної величини протягом встановленого часу, який називається *строком до погашення*, або *строком дії іпотеки*. Тобто до кінця строку позика за іпотекою повністю гаситься. У випадку застосування звичайної заставної з щомісячними платежами виплати здійснюються першого числа кожного місяця і складаються із таких частин: *перша* — процент у розмірі 1/12 фіксованої річної процентної ставки, помноженої на величину непогашеного залишку (або балансу) боргу на початок минулого місяця; *друга* — виплати частини непогашеної суми основного боргу, тобто щомісячна його амортизація. Різниця між щомісячною виплатою за заставною і частиною платежу, який йде на погашення проценту, дорівнює величині, на яку зменшується непогашений залишок боргу. Розмір щомісячних виплат визначається таким чином, що після останньої наміченої місячної виплати залишок непогашеного боргу дорівнював би нулю. Для ілюстрації розглянемо 30-річний (360 місяців) іпотечний кредит на суму 100 тис. дол. з іпотечною ставкою 8,125 %.

$$\text{Щомісячний платіж клієнта за кредитом під заставу} = \frac{\text{Сума основного боргу} \cdot \frac{\text{Ставка річних за кредитом}}{12} \cdot \left(1 + \frac{\text{Ставка річних за кредитом}}{12}\right)^{t \cdot 12}}{\left(1 + \frac{\text{Ставка річних за кредитом}}{12}\right)^{t \cdot 12} - 1}, \quad (4.4)$$

де  $t$  — число років, за які буде погашено кредит; множник 12 включений для того, щоб привести строк кредитування і річну процентну ставку до місячного показника.

Щомісячний платіж за заставною розрахований за формулою (4.4) дорівнює 742,5 дол. Результати розрахунків платежів відображені в табл. 4.2. У таблиці наведено для вибраних місяців структуру

щомісячних виплат, яка складається з виплати проценту і суми основного боргу. Так, на початку першого місяця баланс дорівнює розміру початкового боргу – 100 тис. дол.

$$\text{Щомісячний платіж} = \frac{100000 \cdot \frac{0,08125}{12} \cdot \left| 1 + \frac{0,08125}{12} \right|^{30 \cdot 12}}{\left| 1 + \frac{0,08125}{12} \right|^{30 \cdot 12} - 1}$$

Таблиця 4.2

**Графік амортизації (погашення боргу) для заставної з рівними виплатами і фіксованою процентною ставкою**

(Умови іпотеки: Сума іпотечної позики: 100 тис. дол. Іпотечна процентна ставка: 8,125 %. Щомісячні виплати: 742,5 %. Строк позики: 30 років (360 місяців)

Місяць	Іпотечний баланс на початок місяця	Місячна виплата	Місячні проценти	Виплата основної частини боргу за графіком погашення	Іпотечний баланс на кінець місяця
1	2	3	4	5	6
1	100 000	742,5	677,08	65,41	99 934,59
2	99 934,59	742,5	676,64	65,86	99 868,73
3	99 868,73	742,5	676,19	66,30	99 802,43
4	99 802,43	742,5	675,75	66,75	99 736,13
25	98 301,53	742,5	665,68	76,91	98 224,62
26	98 224,62	742,5	665,06	77,43	98 147,19
27	98 147,19	742,5	664,54	77,96	98 069,76
74	93 849,98	742,5	635,44	107,05	93 742,93
75	93 742,93	742,5	634,72	107,78	93 635,15
76	93 635,15	742,5	633,99	108,51	93 527,37
141	84 811,77	742,5	574,25	168,25	84 643,52
142	84 643,52	742,5	573,11	169,39	84 474,13
143	84 474,13	742,5	571,96	170,54	84 304,74
184	76 446,29	742,5	517,61	224,89	76 221,40
185	76 221,40	742,5	516,08	226,41	76 044,99



1	2	3	4	5	6
186	75 994,99	742,5	514,55	227,95	63 430,19
233	63 430,19	742,5	429,48	313,02	63 117,17
234	63 117,17	742,5	427,36	315,14	62 802,03
235	62 802,03	742,5	425,22	317,28	42 200,92
289	42 200,92	742,5	285,74	456,76	41 744,15
290	41 744,15	742,5	282,64	459,85	41 284,30
291	41 284,30	742,5	279,53	462,97	25 941,42
321	25 941,42	742,5	175,65	566,85	25 374,57
322	25 374,57	742,5	171,81	570,69	24 803,88
323	24 803,88	742,5	167,94	574,55	2 197,66
358	2 197,66	742,5	14,88	727,62	1 470,05
359	1 470,05	742,5	9,95	732,54	737,50
360	737,0	742,5	4,99	737,50	0,00

**Вартість обслуговування іпотечної позики.** Виплата в перший місяць включає процент за місяць на 100000 дол. боргу. Тому що річна іпотечна ставка дорівнює 8,125 %, то місячна процентна ставка дорівнює 0,67708 % (8,125 % : 12), або 0,0067708. Різниця у 65,41 дол., між щомісячною виплатою 742,50 дол. і процентом дорівнює 677,08 дол. Це частина щомісячної виплати, яка спрямовується на погашення основної частини боргу; на цю величину у 65,41 дол. зменшується залишок боргу за один місяць. Іпотечний баланс наприкінці кожного місяця (на початку другого місяця) дорівнює 99934,59 дол. (100000 дол. – 65,41 дол.). Проценти другої місячної виплати становлять 676,64 дол. Тобто місячна процентна ставка 0,67708 × на залишок боргу на початок другого місяця (99934,59 дол.). Різниця між постійною величиною 742,50 дол. місячних виплат і 676,64 дол. процентів дорівнює 65,86 дол., вона показує величину основного боргу, сплаченого в даному місяці. При цьому остання місячна виплата достатня, щоб повністю погасити залишок боргу. Якщо схема виплат побудована таким чином, що виплати позичальника будуть в сукупності повністю забезпечувати виплати процентів і основної суми боргу, то фахівці кажуть, що ця позика сама амортизується (*self – amortizing*), а таблиця називається графіком амортизації (погашення)

боргу (*amortization schedule*). Тобто частина щомісячної виплати за заставною, яка піде на виплату процентів, щомісяця зменшується, а частина, яка йде на погашення основного боргу, зростає.

Такий принцип використовується при лізингових та інших довгострокових платежах. Але зауважимо, що в нашому випадку даний принцип стосується тільки іпотеки з фіксованою ставкою і однаковими виплатами. В інших випадках іпотек розрахунки будуть складнішими.

На відміну від інших інструментів з фіксованою доходністю іпотечна позика потребує витрат на її обслуговування. Обслуговування включає збирання щомісячних виплат і пересилання отриманих доходів кредиторам — власникам заставних, розсилання позичальникам повідомлень щодо виплат по боргу, нагадування їм про прострочення виплат, ведення бухгалтерського обліку, управління податковими рахунками, страхування, порушувати за необхідністю позову до боржника і надання позичальникам інформації щодо стягнення з них податків. Інвестор, який купив заставну, може або сам її обслуговувати, або продати право на її обслуговування. У першому випадку грошовий потік інвестора — це повний грошовий потік за заставною. У другому випадку — це грошовий потік за вирахуванням витрат на обслуговування іпотечної позики. Тобто щомісячний платіж за іпотечною позикою незалежно від іпотечної схеми може бути поділений на три частини: 1) плата за обслуговування позики; 2) виплати процентів за вирахуванням плати за обслуговування; 3) виплати основної суми боргу.

**Попередня оплата і невизначеність грошового потоку за іпотечною позикою.** Весь час ми вважали, що позичальник гасить свій борг точно за графіком, який встановлений в угоді про заставну. Але на практиці позичальники часто достроково повністю гасять поточний залишок боргу або його більшу частину. Такі платежі, які перевищують заплановані за графіком суми погашення, називаються попередніми платежами (*prepayments*).

За заставній, яка застрахована, залишок боргу буде сплачений страховиком. І ще одна причина — це коли власність буде знищена пожежею або в результаті другої страхової події, то для виплати заставної використовується страховка. Така можливість попередніх оплат веде до того, що грошовий потік за заставній (моменти надходження виплат і їх величина) стає невизначеним. Наприклад, інвестор у випадку 30-річної застрахованої федеральним агентством за-

ставної на 100 тис. дол. й іпотечною ставкою 8,125 % знає, що поки непогашений кредит, він буде отримувати проценти і виплати за основним боргом кожний місяць відповідно до графіка і за 30 років інвестор отримує 100 тис. дол. за основними виплатами. Але він не знає з повною визначеністю, скільки часу буде погашатися кредит, і відповідно, коли наступить момент основних виплат. Це справедливо для всіх іпотечних виплат. Ця невизначеність стосується і процентних платежів.

### **Іпотечне фінансування будівництва житла в Німеччині**

Головна відмінність німецької моделі від американської полягає у механізмі залучення фінансових іпотечних ресурсів. У німецькій моделі основним джерелом формування кредитних ресурсів для іпотечних кредитів є система ощадних вкладень і значно менша частина необхідних фінансових ресурсів залучається на фондовому ринку. Система іпотечного кредитування в Німеччині отримала значний подальший розвиток після Другої світової війни. Так, у середині 60-х років ХХ ст. вона вже включала 13 державних і 25 приватних земельних банків. Контрольний пакет акцій більшості з них належить grosбанкам. Необхідно відмітити, що такої чіткої системи іпотечних банків і правового забезпечення іпотеки, як в Німеччині, в інших країнах немає. Умови іпотеки регулюються пакетом взаємопов'язаних законодавчих актів. Німецька правова систем знає всього два виключення з правил власності на нерухомість, це: *право спадщини забудівлі (на чужій землі)*. Особа, яка має право спадщини забудівлі, стає власником будинку, який збудований на чужій земельній ділянці. Якщо право спадщини забудівлі втрачає силу, то здійснюється відтворення правової єдності.

*Право власності на квартиру.* Тут не земельна ділянка і будинок поділяються, з точки зору права, а виникають особливі права на обмежену частину будинку (квартири), пов'язану з часткою в загальній власності земельної ділянки і будинку. На квартиру з правом приватної власності також заводиться власний поземельний лист. Положення Кодексу по поземельним/імобіліарним правам, які використовуються за змістом, і до права спадщини забудівлі і права власності на житлові приміщення.

Ціна предмета купівлі-продажу сторонами визначається вільно, але при цьому вони не повинні виходити за межу розумного. Договір купівлі-продажу здійснюється у присутності нотаріуса. Це пов'язано

з тим, що купівля земельної ділянки, будинку або квартири для багатьох людей є самим дорогим придбанням з числа тих, які здійснюються протягом всього життя. Залучення послуг нотаріуса гарантує: така угода не буде укладена поспішно і непродумано; сторони отримують кваліфіковану юридичну консультацію; можливість ясно висловити свої наміри і попереджують укладенню угод, які суперечать закону; зміст договору купівлі-продажу в будь-який момент може бути підтверджено письмово. Кодекс зобов'язує продавця надати покупцеві проданий предмет угоди вільним від прав третіх осіб. Відповідно до угоди покупець несе витрати, пов'язані з нотаріальним засвідченням і нотаріальною угодою про передачу права власності на нерухомість; з внесенням змін до поземельної книги; з податком на придбання земельної власності. Важливим є визначення строку передачі предмета купівлі-продажу, який обумовлюється сторонами в нотаріально засвідченому договорі купівлі-продажу земельної ділянки.

Кодексом регламентується відповідальність за якість (недолік/дефект) предмета купівлі-продажу, розмір даної відповідальності, права покупця, строк давності позову, положення про право власності, придбання, втрату і обтяжування власності, захист речових прав, положення поземельного/імобіліарного права (придбання і обтяжування земельних ділянок) та ін.

Право власності в світлі приватного права, яке регулює добросусідські відношення між сусідами-власниками, відповідно до яких раціональне використання земельної ділянки можливо лише тоді, коли пов'язані з цим незручності у визначеному ступені (за необхідністю через компенсацію) приймаються сусідами. Кодекс визначає рангове співвідношення різних прав, якими обтяжена земельна ділянка. Пріоритет віддається більше запису, який був зроблений раніше та ін. Встановлення рангового співвідношення має особливе значення при кількох іпотеках, коли боржник потрапляє в скрутне становище, пов'язане із здійсненням платежів, а конкуруючі кредитори хочуть задовольнити їх вимоги шляхом продажу земельної ділянки з публічного торгу, тобто примусового виконання судового рішення.

Другим важливим законом є Закон про право власності на житлові приміщення (*WEG*). Відповідно з цим Законом: “Власність на квартиру — це спеціальна власність на житлові і службові приміщення плюс часткова співучасть в загальній власності, в склад якої входить ця квартира”. Даний Закон регулює такі сфери: визначає межі між частинами будинку, які належать до спеціальної власності

(квартири) і до загальної власності (стеля, підвали та ін.); способи утворення квартирної власності; права і зобов'язання власників квартир; управління загальною власністю; судове виробництво при вирішенні суперечливих питань. Важливою частиною іпотеки є *кадастр нерухомого майна (земельний кадастр)*. Поземельна книга будується на даних кадастру нерухомого майна або як ще він називається — земельного кадастру. Він являє собою офіційний реєстр, в якому охоплені всі без винятку земельні ділянки з їх точними межами. Земельний кадастр ведеться кадастровою службою і постійно поповнюється актуальною інформацією і служить доказом наявності нерухомого майна, в даному випадку земельної ділянки, що базується на кадастровому обміру землі (топографічної зйомки). Кадастр нерухомості складається із кадастрової книги і карти.

Правовими основами іпотечного кредитування в Німеччині визначаються вищезазначеним громадянським Кодексом, який встановлює порядок повернення кредиту, виплату відсотків по кредиту наприкінці кожного року, або при погашенні кредиту, а також передбачає право на розрив кредитної угоди і його порядок. Особливо важливим розпорядженням для позичальника кредиту є параграф 609 Кодексу. Він гарантує право позичальника на розрив договору у випадку, якщо однією з умов кредиту була тверда процентна ставка на визначений строк, наприклад, 6 % річних протягом 5 років, і строк даної домовленості закінчується до моменту погашення кредиту. Це дає позичальнику право розриву кредитної угоди із строком в один місяць до закінчення дати, коли закінчується термін дії за відсотками. Це вигідно позичальнику, тому що він може повернути банку кредит із своїх коштів або скористатися кредитом іншого банку, який запропонує кращі умови. Якщо позичальник і кредитор погодили тверду відсоткову ставку на період більше ніж 10 років, наприклад на 15 років, то позичальник відповідно до цього розпорядження може по закінченню 10 років розірвати договір кредитування з попередженням за 6 місяців до закінчення строку.

**Іпотечні банки.** Основною кредитною установою німецької іпотеки є іпотечний банк. Іпотечний банк визначає основні принципи умов для іпотечних кредитів і передає їх на погодження своєму органу банківського нагляду і Федеральному відомству з нагляду. Це один із головних принципів німецьких іпотечних банків, що забезпечує їх надійність, якість наданих кредитів й іпотечних облігацій. Основна частина банківських активів забезпечена іпотекою або дер-

жавними та муніципальними гарантіями по кредитах, наданих на ринку суспільного сектору. У системі іпотечного кредитування Німеччини відомо три види кредиту:

- 1) кредит на погашення (ануїтет);
- 2) кредит з твердою відсотковою ставкою;
- 3) кредит у розстрочку.

Сторони вирішують, який вид кредиту їм вибрати. Зауважимо, що характерними для іпотечного кредитування в Німеччині є тільки перших два методи, а кредит у розстрочку не є характерним для іпотечного кредитування. Процентні ставки за іпотечні кредити в Німеччині помірні, в межах 5–6 %, але залежно від стану грошового ринку можуть змінюватися. Аналіз визначив ставки в деякі роки на рівні 7–8 % і більше.

Закон Німеччини про іпотечні банки зобов'язує іпотечні банки визначати і розраховувати розмір застави за позицією для об'єктів, які є забезпеченням кредиту. При визначенні вартості майна, яке надається у заставу, дані питання повинні знайти своє відображення у відповідній методиці, в якій встановлюється гранична сума позички, величина якої оптимальна, коли вона становить 3/5 розміру застави за позичкою.

**Ощадні будівельні каси.** Другим видом іпотечних фінансових установ у Німеччині є будівельні (житлові) ощадні каси, де фінансування житлових кредитів здійснюється за рахунок цільових житлових вкладів населення. Вони є основою функціонування системи ощадних вкладень для фінансування придбання житла і є фінансовими установами цілком закритого типу, коли накопичення внесків є єдиним джерелом ресурсів (будівельні ощадні каси — *Bausparkasse*). Джерелом кредитних ресурсів для цільових житлових позик у цих касах є вкладення громадян, плата за користування позиками, а також державна премія, що виплачується відповідно до контракту про житлові заощадження за умови, що вкладник протягом року вніс на свій рахунок визначену суму. Договір заощаджень, що укладається, заздалегідь встановлює умови і суму кредиту, що може отримати вкладник після виконання умов договору в обсягах і термінах накопичення. При цьому відсоткові ставки як за внескам, так і по кредитах встановлюються нижче ринкових і зафіксовані на весь термін ощадного контракту. Держава безпосередньо впливає на систему іпотечного фінансування, підтримуючи її шляхом щорічного виділення бюджетних коштів на виплати премій вкладникам ощадних іпотеч-

них кас, що стимулює громадян Німеччини брати участь в системі довгострокових цільових нагромаджень на умовах нижче ринкових відсотків по депозитним внескам.

На думку німецьких економістів, дана система інвестування житлового будівництва забезпечує високу ефективність при невеликих витратах фінансових засобів, підтримує ініціативу і підприємництво населення, є стимулом для загальної державної системи нагромадження. На особливу увагу заслуговує система державної підтримки вкладників житлових ощадних кас у Німеччині. Всі учасники іпотечного кредитування, у тому числі і держава, мають свої цілі. Цілі даних учасників іпотечної системи та їхні ролі відображені у табл. 4.3. Основними формами державної підтримки системи іпотечного кредитування є державні грошові дотації при погашенні відсотків за кре-

Таблиця 4.3

**Учасники системи іпотечного кредитування і їх цілі**

Суб'єкт системи іпотечного кредитування	Мета і роль
Позичальник	Придбати за можливістю краще житло і при цьому мати змогу проводити щомісячні виплати за кредитом, що не склали б занадто велику частину доходу
Банк	Максимізувати прибуток і дивіденди своїх акціонерів. В іпотечному кредитуванні це досягається шляхом обмеження ризику неплатежів позичальників, втрат у результаті більш швидкого збільшення вартості засобів, що використовуються банками, у порівнянні з процентними ставками по іпотечним кредитам, а також у зв'язку з непередбаченим відтоком банківських ресурсів
Інвестор	Максимізувати прибуток, вкладаючи свої кошти в закладні або цінні папери, що забезпечені пулом закладних. Для досягнення своєї цілі інвестор повинен враховувати ті самі види ризиків, що і банки
Держава	Виконує такі ролі: <ul style="list-style-type: none"> <li>– створює умови для надійного і ефективного функціонування системи іпотечного кредитування;</li> <li>– регулює і здійснює нагляд за діяльністю іпотечних закладів з метою захисту їх вкладників;</li> <li>– сприяє деяким групам населення (сім'ям) у придбанні житла</li> </ul>

дит і система податкових пільг. Диференціація видів і розмірів державної підтримки залежить переважно від фінансового та сімейного стану боржника. Уряд Німеччини всіляко сприяє розвитку даної системи інвестування житлового будівництва. Ця система житлового будівництва пристосовувалася до процесів розвитку народного господарства. У розвитку відновлення країни після 1945 р., наприклад, нараховувалася премія до 33 % на заощадження для житлового будівництва, що досягли визначних розмірів. З часом держава, у силу об'єктивних обставин (зростання валового національного доходу на душу населення), скоротила премію, що у даний час становить 10 %. У нових федеральних землях після об'єднання Німеччини, де існує більше проблем з ринком житла, премія нараховується у розмірі 15 %.

Можна зробити такі висновки, що на сьогодні у Німеччині, як і в США, склалося тісне співробітництво різних інститутів у процесі інвестування житлового будівництва з державними інституціями. Функціонує потужна фінансова система іпотечного кредитування, в якій окрім фінансово-кредитних інститутів для залучення фінансових ресурсів у житлове будівництво значну роль відіграє фондовий ринок у вигляді сектору іпотечних цінних паперів (заставних, іпотечних облігацій тощо).

Окрім Німеччини система житлових накопичень успішно функціонує у Великій Британії, Франції та в інших країнах світу. Відмінністю англійської системи житлових заощаджень є те, що іпотечний кредит у житлових ощадних касах чи товариствах можуть отримати не лише вкладники, а й інші особи (не вкладники).

### **Послуги іпотечного кредитування в Україні**

Нині більшість населення України має життєві потреби у забезпеченні житлом. В умовах квазіринкової економіки ці потреби може забезпечити іпотечне кредитування, яке є в західних розвинених країнах дійним механізмом задоволення даних потреб. Були вивчені існуючі моделі іпотечного фінансування в розвинених країнах, у першу чергу — американська і німецька моделі, проведені відповідні конференції, видані матеріали та постанови уряду (Міжнародна науково-практична конференція “Проблеми розвитку іпотечного ринку та шляхи їх розв’язання”, грудень 2001 р. та ін., Указ Президента України “Про заходи щодо розвитку іпотечного ринку в Україні” та ін.). Приймаються відповідні закони (“Про заставу” та ін.), які передбачають значне розширення масштабів житлового будівництва за ра-



хунок позабюджетних джерел фінансування, у першу чергу за рахунок коштів населення та іпотечного кредитування. З'являється державна іпотечна установа (ДІУ).

В Україні почала застосовуватися модель іпотечного кредитування, яка містить, в основному, елементи американської моделі з українськими особливостями. Термін "іпотека" знайшов своє законодавче закріплення в Законі України "Про заставу", ухваленому Верховною Радою України у 1992 р., де були визначені: поняття іпотеки, предмет іпотеки, форми договору про іпотеку. Цим Законом встановлено права іпотечного заставоотримувача, права іпотечного заставодавця, обов'язки іпотечного заставодавця та наслідки порушення обов'язків іпотечного заставодавця. Врегульовано особливості іпотеки окремих об'єктів, зокрема, будівель та споруд, майнового комплексу підприємства, транспортних засобів та космічних об'єктів тощо. Наприкінці 90-х років та у 2002 р. ухвалено низку законодавчих та нормативних актів, які регламентують проведення експерименту в житловому будівництві на базі холдингової компанії "Київміськбуд". Ухвалений Земельний кодекс України, що передбачає запровадження іпотеки в аграрному секторі економіки. 8 серпня 2002 р. виданий Указ Президента України "Про заходи щодо розвитку іпотечного ринку в Україні", яким передбачено основні напрями розвитку цього інституту. Приймається Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю" від 19.06.2003 р. № 978-IV. У 2003 р. Верховною Радою України ухвалено Закон "Про іпотеку" та інші законодавчі акти. Нарешті з'являється Державний земельний кадастр. Але, незважаючи на позитивні заходи у зв'язку з доларизацією кредитного ринку і видачі банками іпотечних кредитів в іноземній валюті, як і прогнозувалося експертами в українській банківській системі, у 2008 р. почалася масштабна фінансова криза. Девальвація гривні призвела до банкрутств банків і неможливості позичальників обслуговувати свої іпотечні кредити. З різними оцінками портфелі проблемних кредитів у різних банках досягали 40 % обсягів виданих кредитів.

Для рефінансування банківського іпотечного кредитування відповідно до Закону "Про іпотечні цінні папери" в Україні можуть випускатися такі види іпотечних облігацій: 1) звичайні іпотечні облігації; 2) структуровані іпотечні облігації.

Емітентом **звичайних іпотечних облігацій** є іпотечний кредитор, який несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпо-

течними облігаціями іпотечним покриттям та всім іншим своїм майном, на яке відповідно до законодавства може бути звернено стягнення.

Емітентом *структурованих іпотечних облігацій* є спеціалізована іпотечна установа, яка несе відповідальність за виконання зобов'язань за такими іпотечними облігаціями лише іпотечним покриттям.

Державну реєстрацію випусків і проспектів емісії іпотечних облігацій здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Дані щодо реєстрації випусків і проспектів емісії іпотечних облігацій вносяться до окремого реєстру випусків іпотечних цінних паперів в установленому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку порядку. На момент реєстрації випуску іпотечних облігацій іпотечне покриття формується виключно з іпотечних активів. Протягом строку обігу іпотечних облігацій до складу іпотечного покриття також можуть включатися інші активи у випадках, передбачених законодавством. Існують відповідні вимоги до включення іпотечних активів до складу іпотечного покриття. До них віднесені: 1) іпотечні активи, що належать емітенту на праві власності, і можуть бути відчужені у разі невиконання зобов'язань за іпотечними облігаціями; 2) забезпечені іпотекою зобов'язання боржників, що підлягають виконанню у грошовій формі; 3) відомості про те, що емітент є іпотекотримачем за відповідним іпотечним договором, внесені до відповідного державного реєстру в установленому законодавством порядку; 4) іпотечні активи, що не перебувають у заставі чи не обтяжені іншим чином для забезпечення виконання емітентом зобов'язань інших, ніж його зобов'язання за іпотечними облігаціями; 5) інші вимоги.

У проспекті емісії можуть встановлюватися додаткові вимоги до включення іпотечних активів до складу іпотечного покриття. На момент реєстрації випуску іпотечних облігацій відповідність розміру їх іпотечного покриття даним бухгалтерського обліку і фінансової звітності емітента та вимогам законодавства України підтверджується аудитором.

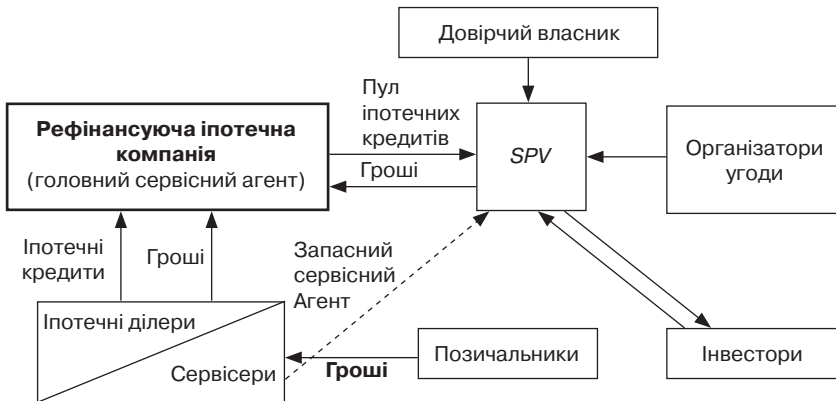
Умови випуску іпотечних облігацій та вимоги до їх іпотечного покриття визначаються Законом і проспектом емісії. Після розміщення іпотечних облігацій зміни до проспекту емісії можуть вноситися лише за згодою їх власників або управителя. Проспект емісії іпотечних облігацій, що пропонуються для відкритого продажу, підлягає

опублікуванню у повному обсязі в офіційному друкованому виданні Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку не менш як за 10 днів до початку відкритого (публічного) розміщення іпотечних облігацій. На момент реєстрації випуску іпотечних облігацій емітент зобов'язаний сформувавши іпотечне покриття, що відповідає вимогам, встановленим Законом.

Інший спосіб, так звана сек'юритизація, винайдений у США, але більш широко застосовується в Англії і Франції, а також був започаткований в Україні. Під сек'юритизацією мається на увазі трансформація активів балансу в ринкові цінні папери для продажу інвесторам. Сек'юритизація, перетворюючи боргові зобов'язання в майно, підвищує їх оборотність, розміщує їх в інфраструктуру фондового ринку. У цінні папери можуть бути переведені не всі типи активів, а тільки позички, які володіють стандартними характеристиками терміну погашення, розміру забезпечення. При організації компанії банкі — власники іпотечних заставних відкривають їй спеціальні накопичувальні рахунки, на які перераховують кошти, що надійшли, на сплату відсотків по кредиту й у погашення кредиту. Компанія виплачує з цих коштів доходи по випущених цінних паперах і викуповує їх після повернення кредиту.

**Проблеми створення дворівневої іпотечної системи кредитування в Україні.** На сьогодні одним із напрямів забезпечення надійності іпотечної системи кредитування — є закінчення створення дворівневої системи, де основною ланкою є Державна іпотечна установа (ДІУ). Державна іпотечна установа створена постановою Кабінету Міністрів України від 8 жовтня 2004 р. № 1330 з метою забезпечення розвитку системи іпотечного кредитування.

Але необхідно враховувати негативний досвід у побудові такої системи в США, так як українська система копіює її. Якщо проаналізувати американську систему сек'юритизації, то ми побачимо іпотечний банк (більшість з них в США — банкрути), який надає кредити. Сформувавши стандартний пул кредитів, банк передає їх спеціалізованій фінансовій установі (*special-purpose vehicle, SPV*), яка емітує іпотечні цінні папери (див. рис. 4.2). З передачею активів у розпорядження *SPV* одразу відбувається сек'юритизація активів. Це є примітивна операція, яка практично не потребує ніякого нормативного регулювання. Після того, як *SPV* отримала пул кредитів, її двері зачиняються. Тепер нічого не може попасти всередину даної установи, нічого нового не може нею бути емітованим. Інвестори і рейтингові



**Рис. 4.2. Схема роботи американської моделі сек'юритизації портфеля іпотечних кредитів (SPV)**

агентства можуть контролювати, що відбувається всередині конкретної SPV.

При цьому є одне “але”, із-за чого, в результаті фінансової кризи в США, дана схема перестала працювати. Це пов'язано з тим, що із-за специфіки існування SPV, формуються різні стандартизовані пули кредитів. У результаті – в США нараховується тисячі SPV (серед яких два, що належать українському “Приват Банку”, який сек'юритизував автомобільні й іпотечні кредити).

Велика кількість різноманітних іпотечних облігацій і стали основним чинником іпотечної кризи в США, так як іпотечні облігації надто активно використовувалися інвестиційними банками як забезпечення похідних цінних паперів. З підвищенням ставки ФРС США вартість кредитів почала зростати, і значна кількість SPV фактично стали банкрутами. Схема лопнула, і зараз вона несприйнятлива для більшості банків України.

На сьогодні питання впровадження сек'юритизації активів (за схемою SPV) в Україні залишається неоднозначним, навіть після того як на ринку було проведено кілька тотожних угод. Один із стримуючих основних чинників для більшості банків все ще залишається питання вартості самої трансакції, яка, включаючи витрати на підготовку і аналіз портфеля активів, роботу з юридичними консультантами, а також структурування самої угоди, може мати на увазі додаткові витрати, пов'язані з наданням і обслуговуванням можливих га-

рантій, наявність дисконтів при продажах. Існують й інші проблеми, з якими може стикнутися будь-який банк, що розглядає сек'юритизацію як потенційну можливість трансформації активів і залучення коштів. Вони можуть містити в собі як відсутність необхідної історичної інформації щодо портфеля активів, так і високий рівень дострокового погашення таких активів з боку позичальників. Будь-який банк може стикнутися також з проблемою аналізу і поділення наявних активів на групи, що мають неоднакові якісні показники для наступного перепродажу. Як вважають експерти банківської системи, питання, що пов'язані з повідомленням позичальників про проведення такої угоди, списанням активів з балансу, обслуговуванням платежів, контролем можливих валютних ризиків, примусового стягнення за сек'юритизованими кредитами, також залишаються відкритими.

Після компрометації американською іпотечною кризою схеми кредитів через *SPV*, українські банки вимушені були активно засвоювати альтернативні методи рефінансування іпотечних кредитів. Але на сьогодні в їх розпорядженні є всього дві схеми — випуск іпотечних облігацій під заставу пулу кредитів, а також отримання кредитів під заставні або продаж заставних (що означає продаж іпотечного портфеля) через *SPV*. Перша схема банками практично не використовувалася. Американська криза, хоча і не критично, але все ж таки зачепила схему випуску так званих покритих іпотечних облігацій. Справа в тому, що стандарти роботи іпотечного ринку встановлюють рейтингові агентства. Набір питань рейтингових агентств розроблялися для даної системи і зараз застосовуються в європейській системі. Якщо банк стає банкрутом, то за європейськими нормами його активи, які забезпечують іпотечні цінні папери, не потрапляють у ліквідаційну масу. Але пояснити це агентствам європейської банківської асоціації не могли, тому гроші інвесторів в іпотечні облігації не поспішали. Через це на перше місце за популярністю в банківській системі до кризи 2013–2014 рр. входили заставні, так як закони України “Про іпотеку” і “Про іпотечні облігації” надавали кредиторам можливість рефінансування за допомогою заставної. Водночас без уваги не залишалось і питання випуску гарантованих державою іпотечних облігацій.

Державною іпотечною установою (ДІУ) у 2008 р. зроблена перша в Україні емісія іпотечних облігацій серій “А”, “В”, “С”, “D”, “E”, “F”, “G”, які є звичайними іменними облігаціями з фіксованим процентом,

з додатковим забезпеченням у вигляді довгострокової державної гарантії, наданої КМУ в особі Міністерства фінансів України на виконання ст. 14 Закону України “Про Державний бюджет України на 2007 рік” в обсязі 1 млрд грн. Це є початком створення дворівневої системи іпотечного кредитування. Була передбачена емісія облігацій і подальших серій. Іпотечні облігації ДІУ є унікальним та єдиним у своєму роді на сьогоднішній день інструментом на фондовому ринку України. Загальна номінальна вартість випуску облігацій становила 200 млн грн, а номінальна вартість однієї облігації — 100 тис. грн. Строк обігу облігацій усіх серій — 3 роки. Проспектом емісії облігацій було передбачено повне дострокове погашення облігацій за бажанням інвестора через рік після першого перегляду відсоткової ставки та після кожного подальшого перегляду відсоткової ставки, що буде здійснюватися кожні півроку. Для облігацій ДІУ серій “M”, “N”, “O”, “P”, “Q”, “S”, “T”, “U”, “W”, “X”, “Y” встановлена єдина дохідність на рівні 9,4 % річних. Для облігацій ДІУ серій “M”, “N”, “O”, “P”, “Q”, “S”, “T”, “U” термін обігу — 5 років, для облігацій серій “W”, “X”, “Y” — 7 років.

Світова фінансова криза 2008 р. почалася з іпотечної кризи в США і охопила більшість розвинених країн. У США сотні тисяч власників житла (будинків, квартир та ін.) стали неплатоспроможними і ця нерухомість стала власністю банків та іпотечних установ, що, у свою чергу, спровокувало ланцюг банкрутств іпотечних банків та іпотечних установ.

Ця криза висвітлила вади американської моделі, елементи якої використовувалися в українській моделі, що також знайшло своє відображення в кризі на іпотечному ринку України, яка почалася у 2008 р. і продовжується до цих пір. Із самого початку запровадження системи іпотечного кредитування в Україні ставки за даними кредитами постійно підтримувалися на високому рівні (середні ставки були на рівні 20 %). Так звані іпотечні кредити надавалися більшою частиною українських банків, які весь час підтримували високі ставки у зв'язку з існуючим високим попитом на житло. Кредити видавалися в іноземній валюті і проблеми, які виникали у фінансовій системі (у банківській сфері і на валютному ринку), миттєво знаходили своє відображення на іпотечному ринку. Тобто, на сьогодні в Україні назріло питання перегляду існуючої моделі іпотечного кредитування і підвищення ролі держави в цій сфері. На нашу думку, реалії свідчать, що найбільш надійною моделлю іпотечного кредитування є німецька модель, яка прийнята більшістю країн Європи.

### **4.3. Ощадно-депозитні послуги, як механізм забезпечення банківських установ фінансовими ресурсами**

Вклади фізичних осіб — це основа, за рахунок якої банки розвиваються, отримуючи прибутки від їх використання у своїй діяльності. Вклади забезпечують ресурсами банки для кредитування юридичних і фізичних осіб.

Вартість і сума депозитів, які може запропонувати банк населенню, в значному ступеню залежать від схем ціноутворення і конкурентоспроможності великої кількості банків і небанківських інститутів, які надають такі самі послуги. У цій сфері спостерігаються все нові і нові пропозиції.

#### **Види депозитних рахунків, які пропонуються банками**

Кількість і діапазон послуг, які пропонують банки з ведення депозитів, на сьогодні дуже значна. Найбільш розповсюдженими видами депозитів є: строкові депозити і депозити до запитання; депозити, які приносять дохід і не приносять дохід; транзакційні і нетранзакційні депозити; ощадні депозити. Існує і така категорія депозитів — *вклади інших банків*. До них відносяться кореспондентські рахунки, що надають кошти, які банки тримають на рахунках один у одного для сплати кореспондентських послуг. Комерційні банки можуть також зберігати вклади уряду.

**Ощадні або строкові депозити.** *Ощадні або строкові* — це рахунки, що передбачають для залучення кошти клієнтів, які бажають зберігати грошові кошти в очікуванні майбутніх витрат або виникнення необхідності у фінансових ресурсах. На такі депозити банки встановлюють більші відсотки, ніж за іншими рахунками (до запитання і транзакційними). Незважаючи на те, що ставка за ощадними депозитами вища, обслуговування і управління строковими депозитами для банку в цілому дешевше. Банки протягом десятиріч пропонували тільки один основний вид транзакційних депозитів — звичайний поточний рахунок, що використовувався для накопичення заощаджень. *Депозити із заощаджувальними книжками* відкриваються для фізичних осіб і домашніх господарств, починаючи з невеликої суми. Деякі банки поповнюють *ощадні депозити з виписками* щодо стану рахунка у вигляді комп'ютерної роздруківки. Клієнт може щомісяця отримувати роздруківку, яка показує суму наявного

вкладу, зняття з рахунка грошей, відсотковий дохід і залишок на рахунку.

З появою зв'язку у банків з'явилися можливості повідомляти таку інформацію по мобільному телефону або через комп'ютерну електронну пошту. З'явилися строкові депозитні рахунки з періодичним переглядом відсоткової ставки. Строкові депозити можуть бути різних видів: від депозитних сертифікатів, що знаходяться в обороті, до депозитів певної організації. Широке розповсюдження отримали ощадні депозити із плинною відсотковою ставкою і пенсійні ощадні рахунки.

**Транзакційні (платіжні) депозити.** Це найстаріший вид послуг з ведення депозитів банку і полягає в платежах від імені клієнтів банку. Обслуговуючи транзакційні депозити або депозити до запитання, банк зобов'язаний здійснити негайно будь-яке зняття коштів, яке зробив особисто клієнт або третя особа за дорученням клієнта. Транзакційні депозити містять звичайні безвідсоткові депозити до запитання, які не приносять клієнту відсоткових доходів, але полегшують для нього здійснення платежів і розрахунків, забезпечують зберігання коштів і фіксують будь-які операції з чеками.

**Безвідсоткові вклади до запитання.** Дані вклади відносяться до найбільш непостійних і найменш передбачених джерел коштів банку, з найменшими потенційними строками, так як кошти з них можуть зніматися без попереднього повідомлення. Більша частина таких депозитів відкривається комерційними фірмами, але багато клієнтів переводять свої кошти в інші чекові депозити, які приносять дохід у вигляді відсотка.

**Вклади до запитання, які передбачають виплату відсотків.** Це є гібрид чекового і ощадного депозиту, так званий НАУ-рахунок, або платіжне доручення щодо переказу грошових коштів з ощадного рахунка клієнта в банку. НАУ-рахунок — це ощадний депозит, який забезпечує відсотковий дохід; за ним банк має право вимагати попереднє повідомлення щодо зняття клієнтом коштів з рахунка. Так як вимога щодо повідомлення виконується рідко, НАУ-рахунок просто використовується як чековий рахунок для сплати покупок і послуг. Дані рахунки у подальшому були модифіковані. У результаті з'явилися депозитні рахунки грошового ринку (*MMDAs*) і суперрахунки НАУ (*SNOWs*), що пропонують плинні відсоткові ставки на грошовому ринку, але які приймають підписні чеки або за розпорядженням клієнта, який переказує грошові кошти для оплати товарів і



послуг. *SNOWs* є короткотермінованими депозитами, що можуть відкриватися тільки на кілька днів, тижнів, місяців, і банк може сплачувати будь-яку відсоткову ставку, достатньо конкурентну, щоб залучити і тримати вклади клієнтів.

#### **4.4. Трастові банківські послуги**

Під трастовими послугами будемо розуміти довірче управління активами юридичних та фізичних осіб. У зарубіжній практиці під трастовими операціями мають на увазі операції банків або інших фінансових інститутів з управління майном і виконання інших послуг за дорученням і в інтересах клієнтів на правах його довіреної особи. Трастова справа виникла і розвивалася в США на основі ряду специфічних інститутів, які існували в громадянському праві англосаксонських країн. Операції за довіреністю можуть здійснювати будь-які індивіди, організації і корпорації, у тому числі трастові відділи комерційних банків. У сучасних умовах навіть тоді, коли довіреною особою є юридична компанія або індивідуальна особа, фактичні трастові операції здійснює банк, який діє як агент.

Здійснюючи трастові операції, комерційні банки у специфічній формі виконують функції накопичення грошового капіталу в їх мобілізації у виробництво. Такі операції дають можливість приховувати зрощування банківського капіталу з нефінансовим капіталом, так як банки вкладають довірені їм капітали в акції і облігації великих компаній і корпорацій. Трастові операції (через придбання цінних паперів) дають можливість банкам встановити контроль над даними компаніями і корпораціями. Але володіння акціями однієї компанії через траст пов'язано не тільки з можливістю контролю, а й з великим ризиком для банку. На сьогодні трастові операції банківськими установами широко використовуються у всьому світі. Але вони вимагають соціальної відповідальності і тому в розвинених країнах вони знаходяться під контролем держави — законодавча і виконавча влада регулює і контролює дану діяльність, тому що ці операції, на жаль, широко використовуються для відмивання брудних грошей і приховування капіталів від податків.

Більшість банків пропонує своїм клієнтам попередньо укласти трастовий договір, який визначає основні положення їх майбутнього співробітництва. Відповідно з даним договором ділові стосунки між

сторонами ґрунтуються на взаємній довірі. При цьому банк офіційно надає своїм клієнтам послуги з виконання їх вказівок і засвідчує клієнтів у тому, що вони можуть покластися на компетентність банківських працівників і їх високий професіоналізм. Усі права представництва, розпорядження грошовими коштами, цінними паперами й іншими цінностями чинні до тих пір, поки від клієнта не надійде спеціальна письмова вказівка щодо їх відміни або призупинення. Усі трастові операції за своєю суттю банківські, але між банками (трастовими відділами) і трастовими компаніями існують деякі відмінності у спеціалізації на ринку трастових послуг. Так, до послуг траст-відділу банку, зазвичай, відносяться: зберігання цінних паперів; ведення щомісячних бухгалтерських записів клієнта; отримання платежів від імені клієнта за дорученням, включаючи проценти, дивіденди, роялті, паушальні платежі, орендні та інші платежі; купівля і продаж цінних паперів за рахунок і від імені клієнта, здійснення розрахунків з продавцями і покупцями.

Надання консультативних послуг: а) для юридичних осіб: вибір оптимального інвестиційного портфеля (портфеля цінних паперів); податкове планування; придбання нерухомості й інших матеріальних цінностей; б) для фізичних осіб: переведення грошових коштів та інших активів родичам і особам з правом спадщини в країні і за кордоном; планування оптимального розподілу сімейних доходів; прийняття цільових вкладів громадян і організацій на купівлю нерухомості й автомобілів; створення пенсійних фондів організацій і фондів об'єднань (асоціацій) громадян (приватних пенсійних фондів, внески, що гарантуються акціями фонду) з управління майном і виконання інших послуг за дорученням і в інтересах клієнтів на правах його довіреної особи.

Трастові компанії, як правило, не надають такі суто банківські послуги, як цільові вклади. Окрім перелічених послуг трастові компанії пропонують такі: реєстрацію приватних фірм (компаній) за кордоном; прийняття в управління нерухомість та інше майно в країні і за кордоном; інвестування коштів клієнта в операції з високою нормою прибутку при взаємному розподілі ризику неотримання прибутку.

**Види трастів.** На сьогодні в світі існує велика кількість трастів з управління будь-якими активами. Так, основними видами трастів на нерухомість є: *акціонерні трасти*, які утворюються в результаті об'єднання високодохідного майна і випуску під нього акцій; *заставні трасти*, які утворюються як і акціонерні, але отримують дохід за

рахунок здійснення операцій з купівлі і продажу заставних і нерухо- мості; *комбіновані трасти*, які є найбільш стійким видом трастових відношень, оскільки кошти інвестуються як у нерухомість, так і в по- зики під заставу. Зазвичай, такі трасти припускають встановлення міні- мальної межі майна, яке вноситься його учасниками.

Широко застосовуються трастові відділи як уповноважені з лікві- дації майна підприємства-банкрута. Трастові фірми можуть виступа- ти гарантом з операцій із зберігання і передачі цінностей від одного контрагента до іншого. Крім того, значний обсяг приходиться на операції з управління майном, що отримане у спадщину. Також від- носно широке розповсюдження набули трастові операції з управлін- ня активами. До них віднесено коротко- і середньострокове (до 6 місяців) кредитування будівництва житла, а також кредитування торгівлі. На прикладі західних банків в Україні отримали розповсю- дження такі трастові послуги, як зберігання цінностей у сейфах, депозитне обслуговування цінних паперів (від реєстрації, клірингових операцій, розрахунків за угодами до виплати дивідендів); проведення зборів акціонерів, надання фінансових консультацій, дослідження ринків та ін. Але, на жаль, для даних операцій в Україні не має доско- налого і сучасного законодавчого забезпечення. Крім зазначеного трасти можна поділити на два основні види: **бенефіціарний траст** — це траст, в якому явним чином вказані бенефіціари або обмежений клас бенефіціарів; **цільовий траст** — це траст, який створюється для досягнення деякої мети. Ним може бути два підвиди: *благодійний* і *не благодійний (приватний)*. Для цілей захисту активів більше викорис- товується другий різновид.

**Бенефіціарний траст.** Насамперед, траст — це людські відноси- ни. Вони можуть бути виражені як в письмовій, так і в усній формі. Офшорні трасти для захисту активів, як правило, мають письмову форму. Виникнення та існування трасту — це два послідовних етапи, на яких виникають відносини між трьома сторонами. Це: **засновник (Settlor); довірчий власник (Trustee); бенефіціар (Beneficiary)**. Траст виникає з того моменту, коли засновник передає активи, що йому належать, іншій особі — довірчому власнику. Довірчий власник зобов'язується управляти даними активами або на користь третьої особи — бенефіціара, або для досягнення визначеної мети (в цільово- му трасті). При виникненні трасту відбувається розщеплення влас- ності. Легальне право власності передається довірчому власнику, а право отримувати дохід, так званий бенефіціарний інтерес, переда-

ється бенефіціару. Засновник може призначити в якості бенефіціара й самого себе. Він також може стати довірчим власником. Зазначимо, що після виникнення трасту засновник більше не є однією із сторін і участь у функціонуванні трасту не бере. Траст не є юридичною особою і для його існування реєстрація не обов'язкова. Відповідно до трастових умов угоди бенефіціар має право отримувати від активів трасту дохід, а також при виконанні деяких умов частково або повністю самі активи. Бенефіціар має право у судовому порядку вимагати від довірчого власника належне виконання умов трасту. Додатково в трастовій угоді може бути вказаний **Протектор**. Спочатку ця посада з'явилася в офшорах, але потім вона перейшла до традиційних трастових юрисдикцій. Протектор має право обмежити деякі дії довірчого власника і замінити одного довірчого власника іншим.

**Дискреційний траст.** Високий рівень захисту активів дають так звані дискреційні трасти. Це трасти, в офіційних документах яких бенефіціари визначені не поіменно, а як деякий клас осіб і довірчі власники мають необмежене право призначати з цього класу будь-яких конкретних осіб і розподіляти між ними активи трасту в будь-яких пропорціях. У такому трасті пред'явити претензії бенефіціарам неможливо, так як вони чітко не визначені.

**Цільовий траст.** Право справедливості вимагає, щоб у трасту був ідентифікований бенефіціар або деякий обмежений клас бенефіціарів. Визначеність бенефіціару — одна з трьох визначеностей, обов'язкова для існування трасту. Але в процесі історичного розвитку інституту трасту буває, що іноді засновник має бажання заповісти свої засоби (кошти) або їх частину на розвиток мистецтва, підтримку історичних пам'яток та інші цілі, тобто створюється благодійний траст.

Офшорні юрисдикції почали розвивати цільові трасти в іншому напрямі — як інструмент захисту активів. Офшорним називають траст, на виникнення і функціонування якого впливають законодавчі системи декількох юрисдикцій. Наприклад, Засновник (резидент юрисдикції А) створює траст, який регулюється законодавством юрисдикції Б. Траст, який регулюється законодавством юрисдикції А, володіє власністю на території юрисдикції Б. Траст, який регулюється законодавством юрисдикції А, має бенефіціарів, які мешкають на території юрисдикції Б.

Основні функції офшорних трастів — це мінімізація податків; захист активів; передача активів за спадщиною. У свою чергу траст для захисту активів має певні особливості, зазвичай, такий траст створю-

ється в юрисдикції, де прийняте спеціальне законодавство щодо трастів для захисту активів. Головна задача таких трастів — обслуговувати потреби нерезидентів; передбачено інститут Протекторів. Нерідко засновник призначає протектором себе. Така схема також має вади, тому з'явилися тенденції призначати на цю посаду довірених професійних консультантів; дуже часто дані трасти мають форму дискреційного трасту. Тобто бенефіціари в трастовому договорі визначені як деякий загальний клас осіб. Дискреційні трасти дають змогу захистити бенефіціара від спроб судів вмістити їм у власність частку активів трасту, яка їм належить відповідно до трастового договору; в документах трасту, зазвичай, присутні спеціальні застереження, які забороняють довірчим власникам розподіляти активи бенефіціарам, які знаходяться під тиском або їх кредиторам; пряма заборона на відчуження права бенефіціара на частку в активах трасту. Наприклад, у трастовому договорі може прямо вказуватися, що кредитори бенефіціара не можуть претендувати на його частку в активах трасту для покриття його боргу.

За характером розпорядження власністю, яка довіряється в управлінні, трасти поділяються на **активні** і **пасивні**. Власність, яка знаходиться в *активному трасті*, може продаватися, віддаватися в борг, заставлятися, тобто змінювати форму без додаткової згоди довірителя. Такі активні операції більш характерні для банків. *Пасивні трасти* являють собою послуги з управління визначеним майном, яке не може бути продане або заставлено довіреною особою. Такі операції взагалі здійснюються трастовими фірмами, що спеціалізуються з управління яким-то видом власності клієнта. У практиці траст-відділень банків відповідно зі специфікою трастові послуги поділяються на дві великі групи: 1) довірчі операції для фізичних осіб; 2) довірчі операції для юридичних осіб.

Окрім того виокремлюють трастові операції траст-відділень банків для добродійних фондів, компаній та інших організацій.

### **Трастові послуги фізичним особам**

Однією з функцій банку в сфері трастових операцій є управління персональними трастами, тобто надання трастових послуг фізичним особам. Такі операції виникають як угода між довірцем і довіреною особою і, в основному, пов'язані з передачею майна в управління довірчій особі, яка у подальшому володіє і розпоряджається майном в інтересах довірителя.

До таких трастових послуг відносяться: розпорядження спадщиною; управління власністю на довірчій основі; виконання ролі опікуна і/або зберігача майна; виконання агентських посередницьких функцій.

*Розпорядження майном.* За законом відповідної країни розподіл майна після смерті заповідника, якщо мова не йде щодо незначних грошових і майнових активах, повинен здійснювати спеціально уповноважений на це виконавець. У деяких випадках виконавець визначений у заповіті (іноді ним названо траст-відділ відповідного банку). Якщо виконавця у заповіті не вказано, то його призначає суд, а призначений судом виконавець часто надає перевагу зверненню до послуг банку. Основні зобов'язання виконавця заповіту (траст-відділу банку) полягає в наступному: він зобов'язаний отримати рішення суду, якщо це необхідно; зібрати і забезпечити безпеку активам спадщини; сплатити адміністративні витрати і розрахуватися з боргами; поділити майно, яке залишилося, відповідно до закону і волі заповідника між спадкоємцями і надавати їм інші послуги.

*Управління персональними трастами.* Однією з найбільш важливих функцій, які виконують траст-відділи комерційних банків, є управління персональними трастами. У цьому банк виступає в якості довіреної особи, яка розпоряджається і володіє майном в інтересах довірителя або бенефіціара. Трасти можуть бути *заповітними* (в даному випадку банк бере на себе зобов'язання і після смерті довірителя розпоряджатися його майном і розподіляти дохід з нього між призначеними бенефіціарами) і *прижиттєвими*, а також може бути укладений *страховий траст*.

*Прижиттєвий траст* означає, що довіритель уклав угоду з траст-відділом банку і передав йому визначено майно, яким банк може оперувати — зберігати, інвестувати, розпоряджатися доходами і основною сумою відповідно до договору про траст. У деяких випадках сам довіритель зберігає визначений контроль над трастом і може анулювати угоду або змінити її умови. Але при укладенні угоди щодо прижиттєвого трасту довіритель повністю і безповоротно втрачає права контролю над переданим в управління майном (активами).

*Страховий траст* виникає у випадку, якщо яка-небудь особа призначає траст-відділ банку довіреною особою за страховим полісом і доручає йому сплатити страхову суму після його смерті одному спадкоємцю.

*Виконання ролі опікуна і/або зберігача майна.* Іншим важливим напрямом діяльності банків з обслуговування довірчих інтересів клієнтів є опікунство та забезпечення збереження майна. Дані операції банків розповсюджуються в основному на неповнолітніх, які вважаються неправоздатними в області управління і володіння майном.

*Виконання агентських функцій.* Траст-відділи комерційних банків можуть виконувати для фізичних осіб і окремі агентські функції, пов'язані із зберіганням активів, управлінням власністю і юридичним обслуговуванням. Дані операції відмінні від повного трасту головним чином тим, що при виконанні функцій агента право власності, в основному, зберігається за її власником. Останній, який зветься **принципалом**, доручає агенту (траст-відділу банку) діяти від його імені. Представництво здійснюється на договірних засадах і вимагає укладення агентської угоди. Одним з різновидів агентських угод між траст-відділом банку і його клієнтом є договір щодо зберігання активів. За такою угодою траст-відділ приймає на себе відповідальність за зберігання і управління визначеними активами (як правило, в цінних паперах). При цьому траст-відділ зобов'язаний отримувати доходи за ними і повідомляти клієнта щодо їх надходження, погашати облігації по закінченню терміну, купувати і продавати цінні папери.

Головне завдання траст-відділу — зберігати і збільшувати капітал, який йому довірений. У розширеному вигляді договір щодо зберігання активів може містити в собі і повні представницькі функції, коли траст-відділ банку здійснює всі види інвестиційних або комерційних операцій з капіталом довірителя, тобто повністю розпоряджається інвестиційним портфелем свого клієнта. Для ведення агентських операцій в банку призначається повірена особа, тобто агент, який поєднує в собі юридичні функції зі зберігання майна і управління ним. Такі відношення виникають тоді, коли на траст-відділ оформлюється довіреність. Зазвичай банки віддають перевагу отримувати спеціальні, а не загальні права. Це дає змогу їм виписувати чеки, здійснювати індосацію векселя, отримувати позики.

### **Трастові послуги юридичним особам**

Трастові послуги для юридичних осіб різноманітні і можуть включати: управління пенсійними фондами корпорацій (корпоративними пенсійними фондами); участь у прибутках; випуск облігацій; тимчасове управління справами компанії у випадку її реорганізації або банкрутства; виконання платіжних функцій (погашення облігацій, ви-

плата дивідендів акціонерам компанії). Для надання цих послуг юридичним особам банки створюють такі трасти: корпоративний траст; траст найманих працівників; інституційний траст; комунальний траст.

*Корпоративний траст* — організовується у формі майна, яке заставляється в банку для забезпечення випуску облігацій.

*Траст найманих працівників* має форму або пенсійного фонду, або участі в прибутках. У першому випадку керівництво компанії вносить грошові кошти у фонд, який управляється банком, для купівлі анuitетів або виплат робітникам при досягненні ними пенсійного віку. Якщо робітники вносять гроші до фонду, тоді його називають *пенсійним трастом з участю*. Вищі навчальні заклади можуть створювати *інституційний траст* і передавати його банку на довірче управління. Крім того, група осіб, яка мешкає у визначеній місцевості, має право створювати в банку *траст на користь місцевої (сільської, міської) спільноти (комунальний траст)*. Дані трасти створюються для таких цілей, як: заохочення наукових досліджень, допомога вченим і благодійним закладам, допомога хворим, людям похилого віку, поліпшення умов праці та ін.

Трастові відділи банків не обмежуються тільки сферою приватних корпорацій; вони управляють також державними фондами на самих різних умовах — від органу місцевого самоврядування до міста і області. У деяких випадках трастові операції комерційних банків можуть поєднувати функції з випуску облігацій корпорацій. Іноді банк випускає так звані *траст-сертифікати* — це зобов'язання, забезпечені різним обладнанням. Тоді право власності на обладнання може передаватися траст-відділу. Крім того, для юридичних осіб траст-відділи банків виконують різноманітні посередницькі функції. Вони виступають в якості агента з передачі права власності на акції корпорацій та ін.

### **Послуги, які пропонуються клієнтам у комплексі довірчих операцій**

Більшість комерційних банків країн у комплексі послуг довірчого характеру пропонують і ряд супутніх послуг, найбільш вагомими з яких є кредитування клієнтів з метою проведення тих чи інших інвестиційних операцій у випадку нестачі коштів на клієнтському рахунку в даний момент. Надання кредиту може бути пов'язано з нестачею коштів на рахунку клієнта для придбання акцій компаній, курс яких



стабільно зростає, що може принести значний прибуток у майбутньому. Після поради з клієнтом співробітник відділу довірчих операцій звертається із заявою до кредитного відділу банку. У цій заяві міститься детальна інформація щодо рахунка клієнта, у тому числі про портфель цінних паперів на рахунку клієнта, терміну кредиту, даті погашення, формі кредиту та ін. Працівник відділу довірчих операцій несе відповідальність за прийняття рішення щодо необхідності кредитування клієнта. Після прийняття рішення щодо видачі кредиту зобов'язаність підтвердження або відмови в ньому, а також відповідальність за технічне виконання переходить до працівників кредитного відділу. Таким чином, при кредитуванні клієнтів відділу довірчих операцій відбувається зарахування на рахунок клієнта додаткових грошових коштів, за допомогою яких здійснюється придбання цінних паперів, іноземної валюти, дорогоцінних металів та ін. Особливістю цього виду кредитування полягає в тому, що сума кредиту не покидає межі банку, на відміну від звичайного кредиту.

Іншим напрямом діяльності відділів довірчих операцій комерційних банків є акумуляція коштів клієнтів, які не можуть собі дозволити зарахування суми на рахунок для проведення управління інвестиційним портфелем у зв'язку з високим рівнем мінімального кредиту. Кількість таких клієнтів буває значна, і щоб їх не втрачати банки створюють інвестиційні компанії (або інвестиційні фонди) відповідно до законодавства країни її місцезнаходження. Як правило, банки створюють інвестиційні фонди акцій та інвестиційні фонди облігацій у вигляді єдиної інвестиційної компанії (змішані інвестиційні фонди).

#### **4.5. Лізингові послуги банків**

Відповідно до Закону України “Про банки і банківську діяльність” (п. 9 ст. 3) банки мають право придбавати за власні кошти засоби виробництва (автомобілі та інші транспортні засоби, літаки, устаткування, обчислювальну техніку тощо) для передачі їх своїм клієнтам у лізинг (оренду). Така форма фінансово-кредитних відносин називається лізингом і в банківській практиці набула широкого розповсюдження. Лізингові послуги надає або лізинговий підрозділ банку, або дочірня лізингова компанія. На прохання клієнта банк придбає певні активи і приймає на себе зобов'язання власника, включаючи відповідальність за збереження майна, внесення страхових платежів, оплату

майнових податків. Лізингоодержувач, на прохання якого були придбані дані активи, підписує з банком строковий договір оренди (лізингу), в якому визначаються, поруч з іншими умовами, розмір лізингових платежів і періодичність їх внеску, можливість продажу лізингоодержувачу устаткування та іншого лізингового майна після закінчення строку договору (фінансовий лізинг). Лізинг — це різновид довгострокового кредиту, який надається клієнту в натуральній формі і погашається лізингоодержувачем у розстрочку. Банки можуть організовувати отримання довгострокової позики для купівлі необхідного лізингового майна і через кілька кредиторів до 80 % вартості наданих у лізинг активів. За організацію позики банки стягують з лізингоодержувача комісійну винагороду.

Детальніше лізингові послуги буде розглянуто у розд. 10.

#### **4.6. Факторингові банківські послуги**

Нетрадиційною банківською операцією є *факторинг*, який являє собою купівлю банком у клієнта (експортера-продавця) термінових вимог платежу до покупця (імпортера), пов'язаних з постачанням товарів або надання послуг, інших договорів. В основному, факторинг застосовується у зв'язку з підвищеними ризиками при здійсненні зовнішньоекономічної торгівлі для управління дебіторською заборгованістю. Більш детально питання застосування факторингу буде розглянуто у розд. “Послуги з фінансування зовнішньої торгівлі”.

Факторинг-уступка права вимоги (цесія) оформляється договором між банком і клієнтом відповідно до ст. 197 ЦК України. У договорі факторингу банк зобов'язується не тільки стягувати борги, а й визначає свої функції з обслуговування боргу, передбачає фінансовий аналіз кредитоспроможності боржників, інкасування заборгованості, залікові операції, приймання на себе ризиків несплати боржником та інші функції. Клієнт (продавець-експортер), який продав дебіторську заборгованість, отримує швидко від банку живі гроші (готівку, переказ, оплату чека та ін.) в обсязі 70–90 % (у середньому 80 %) суми боргу за вимогами. Після погашення боргу банк повертає стягнену суму експортеру — своєму клієнту, стягуючи при цьому відповідну плату, що складається з двох частин: комісійної винагороди і плати за короткострокове кредитування.

#### 4.7. Форфейтингові банківські послуги

Деякі автори вважають форфейтинг різновидом факторингу. Проте таке порівняння буде не коректним, так як форфейтинг має суттєві відмінності від факторингу. Даний метод отримав свій розвиток у 60-х роках ХХ ст. у зв'язку з розвитком торговельних операцій між західними експортерами (ФРН, Італії і Швейцарії) і країнами Східної Європи.

**Форфейтинг** означає, що придбання торговельних зобов'язань призначається на якусь дату, але без права обороту (регресу) до будь-якого попереднього власника. Під регресом розуміється зворотна вимога до тримача векселів. В Інтернеті дається таке визначення форфейтингу. *Форфейтинг* — форма кредитування зовнішньоекономічних операцій шляхом купівлі комерційним банком векселів, акцептованих імпортером. Він передбачає перехід усіх ризиків до покупця форфейтингованих векселів (банку), тому банк вимагає гарантій країни-імпортера. Перевагою форфейтингу є тверда ставка кредитування та простота оформлення переуступлення векселя. Застосовуються як прості, так і переказні векселі. Але використовуються в даних операціях і акредитиви. Детальніше послуги форфейтингу розглянуто у розд. 7.

#### 4.8. Інші банківські послуги і тенденції їх розвитку

**Послуги торговельних банків.** На сьогодні провідні світові банки завдяки надання інвестиційних послуг (окрім перелічених послуг) стали справжніми торговельними банками. Андеррайтинг цінних паперів — це тільки одна з багатьох послуг, які торговельні банки надають компаніям і урядам, які є їх основними клієнтами. Торговельні банки пропонують всі споживчі і комерційні послуги, що може надати звичайний банк, включаючи кредитні й інвестиційні операції та фінансові консультації для задоволення потреб своїх клієнтів. Основні відмінності між торговельними і звичайними банками полягають у *строках надання ними кредитів*.

Торговельні банки надають, головним чином, *довгострокові кредити*. Вони напоготові задовольняти потреби компаній як в короткостроковому товарному фінансуванні, так і в довгострокових фінансових коштах для розширення виробництва, закупівлі машин і облад-

нання, а також створення нових комерційних підприємств (див. проектне фінансування). Значна частина коштів, яка використовується в таких угодах, береться з власного акціонерного капіталу комерційного банку. Такий банк не просто є кредитором, а й має власний інтерес у багатьох проєктах, які він фінансує. Таким чином, банк виконує *сертифікаційну роль*, повідомляючи іншим інвесторам, що даний проєкт заслуговує уваги і підтримки, так як сам банк погоджується перейти на себе частину ризиків. Окрім даної відмінності торговельні банки надають велику кількість й інших послуг. Вони є універсальними банками.

**Послуги з управління грошовою готівкою.** Традиційними банківськими послугами, як зазначалося раніше, є здійснення платежів і розрахунків на користь клієнтів. Це означає збирання і накопичення платежів, розподіл валютних коштів грошової маси, а також здійснення переказів і зарахування платежів. Але при підвищенні відсоткових ставок за кредитами і дії інфляції клієнти почали вимагати від банків, щоб вони не тільки здійснювали розподіл грошових коштів, а й інвестували вільні від обороту грошові засоби. Тобто появився пакет банківських операцій під назвою *“послуги з управління грошовою готівкою”*, які ще відносяться до класу трастових послуг. Послуги з управління грошовою готівкою, які на сьогодні надаються більшістю сучасних банків, містять постійне управління грошовими платежами і надходженнями на рахунки клієнтів. Вони гарантують збереження для банку необхідного грошового і депозитного балансу і вимагають використовувати дані грошові кошти з найбільшою ефективністю.

Операції з управління грошовою готівкою, які здійснюють сучасні банки, полягають у наступному: 1) прискорене збирання платежів з боржників клієнта (див. “факторинг і управління дебіторською заборгованістю”) і накопичення його вкладів там, де вони можуть бути використані з найбільшою ефективністю; 2) розподіл коштів, які надходять від боржників клієнта-банку таким чином, щоб максимально використовувати переваги часового розриву, запобігаючи при цьому штрафних санкцій за прострочку платежів (див. “податковий менеджмент” і “фінансовий менеджмент з управління грошовими коштами”); 3) інвестування будь-яких тимчасово виникаючих грошових надлишків в активи та інструменти, які дають надійний оптимальний прибуток за низьким рівнем ризику; 4) отримання позики з найдешевших грошових джерел для покриття дефіциту грошових коштів, який ви-

никає тимчасово у клієнта; 5) ведення облікової документації за всіма фінансовими операціями, які проходять по банківським депозитам, а також управління взаємовідношеннями клієнтів з іншими банками для забезпечення того, щоб усі засоби клієнта належним чином були прокредитовані. 6) прогнозування майбутніх грошових надлишків і дефіцитів клієнтів у грошових коштах і планування їх використання з найбільшим зиском.

Для здійснення таких операцій за великими сумами накопичення більшість банків утворюють синдикати (консорціуми).

У банківській практиці використовуються два основних види накопичення — *роздрібні* і *оптові*. Роздрібні накопичення управляють платежами приватних осіб комерційних фірм. Оптові накопичення обробляють платежі, які здійснюються між фірмами.

**Дисконтні брокерські послуги.** Сучасні банки допомагають своїм клієнтам купувати на фінансових ринках цінні папери. Тобто вони приймають замовлення клієнта на придбання вибраних акцій і облігацій, і потім через дилерів знаходять найбільш вигідне для них розміщення. Як тільки вибрані папери будуть куплені, банк гарантує їх надійне зберігання до моменту реалізації або погашення (див. “депозитарні послуги”). Такий вид банківських операцій називається “*дисконтними брокерськими послугами*” і має для банків такі переваги: приносить для банку додатковий дохід у вигляді комісії; допомагає компенсувати збитки за депозитами; залучає нових клієнтів, які зацікавлені в придбанні цінних паперів.

**Страхові послуги.** Велика кількість банків здійснює відповідну страхову політику в інтересах і за замовленням своїх клієнтів. Таке страхування називається “*страхуванням кредиту*” і являє собою політику, яка гарантує сплату позички, якщо боржник вмирає, не сплативши її, або з інших причин. Страхування кредитів — це особлива форма страхування фінансових ризиків, які пов’язані з кредитними функціями банку. Одним із можливих варіантів здійснення страхової політики банку може бути надання банками страховим агентам в оренду місць для банківських операцій, що створює для клієнта зручності “*одночасної купівлі*” крім інших банківських послуг, ще і страхові послуги.

**Послуги за операціями з нерухомістю.** Ці послуги пов’язані з іпотечним кредитуванням під заставу нерухомості з використанням заставних (див. “послуги з іпотечного фінансування”). Проте велика кількість банків віддають перевагу здійсненню брокерських послуг за

операціями з нерухомістю для своїх клієнтів, продаючи житлові або комерційні будови, фінансуючи цей продаж.

**Надання прав участі у взаємних фондах.** Одним із напрямів інвестиційних банківських послуг є участь банків у взаємних фондах: пулах акцій, облігацій та інших цінних паперів, доходи від яких надходять їх власникам. Окрім даних послуг деякі банки пропонують клієнтам інвестування в *партнерства з обмеженою відповідальністю*.

**Фінансові консультації.** Майже всі банки світу надають своїм клієнтам фінансові консультації, які охоплюють широку сферу різноманітних фінансових послуг, таких як: консультації з хеджування фінансових ризиків; здійснення платежів і розрахунків за зовнішньоекономічними угодами залежно від валютного курсу та ін.

Детальніше з банківськими операціями і послугами можна ознайомитися у спеціальних виданнях з банківської діяльності.

### **Питання для самоконтролю**

1. Що таке банк? Які функції він виконує?
2. Які послуги надають сучасні банки?
3. Які види традиційних послуг надають банки?
4. Які види відносно нових послуг надають сучасні банки?
5. Що таке банківська фінансова послуга?
6. Що таке банківська операція?
7. Які відмінності між банківською послугою і банківською операцією?
8. Які види банківського кредитування ви знаєте?
9. Які інструменти використовуються для надання банківських послуг?
10. Як розрізняються види кредитування за ризиками, які переймають на себе кредитор або позичальники?
11. Що розуміється під консорціальним (синдикативним) кредитуванням і його основні характеристики?
12. Що розуміється під роловерним кредитуванням? З чим пов'язана необхідність систематичного перегляду кредитної ставки?
13. Що розуміється під іпотечним фінансуванням?
14. Що таке споживче кредитування і його напрями?
15. Які основні засади банківського кредитування?
16. Які питання обговорюються між банком і позичальником при його зверненні за кредитом?

17. Що розуміється під кредитною політикою банку? Розробіть для себе модель розробки кредитної політики банку. Як ви її собі уявляєте?
18. Що таке кредитний портфель банку? Які показники характеризують структуру кредитного портфеля? Що таке “збалансований” кредитний портфель?
19. Як визначається вартість запозичення? У чому вона вимірюється?
20. Що таке середньозважена кредитна ставка? Як і для чого вона розраховується?
21. Як встановлюється структура відсоткової ставки за кредит і з чого вона складається?
22. Які способи використовують банки при встановленні розміру відсоткової ставки?
23. Що таке амортизація боргу і як вона здійснюється? Як розраховуються суми амортизації боргу?
24. Які види трастових послуг надають банки фізичним особам?
25. Які види трастових послуг надають банки юридичним особам?
26. Які види трастів ви знаєте і їх основні характеристики?
27. Що таке факторинг і для чого він використовується?
28. Що таке форфейтинг і для чого він використовується?
29. Для чого здійснюється надання послуг із страхування кредитів?

## Контрольні завдання

### Завдання 1

У вашому розпорядженні є такі дані (див. таблицю), що взяті з фінансової звітності компаній “ХХХ” і “УУУ” за 2006 р. (усі цифри, за винятком кількості акцій, вказані у млн гр. од.). Порівняйте ефективність діяльності цих двох компаній, використовуючи фінансові коефіцієнти, які ми обговорювали. Яка компанія має кращий фінансовий стан? Якій компанії можна віддати перевагу при прийнятті рішення щодо кредитування?

Показник	Фірма “ХХХ”	Фірма “УУУ”
1	2	3
Чистий прибуток	153,7	239,0
Коефіцієнт виплати дивідендів	40,0 %	20,0 %

## Закінчення таблиці

1	2	3
Прибуток до виплати відсотків і податків (ЕВІТ)	317,6	403,1
Витрати на виплату відсотків	54,7	4,8
Активи (середньорічний показник)	2457,9	3459,7
Обсяг продаж	3379,3	4537,0
Акціонерний капітал (середньорічний показник)	1113,3	2347,3
Ринковий курс звичайних акцій, гр. од.		
– на початок року	15,0	38,0
– на кінець року	12,0	40,0
Кількість звичайних акцій в обороті	200,0 млн	100,0 млн

## Завдання 2

Припустимо, що короткий звіт про фактичні фінансові результати і баланс за 20 · 6 років і попередні форми фінансової звітності на 20 · 7 фірми “Пінгвін”, яка спеціалізується на роздрібному продажу морозива, має такий вигляд (у гр. од.):

Звіт про фінансові результати	20 · 6	20 · 7
Прибуток до сплати відсотків і податків (ЕВІТ)		100
Витрати на виплату відсотків		25
Оподаткований прибуток		75
Чистий прибуток (після сплати податків у розмірі 30 %)		51,6
Дивіденди		20
Зміни суми нерозподіленого прибутку		31,6
<b>Баланс</b>		
Активи	800	1000
Зобов'язання:		
– кредиторська заборгованість	80	100
– довгострокові зобов'язання	300	450
Акціонерний капітал	420	450



Прогнозовані витрати на виплату відсотків у розмірі 25 гр. од. визначені з урахуванням відсоткової ставки 8,33 %, що нараховано на залишок боргу в 300 гр. од. на кінець 20 · 6. Заборгованість фірми зростає з 300 до 450 гр. од., так як для покриття нестачі фінансових ресурсів фірмою із зовнішніх джерел були отримані кошти у такому співвідношенні:

Сума додаткового фінансування = Зміни активів – Прирощення нерозподіленого прибутку – Прирощення кредиторської заборгованості.

### *Питання*

1. Які проблеми виникнуть у фірми, якщо вона скористається складеними вами прогнозами для визначення своїх майбутніх потреб у додатковому фінансуванні із зовнішніх джерел? Припускаючи, що вся сума заборгованості, яка буде витрачена на задоволення потреб компанії у фінансових ресурсах, буде отримана на початок 20 · 8 років, а не наприкінці цього року, як необхідно було б діяти відповідно до даних звітів?

2. Як ви вважаєте, наскільки серйозною буде ця проблема? Поясніть свою відповідь.

### *Завдання 3*

Проведіть кредитний скоринг себе з точки зору з'ясування своїх можливостей отримання і погашення споживчого кредиту в сумі 50 тис. гр. од. До якого класу позичальника за надійністю обслуговування боргу ви себе віднесли?

### *Завдання 4*

Розрахувати суму погашення боргу із використанням формули розрахунку щомісячних іпотечних платежів, якщо сума боргу — 100 тис. гр. од., річний відсоток становить 20 %, строк позички — 10 років.

## **Література**

1. *Закон* України “Про Національний банк України” від 20.05.1999 р. (із змін. і доп.).
2. *Закон* України “Про заставу” від 02.10.1992 р. / в ред. від 01.01.2004 р. (зі змін. та доп.).
3. *Закон* України “Про фінансовий лізинг” від 16.12.1997 р. № 723/97-ВР (із змін., внесеними Законом України від

- 14.01.1999 р. № 394-14 / в ред. Закону від 11.12.2003 р. № 1381-IV (1381-15).
4. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2001 р. № 2121-III (із змін. і доп.).
  5. Закон України “Про страхування” від 15.05.1996 р. (із змін. і доп.) / в ред. Закону України від 04.10.2001 р. № 2775 (із змін. і доп.).
  6. Закон України “Про іпотеку” від 05.06.2003 р. № 898-IV (зі змін. та доп.).
  7. Закон України “Про платіжні системи та переказ грошей в Україні” від 05.04.2001 р. № 2346 (із змін. і доп.).
  8. Закон України “Про кредитні спілки” від 1997 р. / в ред. від 20.12.2001 р. № 2908-III (із змін. і доп.).
  9. Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09. 2008 р. № 514-VI (зі змін. та доп.).
  10. Закон України “Про порядок здійснення консорціумного кредитування” від 03.11.1999 р. № 533 (зі змін. та доп.).
  11. Положення НБУ “Про кредитування” від 05.03.2003 р. № 79 (зі змін. та доп.).
  12. *Банківські операції: підручник* / за ред. О. А. Мороза. — К.: КНЕУ, 2002. — 476 с.
  13. *Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент у банку: підручник.* — 2-ге вид. — К.: КНЕУ, 2004. — 468 с.
  14. *Дж. К. Халл.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. — 6-е изд.; пер. с англ. — М.: ООО “ИД Вильямс”, 2010. — 1056 с.
  15. *Деривативы.* Курс для начинающих: пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 208 с. — (Серия “Reuters для финансистов”).
  16. *Зви Боди, Роберт К. Мертон.* Финансы: пер. с англ. — М.: Вильямс, 2003. — 584 с.
  17. *Лагутін В. Д.* Кредитування: теорія і практика. — К: Знання, 2001. — 267 с.
  18. *Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер.* Мировые финансы / Ун-т Сент Джон: пер. с англ. — М.: ООО “Изд.-консалтинг. компания “ДеКА”, 1998. — 768 с.
  19. *Петрук О. М.* Банківська справа. — К.: Кондор, 2004. — 461 с.
  20. *Роуз Питер.* Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг: пер. с англ. — М.: Дело Лтд., 1995. — 743 с.

21. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — ХХУІІІ. — 932 с. — (Серия “Университетский учебник”).
22. *Шклярук С. Г.* Финансовая система: структура, функционирование, оптимизация: монография. — К.: Нора-принт, 2003. — 568 с.
23. *Фредерик С. Мишкин*. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. — 7-е изд.; пер. с англ. — М.: ООО “ИД Вильямс”, 2006. — 880 с.
24. [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua) — офіційний сайт НБУ.
25. [www.privatbank.com.ua](http://www.privatbank.com.ua) — офіційний сайт АКБ “Приват”.

### ПОСЛУГИ ВАЛЮТНОГО РИНКУ

#### 5.1. Ринок валютних послуг: поняття, призначення, функції, механізм функціонування

У зв'язку з глобалізацією й інтернаціоналізацією зовнішньої торгівлі та фінансових відносин економіки різних країн стають більш взаємопов'язаними. Для різних розрахунків і фінансових операцій в одній країні дуже часто необхідна валюта іншої країни, а в деяких випадках і кількох країн. У результаті імпортери, експортери, торговельні та фінансові посередники, бізнесмени, туристи та інші індивіди повинні обмінювати національну валюту на іноземну або вчиняти зворотний обмін. Такі обміни відбуваються на ринках обміну валюти (валютних ринках), основна функція яких сприятиме міжнародній торгівлі та інвестиціям.

Основним товаром валютного ринку є будь-які фінансові вимоги, позначені в іноземній валюті. Наприклад, у США або будь-якій іншій країні до них відносяться також цінні папери в іноземній валюті, що випущені в обіг позичальниками інших країн, переказні векселі (тратти), що підлягають оплаті в іноземній валюті, валюта іноземних держав, акції й облігації, номіновані в іноземній валюті, та ін. Незважаючи на те, що купівля-продаж валюти приймає різні форми, основним видом операцій, що переважає на валютному ринку — це операція з валютними депозитами до запитання. Депозити до запитання є засобом, який застосовується в торгівлі між банками, що працюють на валютному ринку, надаючи різні види валютних послуг. У даний час сформована і функціонує світова валютна система, яка складається із багатьох національних валютних ринків, які в тому чи іншому ступені інтегровані в цю систему. Світовий ринок обміну іноземних валют охоплює всю земну кулю, і функціонує цілодобово без перерви. Дана система дає можливість банку в будь-якому валютному центрі здійснювати угоди на такій основі: *перший рівень* — *роздрібна торгівля валютою*. Це угоди на одному національному ринку, за якими банк-дилер при купівлі-продажу валюти безпосередньо взаємодіє з клієнтами; *другий рівень* — *оптова міжбанківська торгівля валютою*. Це угоди на одному внутрішньому ринку,

за якими два банки-дилери взаємодіють між собою за допомогою валютного брокера. Цей ринок називається також міжбанківським ринком; *третій рівень* — *міжнародна торгівля валютою*. Це угоди між двома і більше національними ринками, за якими банки-дилери різних торговельних центрів взаємодіють між собою. Такі угоди можуть включати арбітражні операції на двох або більше ринках.

До основних функцій валютного ринку можна віднести: 1) *перенесення купівельної спроможності* з однієї країни в іншу, завдяки чому ціни на один і той самий товар у різних країнах знаходяться приблизно на одному й тому ж рівні; 2) *кредитування*. Така необхідність пов'язана з тим, що при здійсненні зовнішньоторговельних угод перевезення товарів з однієї країни в іншу вимагає витрат, тому виникає необхідність залучення кредитів для фінансування витрат за такими угодами. Ця функція кредитування може бути здійснена через ринок обміну валют за допомогою банківського акцептування і кредитних листів; 3) *мінімізація ризиків*, пов'язаних з коливаннями обмінних курсів валют. Курси валют постійно змінюються, що пов'язано із зміною економічної ситуації в конкретній країні і в світі. Так як для здійснення угод між країнами потрібен час, то для осіб, які беруть участь у таких операціях, можливі втрати у зв'язку з падінням або збільшенням курсу обміну валют. Операції або послуги з мінімізації валютних ризиків називаються хеджуванням і здійснюються шляхом форвардних угод, ф'ючерсних і опціонних контрактів та інших механізмів; 4) *мінімізація ризиків відсоткових ставок*, пов'язаних або зі зміною політики Центробанку, або зі змінами в економіці країни; 5) *інші функції*.

Учасники ринку валютних послуг здійснюють кілька основних операцій, які включають: грошові перекази, хеджування, кліринг (перерахунок або взаємний обмін), кредит, обмінні операції та ін.

Основними учасниками ринку валютних послуг є: банки-дилери й інші банки, експортери та імпортери, транснаціональні корпорації, фінансові установи, інвестиційні компанії, інвестори та агентства урядів, які мають потреби отримати ту чи іншу послугу на даному ринку. Важливу роль на валютних ринках грають також центробанки, які можуть здійснювати інтервенції на валютних ринках з метою згладжування коливань курсів національних валют. Для здійснення валютних операцій і надання валютних послуг в Україні фінансові установи повинні отримати відповідні ліцензії на відповідні валютні операції.

Валютний ринок, на якому надаються відповідні валютні послуги, не має такого торговельного центру, як Нью-Йоркська або Токійська фондові біржі, де покупці і продавці безпосередньо взаємодіють один з одним. Цей ринок більше схожий на позабіржовий ринок цінних паперів, ніж на фондові біржі, і електронні комунікації, телефонні лінії та засоби комп'ютерної підтримки забезпечують зв'язок між валютними брокерами.

Останнім десятиліттям у зв'язку зі значною лібералізацією національних фінансових систем і міжнародної торгівлі у більшості країн світу використовується система вільного ринкового визначення курсів іноземних валют. У результаті кожен день котирування валют певної країни коливається відносно котирувань інших країн. Іноді цей процес приймає різкий характер і коливання курсів досягає десятків процентів, що є суттєвим фактором, який визначає прибутковість операцій.

**Типи валютних систем.** На ефективність, кількість, вид валютних послуг впливає те, в якій системі вони надаються. Існуюча валютна система у конкретній країні і обмінні валютні курси впливають на торгівлю і приплив інвестицій, а також на вид валютних послуг, які може отримати їх користувач. Іноземна валюта продається і купується на ринку за ціною, що має назву "обмінний курс", під яким мається на увазі ціна іноземної валюти у внутрішній валюті конкретної країни. Якщо торгівля валютою здійснюється у вільних ринкових системах, то їх щоденні котирування базуються на ціні банківських переказів, за допомогою яких банк-продавець посилає інструкцію в установу-депозитарій. Для більшості валют банківські дилери призначають лише обмінний курс *spot* (курс за касовими операціями). Водночас курс *форвард* (курс за терміновими операціями) встановлюється лише для обмеженої кількості валют. Принципово відрізняється від цього встановлення обмінних курсів у контрольованих системах. У даний час виділяють три системи обмінних валютних курсів (за виключенням їх різновидів) — це: 1) *система вільно плаваючих курсів*; 2) *система фіксованих курсів*; 3) *система контрольованих курсів*.

## **5.2. Обмінний валютний курс: поняття, види, визначення**

Ефективність валютної послуги залежить від стабільності валютного ринку і національної грошової одиниці. Валютні курси важливі

тому, що вони впливають на вартість товарів (послуг), які виробляються в країні і які експортуються за кордон, а також на вартість імпортованих товарів (послуг), які придбаються всередині країни. Котирування іноземної валюти (валютний курс) — це співвідношення між застосовуваною в своїй країні валюти до іноземної грошової одиниці, яке визначається на валютному ринку. Якщо уявити іноземну валюту у вигляді товару, то її курс — це ціна цього товару, яка виражена в іншій валюті, і так само як і з іншими товарами, ціна на валюту залежить від попиту та пропозиції. Необхідність застосування обмінного валютного курсу зумовлена: взаємним обміном валют при торгівлі товарами, послугами, при русі капіталів і кредитів; необхідністю порівняння цін світових і національних ринків, а також вартісних показників різних країн, виражених у національній або іноземній валюті; періодичної переоцінки рахунків (активів) в іноземній валюті компаній і банків. Валютний курс відбиває багатofакторний зв'язок з такими економічними категоріями, як: вартістю, ціною, грошима, процентною ставкою. На валютні курси впливають численні фактори, такі як купівельна спроможність грошової одиниці, стан платіжного балансу, різниця процентних ставок у різних країнах (процентний диференціал), розвиненість валютних ринків, ступінь довіри до конкретної валюти на світових ринках.

### **Види валютних курсів (угод)**

На валютних ринках у практиці конверсійних (обмінних) операцій широко застосовуються три їх основні форми: 1) операції типу *spot* або поточні конверсійні операції, які називаються також касовими угодами; 2) *форвардні* конверсійні операції, що мають назву також термінові угоди; 3) *своп* — одночасне здійснення операцій купівлі та продажу валюти з різними термінами виконання. **Конверсійні (обмінні) операції (послуги)** — це угоди агентів валютного ринку з обміну зумовлених сум грошової одиниці однієї країни на валюту іншої країни за узгодженим курсом з розрахунками на певну дату. За Законом України про фінансові послуги та їх регулювання обмінні (конверсійні) операції віднесені до фінансової послуги. В англійській мові щодо конверсійних операцій застосовується стійкий термін іноземних операцій — *форекс (FOREX)* або скорочено *FX*. Різниця між конверсійними операціями *spot* і *форвард* полягає у даті валютування.

**Спот-курс: поняття, застосування.** У міжнародній практиці операцій на валютному ринку прийнято, що поточні конверсійні опе-

рації здійснюються на умовах спот, тобто з датою валютування на другий робочий день після дня укладення угоди. Спот позначає негайну доставку валюти. Ринок поточних конверсійних операцій називається *спот-ринком (ринком спот)*. Обмінний курс валюти, застосовуваний при операціях спот, називається *спот-курсом*, який відображає, як оцінюється національна валюта за межами країни в момент проведення операції. Обмінні курси, встановлені для продажу і покупки валют, називаються *курсами продавця і покупця*. На обмінні курси валют впливають такі чинники: попит і пропозиція на валюту, як і на інший товар; паритет купівельної спроможності (*PPP-rate*); платіжний баланс (торговий рахунок — рахунок різниці між експортом та імпортом і баланс інвестицій з країни в країну); процентні ставки; величина інфляції та ін. У різних країнах поточні угоди укладаються з датою валютування “сьогодні” (*to day*), “завтра” (*to tomorrow*), а також на “спот”. Угоди з датою валютування “сьогодні”, як правило, можна здійснити протягом робочого дня. Для поточних конверсій долара в канадські долари (*USD/CAN*) дата валютування буде завтрашнім днем (“завтра”), так як це пов’язано з територіальною близькістю США і Канади. Така сама ситуація характерна і для деяких “екзотичних” валют. Поточним конверсійним операціям відповідає обмінний курс спот, який є поточним валютним курсом і приводиться на сторінках фінансових газет, висвічується на екранах інформаційних агентств, згадується у телевізійних новинах.

**Форвардний курс: поняття, застосування.** Учасники валютного ринку здійснюють касові (спот) і термінові (форвард) операції з іноземною валютою. При *касових операціях* валюта поставляється негайно (найчастіше протягом двох робочих днів після укладення угоди). При *форвардних (строкових)* угодах, які укладаються сьогодні, обмін валют здійснюється за заздалегідь узгодженим курсом, але дата валютування (виконання контракту) відкладена на визначений термін у майбутньому. Наприклад, якщо 11 березня 2015 р. укладена конверсійна угода спот, то датою валютування буде другий робочий день після дня укладення угоди — 13 березня 2015 р. Водночас, якщо 11 березня 2015 р. укладена 3-місячна форвардна угода, то дата валютування буде на 13 березня 2015 р. + 3 місяці, тобто 13 червня 2015 р.

Курс форвард може використовуватися для прогнозування майбутніх курсів спот. Якщо уважно вивчати умови паритету відсоткової ставки (див. розд. 6) і міжнародного ефекту Фішера, то можна виявити тісний взаємозв’язок між відмінностями відсоткових ставок і об-



мінними курсами. Паритет відсоткової ставки каже, що різниця між ставками за доларовими депозитами і, для прикладу, активами в англійських фунтах еквівалентна різниці курсів форвард і спот фунта в доларах. Це можна записати таким рівнянням [10, с. 118 ]:

$$i_{USD} - i_f = F - S_o / S_o, \quad (5.1)$$

де  $i_{USD}$  — відсоткова ставка в доларах США;  $i_f$  — відсоткова ставка в англійських фунтах;  $F$  — курс форвард;  $S_o$  — курс спот.

Наприклад, якщо відсоткові ставки за доларовими депозитами і депозитами в англійських фунтах дорівнюють 6 % і 10 % відповідно, а курс спот англійського фунта дорівнює 1,80 USD, відповідно курс форвард дорівнює 1,728 USD.

Міжнародний ефект Фішера описує рівновагу між відмінностями національних відсоткових ставок і відмінностями поточних і майбутніх курсів спот. Його можна записати формулою:

$$i_{USD} - i_f = S_1 - S_o / S_o, \quad (5.2)$$

де  $S_1$  — курс спот, який очікується.

Беремо дані з попереднього прикладу і отримаємо, курс спот, який очікується, дорівнює 1,728 USD.

**Своп: поняття, застосування.** Валютний своп, або обмін валюти, полягає в одночасній купівлі і продажу однієї і тієї самої суми у валюті, але з різними термінами поставки. Валютний своп використовується, щоб уникнути ризику зміни валютних курсів, і є, в деякій мірі, способом фінансування, так як позичальник обмінює суму у валюті Д на суму у валюті Е на строк і приймає на себе зобов'язання знову обміняти ці валюти у встановлений термін у майбутньому. Аналіз свопової діяльності є ключовим для розуміння походження дисконту при форвардній угоді. Тривала свопова діяльність підвищує курс *spot* (курс купівлі) і знижує курс *форвард* (курс продажу). Це забезпечує появу дисконту при форвардній угоді, який підвищується доти, поки інвесторам стане не вигідним здійснювати арбітражні операції, наприклад, з переведення доларів у стерлінгові інвестиції. Операція валютного свопу дає змогу забезпечувати покриття валютних ризиків єврооблігацій при їх емісії. Компанія може: отримати позику в одній валюті і придбати за допомогою валютного свопу іншу валюту; покривати валютні ризики приватних вкладень шляхом використання більш вигідних умов на двох фінансових ринках; диверсифікувати заборгованість і управляти боргами; обмінювати плаваю-

чі відсоткові ставки на фіксовані ставки і навпаки; обмінювати борги з фіксованими процентними ставками; отримувати грошові кошти за нижчою вартістю. Операція валютного свопу забезпечує покриття валютного ризику на тривалий строк, чого не можна досягнути на чистому строковому ринку, і надає можливість переглядати строки погашення боргів у валюті.

**Виразення валютного курсу.** Валютний курс можна виразити *прямим і непрямим способами*. У більшості країн світу застосовується *пряме котирування*. При прямому котируванні за одиницю порівняння приймається іноземна валюта і до неї прирівнюється кількість національної грошової валюти. У зв'язку з переходом країн-членів ЄС на єдину валюту — євро, ми використовуємо для прикладів такі валюти країн: *EURO* (євро) — європейська єдина валюта, *USD* — долар США та ін. Наприклад, Франкфурт —  $USD\ 1,0 = EURO\ 1,5860$ . *Непряме котирування* іноземної валюти давно прийнято в Англії, а з 1978 р. застосовується в США. При такому котируванні за одиницю порівняння приймається одиниця національної валюти і до неї прирівнюється якась кількість іноземної валюти, наприклад:

Лондон  $GBP\ 1,0 = USD\ 1,9601$ ;  $GBP\ 1,0 = Y\ 247,25$ ;

Нью-Йорк  $USD\ 1,0 = CHF\ 4,9905$ ,

де позначка *GBP* — англійський фунт стерлінгів; *Y* — японська ієна; *CHF* — швейцарський франк.

Для кращого розуміння процесу котирування виділяють “*базу котирування*” та “*валюту котирування*” (база: *валюта порівняння* = *кількість валюти на одиницю бази*). За базу котирування, зазвичай, приймається долар США. Наприклад, валютний курс між ним і *EUR* виражається так:  $USD/1,05\ EUR$ , це значить, що  $1,0\ USD$  можна купити за  $1,05\ EUR$ . Але є виняток для англійського фунта, коли стандартний метод котирування англійського фунта проти долара США виглядає як:  $GBP/USD$ . Тобто, в даному випадку за базу котирування приймається фунт стерлінгів, а долар США стає валютою котирування. У таблицях котирувань фінансових газет наводяться курс покупки (***Bid***) і курс продавця (***Offer*** — пропозиція).

Ставка ***Bid*** — це курс, за яким банк купує базову валюту котирування. Наприклад,  $USD/EUR\ 1,5695 - 1,5705$ . Тобто банк купував долари США за *EUR* за курсом 1,5695. Пропозиція ***Offer*** — це курс, за яким банк продає базову валюту котирування. Наприклад,  $USD/Y\ 138,35$ . Тобто банк продає долари США за японські ієни за курсом 138,35.

Загальне правило при котируванні “база/валюта”. Банк купує базу по лівій стороні котирування — курс купівлі, а продає — по правій стороні котирування — курс пропозиції.

Необхідно відзначити, що при визначенні дій, які необхідно вжити з базовою валютою має те, хто і кому котирує валютний курс. Як правило комерційні банки котирують курс своїм клієнтам, але на міжбанківському ринку банки котирують курс один одному. Крім котирувань ставок *Bid* і *Offer* на валютному ринку широко використовуються крос-курс.

**Крос-курс** — це курс обміну між двома валютами по відношенню до третьої валюти, наприклад, до долара США, між англійським фунтом і канадським долларом, або між *EUR* та ієною. До числа найбільш активних ринків конверсійних операцій за крос-курсам є *EUR* до японської ієни — *EUR/JPY*, фунт стерлінгів до *GBP* — *GBP/EUR*, *GBP* до швейцарського франка — *EUR/CHF*. У зв’язку з переходом країн-членів ЄС на єдину валюту *EUR* дані котирування визначаються не тільки через долар США, а й через *EUR*.

Необхідно відзначити, що однією з особливостей крос-курсів є те, що курси між валютами можуть котируватися по-різному, залежно від того, який банк здійснює котирування. Розрахунок крос-курсу може здійснюватися такими способами: 1) розрахунок крос-курсу для валют з прямими котируваннями до долара (долар є базою котирування для обох валют); 2) розрахунок крос-курсу для валют з прямим і непрямим котируваннями до долара (долар є базою котирування для однієї з валют); 3) розрахунок крос-курсу для валют з непрямими котируваннями до долара США (долар є валютою котирування для обох валют).

1. Розрахунок крос-курсу для валют з прямими котируваннями до долара (долар є базою котирування для обох валют).

**Приклад.** Потрібно знайти крос-курс євро і англійського фунта — *EUR/GBP*. Застосовуючи правило розрахунку дробу, можна вивести формулу співвідношення шляхом використання прямих доларових курсів *EUR* і англійського фунта:

$$EUR/GBP = \frac{USD/GBP}{USD/EUR}. \quad (5.3)$$

Наприклад, якщо  $USD/GBP = 1,2810$ , а  $USD/EUR = 1,5350$ , то крос-курс *EUR/GBP* становить  $1,2810 / 1,5350 = 0,8345$  (з округленням).

Отже, якщо долар США є базою котирування для обох валют, то для знаходження їх крос-курсу необхідно розділити доларові курси цих валют.

2. Розрахунок крос-курсу для валют з прямим і непрямим котируваннями до долара (долар є базою котирування для однієї з валют).

**Приклад.** Потрібно знайти крос-курс фунта стерлінгів до *EUR* (*GBP/EUR*). Для цього використовуємо правило розрахунку дробу *GBP/EUR* на основі доларових курсів цих валют. У даному випадку курс *GBP/USD* є непрямим котируванням, а курс *USD/EUR* є прямим котируванням:

$$GBP/EUR = GBP/USD \times USD/EUR. \quad (5.4)$$

Прийнявши, наприклад, що курс *GBP/USD* = 1,5720, а курс *USD/EUR* = 1,5350 і перемноживши ці значення, отримаємо крос-курс фунта до євро *GBP/EUR* = 1,5720 · 1,5350 = 2,4130. У даному випадку, якщо долар є базою котирування тільки для однієї з валют, то необхідно перемножити курси цих валют.

3. Розрахунок крос-курсу для валют з непрямими котируваннями до долара США (долар є валютою котирування для обох валют).

**Приклад.** Необхідно знайти крос-курс фунта стерлінгів до *EUR*, тобто *GBP/EUR*. Правило розрахунку даного дробу через доларові курси цих валют дає змогу вивести формулу розрахунку крос-курсу:

$$GBP/EUR = \frac{GBP/USD}{EUR/USD} = \frac{1,5720}{1,2450} = 1,2627.$$

Отже, якщо долар є валютою непрямого котирування для обох валют, то для знаходження їх крос-курсу необхідно розділити доларові курси цих валют.

На курс національної валюти впливають такі макрочинники: паритет купівельної спроможності, показник внутрішнього валового доходу, стан платіжного балансу, рівень інфляції, відсоткові ставки, рівень безробіття та ін. Значення має і стан бази порівняння, тобто, до якої валюти здійснюється котирування.

### 5.3. Основні інструменти ринків валютних послуг

У даний час на валютних ринках застосовуються найрізноманітніші інструменти, які залежать від виду ринку (внутрішній або міжна-

родний), типів учасників валютної операції або послуг та їх цілей (це можуть бути банки або корпорації, фізичні або інші особи) та інших факторів. Валютний ринок оперує активами або фінансовими вимогами (зобов'язаннями), вираженими в іноземній валюті. До них відносяться валютні депозити, цінні папери (облігації, єврооблігації) або акції іноземних урядів (євроакції), векселі, акредитиви та ін. При своїй роботі на валютному ринку банки використовують такі найважливіші інструменти: телеграфні або електронні перекази коштів з безстрокових вкладів (з депозитів до запитання); банківські векселі на пред'явника; комерційні тратти; інші цінні папери, а також кошти платежів і розрахунків номінованих в іноземній валюті.

**Телеграфний або електронний переказ.** Телеграфний або електронний переказ — це такий спосіб платежу, коли покупець замовляє банку необхідну валюту і платить за неї, а банк передає по телеграфному чи електронному зв'язку платіжні інструкції банку-кореспонденту, в якому зберігається валютний депозит. Даний метод, звичай, використовується при переказі великих сум. Використання сучасних телекомунікаційних засобів і технологій (*СВІФТ (SWIFT)* та ін.) дає змогу суттєво прискорити переказ грошових коштів у будь-якій валюті. При використанні поштового переказу інструкції відправляються поштою або ж банк надає покупцеві вексель на пред'явника, а покупець відправляє його авіапоштою одержувачу платежу (продавцю).

**Банківські векселі на пред'явника.** Банківські векселі на пред'явника є найбільш ліквідними фінансовими інструментами, так як банк на першу вимогу одержувача грошових коштів у валюті повинен виплатити йому певну суму, зазначену у векселі.

**Комерційні тратти.** Комерційні тратти (переказні векселі) представляються експортерами покупцеві або банку покупця. При оплаті даних векселів в іноземній валюті вони можуть розглядатися як валюта. Експортер може віддати розпорядження одному з банків, обслуговуючих угоду, врахувати тратту (дисконтувати — купити її).

**За видами розміщення** на валютному ринку вільних валютних коштів інструменти розміщення поділяються на такі основні категорії, які змінюються від країни до країни. До них відносяться: короткострокові депозити в банках та інших фінансових організаціях; вклади на внутрішніх або на міжнародних ринках позикового капіталу; комерційні цінні папери; інвестиції в державні цінні папери.

**За способами проведення угод** з валютними коштами використовують три форми валютних угод: касові угоди (спот, з негайною до-

ставкою грошових коштів), термінові угоди (форвард, з доставкою через певний час) і свопи (одночасне здійснення операцій купівлі та продажу з різними термінами виконання).

**За способами хеджування угод від валютних ризиків.** При хеджуванні валютних ризиків використовуються також своєрідні фінансові інструменти, найбільш поширеними з яких є: валютні ф'ючерси, валютні опціони, валютні опціони на ф'ючерси та арбітражні операції.

#### **5.4. Основні послуги валютного ринку та їх характеристики**

Валютний ринок дає можливість своїм учасникам передавати купівельну спроможність від країни до країни при здійсненні міжнародних платежів, хеджувати або страхувати від валютних ризиків, спекулювати на змінах валютних курсів, здійснювати покритий процентний арбітраж, отримувати прибуток зі змін процентних ставок тощо (див. розд. 7).

До основних видів послуг валютного ринку можна віднести: платіжно-розрахункові послуги (клірингові послуги); ощадно-депозитні послуги; кредитні послуги; послуги з хеджування (страхування) ризиків; конверсійні (обмінні) послуги; послуги з управління міжнародними грошовими потоками (послуги з розміщення вільних грошових коштів (див. послуги андеррайтингу) і послуги із залучення валютних коштів); послуги з операцій з дорогоцінними металами; послуги з управління грошовою готівкою в іноземній валюті (див. трастові послуги); інші послуги, які притаманні фінансовим рынкам.

**Платіжно-розрахункові послуги.** Процес міжнародного переказу валютних коштів полегшується за допомогою міжбанківських клірингових систем. Спосіб переказу і тип фінансових інструментів, які використовуються для даних цілей, залежить від призначення і строкowości угоди. Більшість міжнародних переказів валютних коштів, які виконуються у комерційних цілях, здійснюються за допомогою приказів на переміщення визначених сум з одного рахунку на інший. Для цього в банку-кореспонденту відкриваються відповідні рахунки, на яких депонуються відповідні валютні кошти. За наказом клієнтів щодо переказу, ці рахунки дебетуються або кредитуються. Платіжно-розрахункові послуги в розрахунках з іноземними компаніями в

Україні здійснюються на основі кореспондентських відносин між українськими та іноземними банками. Український банк відкриває в іноземному банку-кореспонденту депозитний рахунок *НОСТРО* (*nostro conto* — *наш рахунок*), на якому депонуються валютні кошти і враховуються всі його витрати і надходження. Це також рахунок, за яким здійснюються всі операції з виконання кореспондентських доручень банку за замовленням його клієнтів шляхом його дебітування або кредитування. Рахунок *НОСТРО* для одного банку буде рахунком *ЛОРО* для іншого. Міжнародний рахунок *ЛОРО* (*loro conto* — *їхній рахунок*) — це кореспондентський рахунок з міжнародних розрахунків, який відкривається у вітчизняному банку на ім'я іноземного банку-кореспондента. Це є також рахунок, який відкривається іноземним банком-кореспондентом для захисту грошових сум, що видаються, або отриманих за дорученням свого банку-кореспонденту. Рахунок *ЛОРО* може бути кореспондентським рахунком третього банку, відкритим у банку кореспонденту даної банківської установи. У даному випадку цей рахунок має назву *ВОСТРО* (*vostro conto* — *ваш рахунок*). Рахунок *ЛОРО* є рахунком банку-кореспондента у певній банківській установі.

Для здійснення платежів і розрахунків використовуються відповідні міжнародні платіжно-розрахункові системи, до яких підключені банки.

**Клірингові послуги.** Механізм клірингу дає змогу здійснювати велику кількість операцій без розрахунку готівкою або переказу грошових коштів. Крім того, система клірингу, поряд з іншими заходами (вимогами маржі, захистом від банкрутства, захистом від невиконання зобов'язань), забезпечує захист ф'ючерсних бірж та їх клієнтів від невиконання зобов'язань при торгівлі валютними ф'ючерсними контрактами і опціонами.

**Приклад.** Два франкфуртських банки, купуючи і продаючи долари за євро, можуть укласти на ранкових торгах наступні угоди (див. табл. 5.1) [10, с. 87]. Вранці загальний обсяг угод становив 405 млн дол., але зміна обсягу власності банків було незначною. Банк А збільшив свої доларові позиції на 20 млн дол., а банк Б зменшив свої позиції на 5 млн дол. Вдень загальний обсяг торгів становив 440 млн дол., і позиції банків знову змінилися незначно.

На денних торгах банк А знизив свої позиції на 25 млн дол., і закрит день з негативним сальдо по відношенню до ранку, а банк Б підвищив свої позиції на 15 млн дол., і закрит торгівлю при позитив-

Таблиця 5.1

**Механізм клірингу при здійсненні торгівлі валютою, млн дол. США**

Банк	Купівля	Продаж	Сальдо
Ранкові торги			
А	120	100	+20
Б	90	95	-5
Денні торги			
А	110	135	-25
Б	105	90	+35

ному сальдо. У підсумку банк А виступив як продавець 5 млн дол., а банк Б — як покупець 10 млн дол., при загальних денних торгах 845 млн дол.

За кордоном торгівля валютними ф'ючерсними та опціонними контрактами здійснюється на міжнародному грошовому ринку, на ф'ючерсних біржах. Для забезпечення високого рівня захисту клієнтів на біржах використовуються наступні заходи: 1) вимоги початкової маржі; 2) захист від банкрутства, що полягає у вимозі, щоб фірма, що діє на ф'ючерсному ринку, зберігала капітал на встановленому рівні (вимоги підтримуючої маржі) і щоб грошові кошти клієнтів були відокремлені від цього капіталу; 3) захист від невиконання зобов'язань полягає в тому, що клірингові палати працюють зі своїми фірмами-членами, а не з клієнтами бірж. Біржа здійснює свої розрахунки з клієнтами через клірингові палати, тим самим запобігаючи впливу клієнтів на кошти фірм. Систему клірингу забезпечують клірингові палати, які діють як гаранті виконання валютних ф'ючерсних і опціонних контрактів. Візьмемо, наприклад, покупця А і продавця В валютних контрактів 1 березня з терміном виконання у вересні. Покупець і продавець мають додаткову позицію. Ціна, кількість валюти, яка має бути продана, і дата продажу заздалегідь визначені. Сторони несуть зобов'язання перед кліринговою палатою (рис. 5.1).

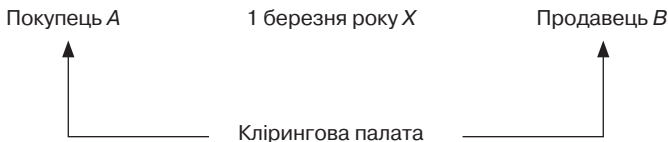


Рис. 5.1. Зобов'язання покупця і продавця перед Кліринговою палатою



Припустимо, що 15 травня продавець *B* відмовляється від продажу контракту, і він може звернутися на ринок для того, щоб здійснити зворотну операцію, тобто купити контракт, який він продав новому продавцю *C*, за курсом 15 травня.

При цьому покупець *A* не постраждав від угоди продавця *B*. Продавець *B* більше не несе зобов'язань, так як він перекупив свій контракт і може отримати прибуток, якщо курс контракту, який він перекупив, нижче курсу проданого контракту і навпаки. Клірингова палата тепер несе зобов'язання лише перед покупцем *A* і продавцем *C* (рис. 5.2). Необхідно відзначити, що система клірингу широко використовується і на фондовому ринку.

**Кредитні послуги.** Однією з найважливіших функцій валютного ринку є функція надання міжнародного кредиту у вигляді грошових коштів в іноземній валюті або валюті позичальника. Розрізняють наступні різновиди міжнародних кредитів: натуральний, грошовий, товарний, інвестиційний. Незалежно від вигляду міжнародний кредит передбачає наявність двосторонніх або багатосторонніх урядових угод, а також укладення кредитного договору між зацікавленими сторонами.

Усі види міжнародних кредитів можна класифікувати таким чином: 1) за суб'єктами кредитних стосунків — державний; приватний; кредити міжнародних фінансових організацій; 2) за цілями кредитування — зв'язаний і незв'язаний; 3) за формами зобов'язання кредитора — вексельний, за договірним зобов'язанням; 4) за способом погашення — з рівномірним погашенням; з нерівномірним погашенням (диференційований); з одноразовим погашенням; ануїтетним платежем (відсотки + одночасно вся сума боргу); 5) за терміном надання — короткострокові (до 1 року), середньострокові (від 1 до 3 років), довгострокові (понад три роки); 6) за використання валюти для кредиту — валюта країни-кредитора, валюта країни-позичальника, валюта

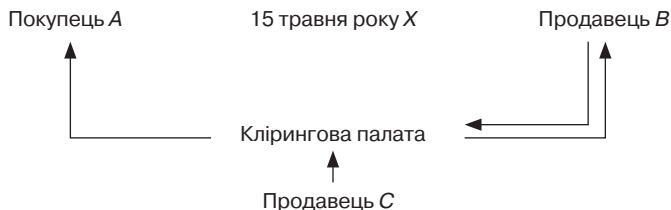


Рис. 5.2. Зобов'язання Клірингової палати

третьої країни, корзиною валют; 7) за формою забезпечення — забезпечені, незабезпечені (бланкові); 8) за фіксацією процентної ставки — з плаваючою процентною ставкою, з фіксованою процентною ставкою, комбінацією ставок; 9) за способом використання — одноразове, багаторазове; 10) за джерелами фінансування — внутрішні, зовнішні, міжнародні, змішані; 11) за характером об'єктів, що фінансуються за рахунок кредиту — інвестиційні, для поповнення оборотних коштів (закупівлі сировини, матеріалів, готових виробів), для вкладення у фінансові активи; 12) за джерелами погашення — за рахунок грошових коштів, що отримуються від доходів, за рахунок компенсаційних поставок, за рахунок альтернативних джерел.

Кредитування в іноземній валюті має наступну спрямованість: кредитування державних потреб, яке формує зовнішню заборгованість; кредитування експортно-імпорتنих операцій; кредитування діяльності спільних підприємств; кредитування як різновид розрахунків. Зважаючи на обмеженість обсягів даного посібника, розглянемо валютний кредит як різновид розрахунків, а перші три напрями кредитів добре описані в різних літературних джерелах з міжнародних відносин і валютного регулювання. Кредит як різновид розрахунків широко застосовується у міжнародній торгівлі. Основними його видами є: фірмовий, вексельний, за відкритим рахунком, факторинг, форфейтинг, акцептний, овердрафт.

*Фірмовий кредит* — традиційна форма кредитування експортних операцій, при яких експортер надає кредит іноземному покупцеві у формі відстрочення платежу. Різновидом такого кредиту є кредит з авансом покупця (імпортера), виплачуваний іноземному постачальникові після підписання контракту. *Вексельний кредит* — це кредит, який оформляється шляхом виставлення тратти на імпортера, який акцентує її по здобуттю товаро-супровідних і платіжних документів. Даний вигляд кредиту є традиційним у міжнародних розрахунках і здійснюється за допомогою простого векселя і перевідного векселя (тратти). Термін надання кредиту по векселю залежить від виду товару. Акцепт тратти може бути загальним або обмеженим і які-небудь інші обмежувальні записи в її тексті не дозволені, так як акцепт має бути простим і нічим не обумовленим. Використовується також так званий частковий акцепт — письмова згода боржника сплатити лише частину суми. Надійнішою гарантією платежів вважається їх авальвання банком. *Аваль* виступає як вексельне поручительство, відносно якого застосовується вексельне право. Аваліст відповідає за оплату

векселів перед кожним законним їх тримачем, до якого вони перейшли по індосаменту або в результаті простого вручення. Аваліст, погасивши вексель, набуває права регресу, тобто зворотної вимоги до всіх осіб, які зробили індосаменти, а також до трасанта — особи, яка виписала простий вексель. Валюта платежу повинна фіксуватися на векселі чітко і вексель, зазвичай, виписується у валюті країни, де має бути здійснений платіж. При не співпадінні валют необхідно вказувати курс, за яким валюта векселя переводитиметься у валюту платежу. Якщо такої вказівки немає, то курсом платежу вважатиметься курс, який діє на день платежу. У міжнародному платіжному обороті вексель окрім кредитного інструмента виступає також як оборотний фінансовий інструмент.

*Акцептний кредит.* Акцептний кредит є також поширеною формою кредитування експорту, при якій експортер дістає можливість виставляти в банк векселі на певну суму в рамках встановленого кредитного ліміту. При цьому банк акцептує ці векселі, забезпечуючи цим гарантії здійснення платежу у встановлений термін.

*Овердрафт* — від'ємний баланс на поточному рахунку клієнта, що набуває за домовленістю з банком інколи статус кредиту. Це форма короткострокового кредиту, який здійснюється шляхом списання засобів з рахунка клієнта банком понад залишок, внаслідок чого утворюється дебетове сальдо. Овердрафт застосовується небагатьма банками.

*Покритий процентний і валютний арбітражі.* Умови процентного арбітражу пов'язані з порушенням принципу паритету процентних ставок. Для ілюстрації, як працює процентний арбітраж, розглянемо наступний приклад.

*Приклад.* Є такі дані: спотовий курс обміну євро на долари — 1,2 (1,2 євро за 1 дол.); річний форвардний курс у Франції — 8,08; процентна ставка у Франції — 14 %; процентна ставка у США — 10 %.

У даній ситуації арбітражер може зайняти долари під 10 % на рік і конвертувати їх в євро по спотовому курсу. Ці євро можна інвестувати у Франції на рік під 14 %. Конвертуючи долари в євро, арбітражер одночасно купує форвардний контракт на зворотну конвертацію євро в долари через рік. Якщо арбітражер починає справу з 1 млн дол., то він заробить на цій операції таку суму:

1. Позичка в США 1 млн дол. на рік під 10 %. Погашення основної суми і відсотків наприкінці року зажадає 1 млн 100 тис. дол. Тобто  $(1000000 \cdot (1 + 0,1))$ .

2. Конвертація 1 млн дол. в євро по спотовому курсу приносить 1,2 млн євро.

3. Вкладення 1,2 млн євро на рік під 14 % у Франції і повернення назад у США відсотків в основній сумі принесе 1,368 млн євро.

4. Конвертація 1,368 млн євро в долари за допомогою форвардного контракту за курсом 1,2 євро за долар принесе 1 млн 140 тис. дол.

Отже, Дохід (1 140 000 дол.) – Витрати (1100000 дол.) = Арбітражний прибуток (40 000 дол.).

Менеджер з валютних ресурсів може отримати прибуток з різниці між короткою позицією в одній валюті і довгою позицією в іншій валюті. Така операція називається *операцією валютного арбітражу*.

Наприклад, у французької компанії є дебіторська заборгованість на суму в 1 500 000 *EURO* з терміном погашення протягом шести місяців і її власний борг у 800 000 *USD* з терміном виплати за дев'ять місяців. Валютна позиція компанії виглядатиме так (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

#### Валютна позиція

Вид валюти	Сума	Строк погашення
<i>EURO</i>	+1 500 000	6 міс.
<i>USD</i>	- 800 000	9 міс.

Якщо компанія бажає отримати дохід з різниці довгої позиції в *EURO* і короткої позиції в *USD*, то операція арбітражу буде здійснена у два етапи:

1. *Час t. Початок арбітражу.* Співвідношення курсів *USD/EURO* – 1,2. Компанія купує 800 000 *USD* за *EURO* строком на шість місяців, що становить 960 000 *EURO*. Різниця у 540 000 *EURO*, тобто (1 500 000 – 960 000) може бути конвертована в *EURO* після закінчення терміну.

2. *Час t + 1. Завершення операції арбітражу.* Банк передає компанії 800 000 *USD*, придбані за європейську валюту. Після закінчення цієї операції буде здійснений терміновий продаж доларів з терміну  $t + 6$  на термін  $t + 9$ , оскільки в нашому прикладі дати виплати дебіторської заборгованості не збігаються з датою погашення боргу в *USD*.

Компанії також можуть здійснювати операції арбітражу однієї валюти по відношенню до третьої валюти, якщо курс цієї валюти менш уразливий, ніж курс національної валюти.

### **Послуги з управління міжнародними грошовими потоками.**

Управління міжнародними грошовими потоками спрямоване на підтримку мінімальної валютної готівки і припускає: постійне страхування і хеджування зобов'язань в іноземній валюті; залучення валютних кредитів через банки та інші фінансові компанії, а також через міжнародні фінансові ринки за допомогою розміщення єврооблігацій, євроакцій та інших цінних паперів за найменшою вартістю запозичення; оптимізацію фінансових вкладень на фінансових ринках. Тобто отримати найбільш високий дохід від вкладень у валюті за одним і тим самим рівнем ризику.

**Ощадно-депозитні валютні послуги** — це сукупність короткострокових (від одного дня до одного року) операцій з розміщення вільних грошових коштів клієнтів в іноземній валюті з відкриттям депозитних рахунків, а також залучення додаткових валютних ресурсів на різні строки під визначені відсотки для обслуговування короткострокової ліквідності фінансових установ (банків). Дані кошти у подальшому використовуються для надання кредитів. Тому поширена практика вживання поняття “депозитно-кредитні валютні операції”. У міжнародній практиці прийнято застосовувати для даних операцій стійкий термін операції грошового ринку (*Money Market Operations* або стисло *ММ*).

Операції грошового ринку прийнято ділити за угодами [16, с. 21]: з розміщення коштів — кредитування в іноземній валюті (*lending*). Йому відповідають кредити (*loans*); по залученню коштів — запозичення в іноземній валюті (*borrowing*). Йому відповідають депозити (*deposits*).

У реальній практиці для міжнародних позикових операцій грошового ринку використовують термін “депозити”, які діляться на: *депозити залучені (deposits taken)* і *депозити розміщення (deposits given deposits lent)*.

**Строковість депозитів.** Кожний відкритий депозит має визначену тривалість у часі або строковість. Дата розміщення (або залучення) депозиту називається датою валютування (*value date*), а дата повернення — закінчення депозиту (*maturity date*). Для депозитів грошового валютного ринку притаманні строки розміщення до 12 місяців, тобто один рік (один день, два дні, один тиждень, один місяць, шість місяців, один рік). За строками розрізняють депозити трьох видів: *депозити до запитання* (онкольні депозити — *call deposits*), коли кошти розміщуються на невизначений термін. Але по-

вернення (або зменшення суми) депозиту можливе за умовами попереднього повідомлення. Для даних депозитів притаманна невисока змінна відсоткова ставка, яка встановлюється за погодженістю сторін; короткострокові одноденні депозити (*one day deposits*). До них віднесені одноденні депозити типу “*овернайт*” (*o/n*), “*том-некст*” (*t/n*), “*спот-некст*” (*s/n*), які використовуються для підтримки короткострокової ліквідності банків за рахунками *НОСТРО*; *депозити на фіксовані строки (або строкові депозити)*. Зазвичай, такі депозити розміщуються на стандартні строки: 7 днів (один тиждень), 1, 2, 3, 6 місяців і 12 місяців (один рік). Дані строки мають назву “*прямих дат*” (*straight dates*). На практиці прийнято здійснювати відрахування депозитного терміну з дати спот, але можливі також депозити, які розміщені на умовах дати валютування “*завтра*” (*from tomorrow*). Можливі й інші варіанти. Вибір дати валютування залежить від: валюти депозиту; часу розміщення; кількості часових поясів між банком і країною валюти депозиту.

Валютні кошти клієнтів надходять на депозитні рахунки не безкоштовно, а під відсоток, який є платою за подальше їх використання фінансовою установою. Якщо мова йде щодо валютних депозитів, то вони мають три характеристики: *сума депозиту або принципал (principal amount)*; *відсоток (interest)* — є ціною використання позикових коштів. Є різні варіанти його нарахування (щомісячно, квартално, кожних півроку, за рік); *відсоткова ставка (interest rate)* обчислюється як відношення нарахованих відсотків за термін до принципалу [16, с. 26]:

$$\text{Відсоткова ставка} = \frac{\text{Сума нарахованого відсотку}}{\text{Сума депозиту}}. \quad (5.6)$$

Наприклад, якщо за місяць на вкладений депозит в 1 млн дол. було нараховано 10 тис. дол., то це означає, що номінальна місячна відсоткова ставка буде:  $10000 \text{ USD} / 1000000 \text{ USD} \cdot 100 \% = 1,00 \%$ .

Але, зазвичай, в Україні використовується річна відсоткова ставка (*per annum — p. a.*). Щоб обчислити суму відсотків за депозитом за конкретний термін, можна використати формулу простого відсотка:

$$\text{Нарахована сума відсотка} = \frac{\text{Сума депозиту} \cdot \text{Відсоткова ставка} \cdot \text{Відсотковий термін}}{\text{Кількість днів у році} \cdot 100}. \quad (5.7)$$

При розрахунку суми відсотків за строк, який менше року, використовується поняття *відсотковий термін (interest period)*.

За кількістю днів у році розрізняють два підходи їх врахування: *міжнародний* — кількість днів у році приймається рівним 360 дням;

*британський* — кількість днів у році приймається за 365 днів (або 366 днів у високосний рік). Британський підхід використовується при обчисленні відсотка за такими валютами: англійського фунта стерлінгів (*GBP*), ірландського фунта (*IEP*), сингапурського долара (*SGD*), гонконгського долара (*HKD*), південноафриканського ранду (*ZAR*).

У практиці міжнародної діяльності використовуються два способи написання відсоткової ставки: у вигляді десяткового дробу, наприклад,  $8,00\% = 0,08$ . Тобто один відсоток дорівнює ста базовим пунктам; у вигляді простого дробу, наприклад  $8\frac{1}{2}\%$ . У даному способі відсоткова ставка у вигляді простого дробу починається з  $\frac{1}{2}$  і може доходити до  $\frac{1}{64}$ . Ці два способи є прийнятливими і використовуються валютними дилерами в усьому світі.

## 5.5. Ризики валютних послуг і способи їх зменшення

Операції і надання послуг на валютних ринках пов'язані з валютними ризиками і ризиками відсоткових ставок, якими необхідно управляти, зменшуючи їх вплив за допомогою хеджування або страхування. Для надання таких послуг можна звернутися до відповідного відділу банку або іншої фінансової компанії. Як правило, розрізняють три категорії валютного ризику [15, с. 83]: *ризик за угодою (за валютною позицією за угодою); ризик при консолідації (при консолідованій валютній позиції); економічний ризик (при валютній економічній позиції)* (див. розд. 13).

Для вибору способу управління валютним ризиком необхідно оцінити кожен з цих ризиків і вибрати відповідний спосіб та інструмент хеджування.

Для хеджування валютних ризиків використовуються ринки валютних ф'ючерсів і опціонів, свопи і форвардні контракти.

**Ринок валютних ф'ючерсів.** Валютним ф'ючерсом називають контракти у валюті або угоди, укладені на ринку валютних ф'ючерсів на покупку або продаж валюти у майбутньому. Кожен такий контракт зумовлює певну кількість валюти і термін продажу або купівлі. Наприклад, якщо учасник ф'ючерсного контракту купив контракт у фунтах стерлінгів, то він знаходиться у довгій позиції у фунтах стерлінгів, і якщо учасник продав контракт в японських ієнах, то він знаходиться в короткій позиції в ієнах. Для покриття валютного ризику на ринку ф'ючерсів компанії займають позицію, протилежну існуючій

на готівковому ринку. Відмінності між терміновим (форвардними) валютним ринком і ринком термінових ф'ючерсних контрактів в основному стосуються п'яти позицій: місця укладення угоди (ф'ючерсні контракти укладаються на офіційних ф'ючерсних біржах); форми контракту (на ф'ючерсному ринку всі контракти стандартні); валюти угод (валюти угод на ринку ф'ючерсів менш різноманітні, ніж валюти термінового (форвардного) ринку; участі в операціях з ф'ючерсами клірингової палати (внесення початкової і підтримуючої маржі, клірингу); розміру депозиту (внесення початкової і підтримуючої грошової маржі, що становить 4–10 % від суми угоди).

**Ринок валютних опціонів.** Даний ринок — у деякій мірі терміновий ринок, але з одною важливою відзнакою. Покупець має право (але не зобов'язання) реалізувати виконання опціону або дозволити цьому опціоном втратити силу. Існують два типи ринків опціонів: біржові ринки (ринок стандартних контрактів) і позабіржові ринки. Розрізняють такі валютні опціони: *опціони на купівлю і продаж валюти (опціони колл і пут), американські і європейські опціони, опціони “грошові” (валютні опціони для поставки валюти) і опціони за ф'ючерсними контрактами (передбачають продаж строкових валютних контрактів, або ф'ючерсів)*. На сьогодні використовуються різні комбінації валютних опціонів для хеджування ризиків. Наприклад, Банк Креді Ліонне випустив у 1987 р. валютні опціони з відсотком від прибутку, які поєднують переваги термінового валютного контракту і валютних опціонів.

**Ризик відсоткових ставок і основні інструменти його управління.** Окрім валютного ризику серйозну увагу необхідно приділяти управлінню ризиком коливання відсоткових ставок, так як даний ризик може значно вплинути на фінансовий стан фінансових установ і компаній (див. розд. 13). *Управління ризиком процентних ставок* включає наступні етапи: прогнозування, вибір політики, вибір способів покриття (фіксована ставка проти плаваючої, своп, ФРА — ф'ючерсні контракти за відсотковими ставками, термінові операції за процентними ставками — форвард/форвард, ф'ючерси, опціони), оцінку політики покриття.

### **Методи хеджування валютних ризиків**

З появою плаваючих валютних взаєморозрахунків у другій половині ХХ ст. зростаюча увага приділяється пошуку методів страхуван-



ня (хеджування) валютних ризиків. При цьому використовуються наступні підходи. *Перший підхід* — передбачає операції або по форвардним валютним контрактам на міжбанківському ринку за участю крупних валютних банків, або валютні свопи, що проводяться двома учасниками, які бажають обмінятися борговими зобов'язаннями в різних валютах. Як ми вже відзначали, ці методи відносяться до внутрішніх методів хеджування ризиків. *Другий підхід* — полягає в торгівлі стандартизованими валютними контрактами на спеціально організованих для таких цілей ринках. У даний час існують великі (за масштабами операцій) конкурентні ринки для валютних ф'ючерсних контрактів, опціонів і опціонів на ф'ючерси. Дані методи відносяться до зовнішніх методів хеджування ризиків.

**Валютні ф'ючерси.** Як вже зазначалося, валютними ф'ючерсами називають контрактні угоди на покупку або продаж стандартизованої суми іноземної валюти по стандартизованій специфікації валют за погодженою ціною у майбутньому. Особливостями валютного ф'ючерсного ринку є: висока міра стандартизації контрактів; обмежена кількість валют, які обмінюються одна на одну; висока ліквідність контрактів; надійність підписаних угод; можливість при незначних початкових витратах оперувати значними грошовими сумами. Стандартизовані ф'ючерсні контракти мають ряд елементів, які встановлюються біржами. До них відносяться: одиниця або обсяг контракту; метод котирування ціни; мінімальна зміна ціни; межі ціни; заздалегідь визначена дата закінчення торгівлі; розрахункова дата; забезпечення або вимоги маржі. Можуть бути і такі параметри контрактів: сума контракту; мінімальна зміна ціни; вартість пункту; максимальна зміна ціни за день; місяць контракту; час операції; час останнього дня; останній день операції; дата постачання. Основними учасниками валютного ф'ючерсного ринку є клірингові банки, пенсійні фонди, центральні банки країн, фінансові компанії, що працюють на фондовому ринку, приватні особи та інші особи, які здійснюють свої операції через міжнародні фінансові центри (Нью-Йорк, Токіо, Лондон та ін.). Ціною покупки валютного ф'ючерсу є взаємно погоджений між продавцем і покупцем обмінний курс, виражений у доларах США за одиницю іншої валюти, яка увійшла до стандартного переліку валют (кошику) даної біржі. Вартість ф'ючерсних контрактів складається з двох видів витрат: змінних комісійних витрат; постійних витрат, виражених у вигляді первинного депозиту (маржі), що вноситься при укладенні контракту, а також додаткових внесків,

що перераховуються у випадку несприятливих змін курсу валют (підтримуючої маржі).

Основою для здобуття прибутку або виникнення збитків при здійсненні ф'ючерсних операцій є різниця між поточним і погодженим за контрактом валютними курсами. Дану різницю фахівці називають *базисом рівноваги* і розраховують за такою формулою:

$$B = S \cdot \frac{(Rd - R)}{100} \cdot \frac{P}{365}, \quad (5.5)$$

де  $B$  — базис рівноваги;  $S$  — спот-курс валют;  $Rd$  — доларова процентна ставка по депозитах;  $R$  — процентна ставка по депозитах для валют, які обмінюються на долари;  $P$  — період (у днях) між підписанням і здійсненням ф'ючерсного контракту.

Котирування фінансових ф'ючерсних контрактів публікуються в усіх основних фінансових джерелах світу і дають однакові відомості для різних контрактів.

**Валютні опціони.** Банки і брокери можуть здійснювати операції з опційними контрактами. Як ми вже відзначали, існує два типи ринків опціонів: біржові ринки і позабіржові ринки. На біржових ринках продаються стандартизовані валютні контракти за певними видами валют, які завжди котируються по відношенню до *USD*. На позабіржових ринках опціонів контракти не стандартизовані і сторони домовляються щодо суми контракту, валюти і дати виконання. Такі опціони називаються "*Опціонами за угодою*" і ціна премії призначається фінансовою організацією. Покупець опціону на покупку (або продаж) отримує право (але не несе зобов'язання) на покупку (або продаж) за фіксованим курсом деякої кількості валюти у заздалегідь встановлену дату або протягом певного терміну. Продавець опціону на покупку (або продаж), навпаки, зобов'язується продати (або купити) за фіксованим курсом деяку кількість валюти у встановлену дату або протягом певного часу. Розрізняють наступні види опціонів на покупку або продаж валюти: опціони на покупку валюти (*call*); опціони на продаж валюти (*put*). Ці опціони можна купити або продати і можливі чотири варіанти операції з ними: покупка опціону на покупку валюти; покупку опціону на продаж валюти; продаж опціону на покупку валюти; продаж опціону на продаж валюти. При цьому, як правило, до покупки опціонів на продаж або покупку валюти прибігають компанії, прагнучи забезпечити покриття валютного ризику, а продаж опціонів здійснюється банками і спекулянтами. Окрім зазна-

чених видів розрізняють **американські** і **європейські опціони**. *Американські опціони* дають право своєму власникові виконати їх у будь-який час протягом періоду їх дії. *Європейські опціони* дають право їх власникові виконати його лише в кінці обумовленого періоду, тобто конкретну дату розрахунків. Така відмінність впливає на вартість опціону. У більшості випадках на біржових ринках котируються американські опціони. На позабіржовому ринку котируються обидва ці види опціонів, що зумовлюється контрактами. При покупці опційного контракту найбільш важливими є три його елементи: ціна виконання, термін виконання, премія, яку необхідно сплатити при його покупці (ціна опціону). Вартість валютного опціону залежить від багатьох параметрів: ціни виконання, поточного курсу, термінового курсу, терміну виконання, вразливості валюти. Залежно від співвідношення ціни використання опціону (власника) і його ціни “*spot*” у валюті виконання операції, може скластися три типи ситуації: ціна виконання опціону збігається з ринковою; ціна виконання опціону вигідніша ринкової; співвідношення ціни виконання опціону і ринкової ціни робить його використання невикористання невигідним.

Як правило, вартість опціону складається з двох частин: *внутрішньої (або дійсної) вартості*; *тимчасовій вартості* [15, с. 132].

**Внутрішня (дійсна) вартість** — це фінансовий прибуток від негайного виконання опціону. Вона відображає різницю між ціною виконання опціону і ринковою ціною “*spot*” даної валюти. Дійсна вартість європейського опціону залежить від різниці між ціною виконання і терміновим курсом. Дійсна вартість американського опціону залежить від різниці між ціною виконання і терміновим курсом; різниці між ціною виконання і поточним курсом.

**Тимчасова вартість опціону** пов’язана з можливістю такої зміни ціни даної валюти за термін дії опціону, при якому його вартість збільшується за строк, що залишився до його закінчення. Тобто величина тимчасової вартості відповідає вартості особливих переваг, пов’язаних з його володінням. В основному вона залежить від двох параметрів: уразливості (волатильності) валюти (чим більше уразливість, тим вигідно мати опціон, що гарантує захист від коливань курсу); терміну виконання опціону (чим більше термін, тим більше шансів у власника реалізувати виконання опціону і премії при цьому збільшуються). Підрахунок тимчасової і внутрішньої вартості опціону складається з трьох кроків: *1-й крок* — *підрахунок внутрішньої вартості опціону (ціна “spot” мінус ціна виконання опціону)*; *2-й крок* — *визначення*

*різниці між внутрішньою і загальною вартістю; 3-й крок — величина, отримана при другому етапі, складе тимчасову вартість.*

Для розрахунку вартості опціону використовується модель опціонного ціноутворення *Блека-Шольца*. При поясненні премій за валютними опціонами ця модель використовує п'ять змінних величин: 1) *різницю* між ціною “*spot*” даної валюти і ціною виконання опціону. Чим вона більша, тим більше внутрішня вартість опціону; 2) *термін дії опціону*. За інших рівних умов опціонні контракти з великим терміном мають більшу вартість, ніж опціони з меншим терміном; 3) *відносні процентні ставки* за двома валютами, включеними до опціонного контракту; 4) *мінливість ціни* (обмінного курсу) даного активу. Утворення ціни опціону знаходиться під впливом характеру зміни ціни активу; 5) *рівновага між попитом і пропозицією* опціонних контрактів може змінюватися залежно від кількох чинників. До них відносяться сезонні, циклічні і епізодичні події.

На біржовому опціонному ринку контракти з оплатою в *EUR*, *GBP*, японській ієні, канадському доларі котируються в центах *USD*. Неамериканський експортер, який хоче зменшити ризик від зниження курсу долара, повинен купити опціони на покупку. Неамериканський імпортер, який забезпечує валютне покриття від підвищення курсу долара, повинен купити опціон на продаж. Розглянемо приклади покриття валютного ризику за допомогою опціонів.

**Приклад.** Англійський експортер, який чекає надходження платежу в доларах через три місяці за своє експортне постачання, може купити опціони на покупку через три місяці за ціною виконання  $P_e$ , сплативши премію у розмірі  $P$  (рис. 5.3).

Якщо поточний обмінний курс фунта стерлінгів при настанні дати розрахунків буде нижче або дорівнює  $P_e$  — ціні виконання, то опціон на покупку не буде виконаний. У даному випадку покупець опціону втрачає внесену ним премію  $P$  і продає валюту на готівковому ринку. Якщо поточний валютний курс *GBP* вище на величину  $S$ , то власник опціону його виконає і отримає прибуток. Причому, чим вище обмінний курс, тим вище прибуток. На рис. 5.3 відображено зв'язок між поточним валютним курсом і ціною виконання  $P_e$  і показано основу прибутку або збитків.

**Приклад з неамериканським імпортером.** Німецький імпортер, який повинен отримати платіж у доларах через шість місяців, може купити опціон на продаж через шість місяців за ціною виконання  $P_e$ , сплативши премію  $P$  (рис. 5.4).

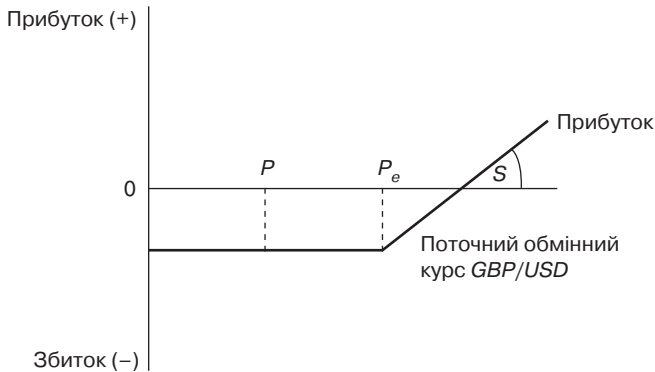


Рис. 5.3. Покупка опціону покупця

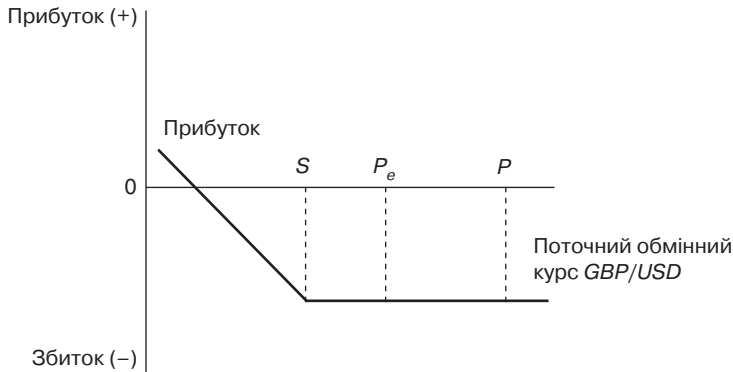


Рис. 5.4. Покупка опціону на продаж

Якщо при настанні терміну виконання опціону курс *EURO* буде нижчий за ціну виконання, то імпортер виконає опціон, і якщо обмінний курс *EURO/USD* буде вищий, то він дозволить опціону втратити силу, втративши при цьому премію  $P$ . Прибуток при цьому буде більше на таку величину, на яку буде нижчим валютний поточний курс. На відміну від ф'ючерсу, коли покупець може зазнати величезних збитків, у нашому випадку з імпортером і експортером їх максимальна величина збитку обмежена сумою премії.

Для управління продажем і покупкою опціонів використовуються різні стратегії: при уразливих валютах: покупка "стреддла" (або по-

двійного) опціону і покупка “стренгла”. При досить стабільних валютах: продаж “стреддла” і “стренгла”.

**“Стреддл”, або подвійний опціон.** У зв’язку з уразливістю валютних ринків одночасна покупка опціону на покупку і продаж з однаковою ціною виконання дає змогу отримати прибуток і захистити себе від серйозних коливань в одну або іншу сторону.

**“Стренгл”, або подвійний опціон “без грошей”.** Техніка “стренгла” полягає в одночасній покупці опціонів на покупку і опціонів на продаж по курсу “без грошей”. Використовуються й інші стратегії продажу і покупки валютного опціону “стреддл” або подвійний опціон.

**Валютні свопи.** Поняття і використання валютного свопу розглянуто раніше (див. розд. 2). На додаток до вказаної інформації до операції валютного свопу — одночасної покупки валюти на спотовому ринку і продажі її на форвардному ринку або навпаки розглянемо операцію “swaps” — обміну процентними ставками. Операція **“swaps” процентних ставок** — це контракт на обмін борговими зобов’язаннями з періодичними ставками, кожна з яких розраховується на різній основі процентних ставок і відносно певної суми. Дана операція дає можливість позичальникові обміняти борг з фіксованою процентною ставкою на борг з плаваючою процентною ставкою і навпаки, або, наприклад, борг з плаваючою процентною ставкою на інший борг з плаваючою ставкою, але з іншою обліковою ставкою. Види послуг валютного ринку і більш детальний механізм їх надання розглядається далі у цьому посібнику.

Отже, валютний ринок країни функціонує на міжнародній основі. Банки-дилери забезпечують зв’язок центрів валютного і фінансових ринків. Він здійснює кілька важливих функцій, до яких віднесені: передавання купівельної спроможності із однієї країни в іншу, хеджування ризиків, платежі і розрахунки за угодами (кліринг) і кредит. Види угод на валютному ринку і їх надійність пов’язані з видом валютної системи і політикою центробанків країни. На валютному ринку діє закон єдиної ціни. З даним законом пов’язана можливість здійснювати арбітраж між центрами ринку іноземної валюти і національними валютними ринками. Угоди або послуги, що укладаються і надаються валютним ринком, містять: платіжно-розрахункові (клірингові) послуги за міжнародними розрахунками, обмінні (конверсійні) послуги, ощадно-депозитні послуги, кредитні послуги, послуги з хеджування або страхування валютних ризиків і ризиків відсотко-

вих ставок. Надання послуг на валютному ринку відбувається на основі касових або поточних (спотових) угод і відкритих строкових (форвардних) угод. Дані угоди здійснюються залежно від ситуації і виду послуги.

### **Питання для самоконтролю**

1. Валютні системи і їх характеристики.
2. Валютні ринки: поняття, види, характеристики.
3. Функції валютних ринків і їх значення.
4. Чому валютний ринок вважається міжбанківським? Чому на даному ринку має велике значення відношення між банками-кореспондентами?
5. Деякі закономірності функціонування світового валютного ринку. Паритетні взаємовідношення.
6. Паритет купівельної спроможності: поняття, його розрахунок і використання.
7. Паритети: міжнародний ефект Фішера і ефект Фішера: поняття, використання.
8. Паритет відсоткової ставки: поняття, визначення, застосування. Що він обумовлює?
9. Поняття і види валютних курсів.
10. Визначення валютних курсів у коротко- і довгостроковому періодах.
11. Чинники, які впливають на валютні курси у довго- і короткостроковому термінах.
12. Послуги валютного ринку і їх особливості надання.
13. Платіжно-розрахункові послуги валютного ринку.
14. Кореспондентські відносини при наданні валютних послуг.
15. Кредитні послуги валютного ринку.
16. Кліринг на валютному ринку.
17. Конверсійні операції (послуги).
18. Ощадно-депозитні послуги валютного ринку.
19. Валютні ризики і послуги з їх хеджування.
20. Інструменти надання валютних послуг.
21. Векселі, поняття і їх використання на валютних ринках.
22. Простий і перевідний векселі та їх використання на валютних ринках.
23. Чеки, види та їх використання на валютних ринках.
24. Акредитиви, види та їх використання на валютних ринках.

25. Види ризиків валютного ринку і необхідність ними управляти.
26. Способи зменшення валютних ризиків: внутрішні та зовнішні методи хеджування валютних ризиків.
27. Покриття валютних ризиків за допомогою страхових компаній і банків.
28. Внутрішні способи хеджування валютних ризиків і їх застосування.
29. Зовнішні способи хеджування валютних ризиків і їх застосування.
30. Інструменти хеджування валютних ризиків: валютні ф'ючерси і опціони, поняття, характеристики, застосування.
31. Ризики відсоткових ставок, способи та інструменти їх хеджування.
32. Регулювання послуг валютного ринку в Україні.

## **Контрольні завдання**

### *Завдання 1*

Припустимо, що ви громадянин України, який вчиться в Німеччині. Ви знаєте, що через місяць отримаєте з України грант на навчання у сумі 100 тис. грн. Як можна хеджувати курсовий ризик? Як можна застрахуватися від нього?

### *Завдання 2*

Припустимо, що на третій рік у день, встановлений вашим договором про своп, спотовий курс становить 1,20 дол. за євро. Які суми будуть переведені один одному протилежними сторонами за свопом?

### *Завдання 3*

Припустимо, що валютний курс становить 0,011 дол. за 1 ієну. Яким чином можна отримати арбітражний прибуток, маючи у наявності 10 тис. дол., якщо ціна золота у доларах становить 100 дол. за унцію, а в ієнах — 10 тис. ієн за унцію?

### *Завдання 4*

На ринку встановилися такі валютні курси: 0,20 дол. за 1 українську гривню і 0,30 дол. за 1 азербайджанський манат. Який валютний курс повинен існувати між гривнею і манатом?



### *Завдання 5*

Якщо ціна англійського фунта стерлінгів в євро становить 1,5 євро, яка ціна 1 євро у фунтах стерлінгів?

### *Завдання 6*

Стан країни завжди погіршується, якщо її валюта падає в ціні. Чи правильне таке твердження? Поясніть відповідь.

### *Завдання 7*

Якщо попит на експорт країни впаде з одночасним зростання імпортного мита, що відбудеться з валютою країни у довгостроковому терміні: вона зміцниться чи знеціниться?

### *Завдання 8*

Якщо Європейський центральний банк вирішить скоротити грошову масу для переборювання інфляції, що може відбутися з курсом долара США?

### *Завдання 9*

Якщо ціна фунта стерлінгів в українських гривнях становить 36,0 *UA*, яка ціна української гривні у фунтах стерлінгів?

### *Завдання 10*

Американський банк очікує, що відсоткова ставка в Лондоні впаде з 14 до 12 %. Відсоткова ставка в Нью-Йорку залишить на рівні 10 %. Курс спот англійського фунта становить 2,00 *USD* і діє паритет відсоткової ставки. Необхідно пояснити, які дії повинен виконати банк для того, щоб отримати зиск від ситуації, яка склалася з відсотковими ставками.

## **Література**

1. *Податковий кодекс України* (зі змін, і доп., внесеними Законом України від 23.12.2010 р. № 2856-VII).
2. *Закон України “Про банки і банківську діяльність”* від 07.12.2000 р. № 2121-III (зі змін, і доп.).
3. *Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”* від 12.07.2001 р. № 2664-III (зі змін, і доп.).

4. Декрет КМУ “Про систему валютного регулювання та валютного контролю” від 19.02.1993 р. № 15-93 (зі змін. і доп.).
5. *Віднійчук-Вірван Л. А.* Міжнародні розрахунки і валютні операції: навч. посіб. / Л. А. Віднійчук-Вірван. — Л. : Магнолія, 2006, 2007. — 214 с.
6. *Лин Кетти.* Детрейдинг на ринке FOREX. Стратегія извлечения прибыли / Кетти Лин: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 240 с.
7. *Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер.* Мировые финансы: пер. с англ. — М.: ООО Изд.-консалтинг. компания “ДеКа”, 1998. — 768 с.
8. *Михайлів З. В.* Міжнародні кредитно-розрахункові відносини та валютні операції: навч. посіб. / З. В. Михайлів, З. П. Гаталяк, Н. І. Горбаль. — Л. : Львівська політехніка, 2008. — 244 с.
9. *Мишкин Фредерик С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.: ООО “ИД Вильямс”, 2006. — 880 с.
10. *Петрашко Л. П.* Валютні операції: навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2001. — 204 с.
11. *Перар Жозет.* Управление международными денежными потоками. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 208 с.
12. *Пискулов Д. Ю.* Теория и практика валютного дилинга = Foreign Exchange and Money Market Operations: прикл. пособие. — 3-е изд., испр. и доп. — М.: Диаграмма, 1998. — 256 с.
13. *Руденко Л. В.* Організація міжнародних кредитно-розрахункових операцій в банках: посібник. — К.: Вид. центр “Академія”, 2002. — 378 с.
14. *Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: учебник. — ИНФРА-М, 2000. — 698 с.
15. [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)
16. [www.finance.ua](http://www.finance.ua)
17. [www.ligazakon.ua](http://www.ligazakon.ua)
18. [www.privatbank.ua](http://www.privatbank.ua)

## Розділ 6

# ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

### 6.1. Роль світової фінансової системи – її функції і складові

Світова фінансова система тотожна національній фінансовій системі і виконує такі самі функції, як: перенесення купівельної спроможності від країни до країни шляхом здійснення платежів і розрахунків за міжнародними угодами; забезпечення надійної одиниці вартості шляхом використання базових (конвертованих) валют; слугує стандартом для відкладених платежів; виконує інші функції. На сьогодні завдяки глобалізації та інтеграційним процесам стираються кордони при русі потоків грошових коштів із однієї країни в іншу. Країни можуть користуватися міжнародними кредитними джерелами шляхом залучення необхідних фінансових ресурсів через міжнародні фінансові ринки, а також надавати різноманітні фінансові послуги. Але ефективне виконання перелічених функцій залежить від ступеня інтеграції національної фінансової системи у світову. Крім того, національна фінансова система будь-якої країни може функціонувати ефективно без інфляції. Інфляція існує в будь-яких країнах у зв'язку із знеціненням як національної, так і міжнародної валют і являє собою небезпеку для виконання більшості функцій фінансової системи. Тому одними із напрямів, що необхідно для успішного функціонування світової фінансової системи, є: забезпечення надійної ліквідності; застосування механізму регулювання; використання надійної грошової одиниці. Це, у свою чергу, забезпечує ефективне функціонування міжнародних фінансових ринків з точки зору фінансових послуг.

Основною відмінністю світової фінансової системи від національної є те, що при здійсненні міжнародних угод поряд з національною валютою використовуються одна або більше іноземних валют. Традиційно це є американський долар, європейська валютна одиниця та інші конвертовані валюти. Така залежність пов'язана з підвищеними ризиками від коливання курсових різниць і відсоткових ставок. Світова фінансова система так само, як і національна фінансова система, традиційно поділяється на міжнародний грошовий ринках і

міжнародний ринок капіталів, з відповідними фінансовими інститутами і механізмами регулювання.

Серед світових фінансових ринків можна виокремити п'ять складових — це національні фінансові ринки, традиційні міжнародні фінансові ринки, міжнародні валютні ринки, євrorинки і офшорні банківські ринки. *Національні фінансові ринки* включають ринки коротко- і довгострокового позикового капіталу, національні валютні ринки і деякі ринки похідних фінансових інструментів, включаючи ринки фінансових ф'ючерсів і опціонів. Дані ринки функціонують у межах обмежень урядової політики і політики центрбанку. На *традиційних фінансових ринках* здійснюються позики та інвестиційні угоди між резидентами двох країн з використанням однієї валюти. *Євrorинки* включають ринок євровалюти, ринок єврооблігацій, євродоларові ф'ючерси і опціони, валютні і відсоткові свопи. Євровалюта — це строковий депозит, який відкритий в банку, який розташований за межами країни, в який обертається дана валюта. *Офшорні банківські центри* можна умовно поділити на “паперові” і “функціональні”. У “паперових” центрах зберігають документацію, а банківські операції здійснюються у незначних обсягах. “Функціональні” центри, навпаки, надають депозитні послуги і кредити. Існує три основних види офшорних ринків. Перший передбачає наявність спеціальних формально встановлених домовленостей з світовими фінансовими центрами, такими як Нью-Йорк, Токіо, Сінгапур. Дані ринки забезпечують міжнародні банківські послуги. Другий вид офшорного ринку — лондонська модель. У Лондоні, Гонконгу та інших центрах фінансові угоди вільні від обмежень незалежно від того, здійснюються вони резидентами чи нерезидентами. У даних місцях офшорний ринок — це просто офшорні угоди між нерезидентами, так як внутрішні і зовнішні угоди об'єднані. Третій тип офшорного ринку — “податкове сховище”. Це такі офшорні зони (карибські офшорні банківські центри, нью-йоркські офшорні зони та ін.), в яких відсутнє оподаткування.

Євrorинки, зазвичай, не підпорядковуються національним або внутрішнім правилам, таким як резервні вимоги і страхування депозитів. Між даними ринками і традиційними міжнародними ринками існує тісний взаємозв'язок. Наприклад, коли міжнародний позичальник має намір отримати велику позику, яка не може бути надана одним кредитором, то вирішенням проблеми може бути організація міжнародного консорціуму банків для кредитування через євrorин-

ки. Євrorинки також тісно пов'язані з офшорними ринками, так як вони обслуговуються однією групою банків. Ці два ринки мобілізують ліквідні засоби, виконують посередницькі функції і майже не підпорядковуються внутрішньому регулюванню. Міжнародні валютні ринки відіграють велику роль у світовому масштабі, так як є центрами всіх інших міжнародних ринків і виконують базову функцію платежів і розрахунків.

Основні постачальники фінансових послуг на міжнародних фінансових ринках — це банки. Клієнти банків, які активно здійснюють операції на міжнародних ринках, мають потреби в різноманітних послугах: від отримання кредитів і виконання платежів і розрахунків до консультацій і прямої маркетингової допомоги. Таке зростання кількості і видів послуг пов'язано із зростанням споживчого попиту і посиленням міжнародної конкуренції. Найбільший обсяг послуг, що надаються на міжнародних ринках, є: надання іноземної валюти, яка необхідна клієнтам для здійснення своїх операцій; хеджування від ризику знецінення іноземної валюти і змін відсоткових ставок за допомогою фінансових ф'ючерсів і опціонів та інших фінансових інструментів; пропозиція клієнтам короткострокових і довгострокових кредитів або кредитних гарантій; надання іноземним клієнтам засобів платежу і ощадних вкладів для накопичення; гарантоване розміщення на ринку єврооблігацій боргових цінних паперів і облігацій, що випускаються в обіг для залучення фінансових ресурсів клієнтами банків (андерайтингові послуги); допомога клієнтам банків у збуті продукції за допомогою експортних торговельних компаній; інші послуги.

## **6.2. Ринки єврокредитів і євровалют та їх послуги**

Так само як і на внутрішніх ринках, на міжнародних ринках розрізняють: *міжнародний грошовий ринок* — увесь валютний ринок (частиною цього ринку є ринок *FOREX*) і *міжнародний ринок капіталів* (увесь ринок єврооблігацій, євроакцій і єврокредитів).

*Міжнародний грошовий ринок* — це короткостроковий ринок, на якому фінансові посередники (євробанки) зводять між собою, в ситуації вільній від урядового контролю, кредиторів і позичальників.

*Міжнародний ринок капіталів* — це довгостроковий ринок, через який здійснюється залучення довгострокових фінансових ресурсів за допомогою єврокредитів.

На даних ринках так само, як і на національних фінансових ринках, можна отримати відповідні фінансові послуги. Але, на відміну від внутрішніх ринків, як зазначалося, дані послуги надаються не тільки у національній валюті, а й в іноземних валютах, що веде до додаткових ризиків, які пов'язані з коливанням валютних курсів і відсоткових ставок і якими необхідно управляти.

### **6.2.1. Види інструментів розміщення валютних коштів на міжнародному фінансовому ринку**

Інструменти залучення і розміщення короткострокових валютних коштів змінюються від країни до країни. Але умовно їх можна звести у відповідні групи (табл. 6.1). Інструментами єровалютних ринків є *строкові депозити* і *євродепозитні сертифікати*.

Таблиця 6.1

#### **Основні інструменти короткострокових вкладень і залучень**

Інструмент	Строк	Ризик	Гнучкість
1	2	3	4
Банківські депозити до запитання	Різні	Низький ступінь	Дуже добра
Строкові банківські депозити	Різні	Низький ступінь	Для вилучення вкладу необхідне попереднє повідомлення
Строкові депозити у фінансових організаціях (окрім банків)	Можуть обговорюватися	Низький ступінь	Для вилучення вкладу необхідне попереднє повідомлення
Державні казначейські білети (Treasury Bills)	Від 3 місяців до 1 року	Ризик відсутній	Дуже добра
Внутрішні депозитні сертифікати	30, 60, 90 днів, іноді більше	Різний ступінь ризику	Вторинний ринок
Депозитні сертифікати в єровалюті	Від одного дня до 4 або 5 років	Низький ступінь	Вторинний ринок
Банківські акцепти	До 180 днів	Низький ступінь	Добра
Цінні комерційні білети	Від 30 до 270 днів	Різний ступінь ризику	Добра

1	2	3	4
Біржові цінні папери	Різні	Високий ступінь	Добра
Позики іншим компаніям (філіалам та ін.)	Різні	Змінний ризик	Слабка

**Строкові депозити.** Основним інструментом євровалютних ринків є **строковий депозит**, який не передається. При використанні цього депозиту клієнт вкладає на нього вільні кошти на визначений строк під визначений відсоток. Депонент не може отримати вкладені кошти до обумовленого в договорі строку. По закінченню цього строку вкладник отримує основну суму вкладених коштів і нарахований за строк вкладу відсоток. Іншим депозитним інструментом є **депозит, який передається** (*NCDs* або *CDs*). Євровалютний ринок є оптовим ринком і тому безстрокові вклади на ньому не використовуються.

**Депозитні сертифікати.** Депозитні сертифікати відіграють велику роль із-за високої ліквідності на вторинному ринку. Банки часто купують і продають свої депозитні сертифікати на вторинному ринку для забезпечення ліквідності інвестора. Такі операції роблять їх привабливішими для короткострокових вкладників. При випуску нового депозитного сертифікату банк вказує обсяг депозиту, дату його закінчення, відсоткову ставку і умови її нарахування. Відсоткові нарахування за депозитними сертифікатами здійснюються за формулою

$$\text{Ставка відсотка} \cdot \frac{\text{Кількість днів до настання строку платежу}}{\text{Число днів у році}} \cdot \text{Обсяг депозиту}. \quad (6.1)$$

**Приклад.** Якщо банк із Нью-Йорка розміщує у філіалі Сітібанку в Лондоні 1 млн дол. США для купівлі депозитного сертифікату зі ставкою 10 %, то сума нарахованого відсотка на цей сертифікат буде така:

$$10/100 \cdot 91/360 \cdot 1000000 \text{ дол.} = 25\,277,7 \text{ дол.}$$

Відсоткова ставка за депозитами, які передаються, називається *ставка на первинному ринку* і визначається ринковими чинниками та обговорюється емітентом і депонентом. Ставки за депозитними сертифікатами, які надруковані в газетах, зазвичай, являються *ставками вторинного ринку*.

Існує три види депозитних сертифікатів: “*men*” (*tap*), “*трани*” (*tranche*), “*ролловер*” (*rollover*). Депозитні сертифікати “*men*” мають фіксовані строки і суми за ними бувають 1 млн дол. США і більше. Використовуються, зазвичай, крупними міжнародними депонентами. Терм “*трани*” зазначає, що суми депозитних сертифікатів поділяються на декілька частин і використовуються дрібними інвесторами. Дані депозити інвестори купують через брокерів або інвестиційні банки. Депозитні сертифікати “*ролловер*” є контрактними депозитними сертифікатами і їх умови погоджуються емітентом і депонентом. Інвестор купує такий депозит у емітента на тривалий строк із змінними відсотковими ставками, які визначаються відповідно до існуючих ринкових умов на момент, коли настає строк платежу за сертифікатом і його продовження.

Багато депозитних сертифікатів, наприклад в доларах або в ієнах, емітуються в Лондоні. Окрім того вони емітуються в Токію японськими банками, в США — американськими банками і в інших розвинених країнах.

Євровалютний міжбанківський ринок відіграє провідну роль у перетіканні коштів від кредитора в одній країні до позичальника в іншій. Основні валюти, які використовуються в міжбанківській торгівлі, є: долар США, євро, англійський фунт, японська ієна, швейцарський франк та ін. Також важливу роль на міжбанківському валютному ринку відіграють євродоларові ф'ючерси і опціони. Розрахунки за всіма угодами на євродоларовому ринку здійснюються за допомогою системи міжбанківських клірингових розрахунків. Міжнародна міжбанківська електронна система платежів і грошових переказів (*SWIFT*) забезпечує підтримку при здійсненні міжбанківських платежів і грошових переказів завдяки високошвидкісній комп'ютеризованій системі передачі повідомлень.

Ризики, які несуть банки-учасники міжнародного міжбанківського ринку і якими необхідно ефективно управляти, такі: ризик неплатоспроможності; ринковий ризик; ризик, пов'язаний з діяльністю в конкретній країні; валютний ризик; ризик ліквідності; ризик виникнення кризи; політичний ризик.

### **6.2.2. Єврокредити і їх характеристики**

Основою розвитку ринку єврокредитів став розвиток міжнародної банківської діяльності. Кошти, які залучаються через міжнародний



грошовий (валютний) ринок і міжнародний ринок капіталів називаються *єврокредитами*. Єврокредити, або міжнародні консорціальні кредити, є короткострокові або середньострокові банківські кредити в євровалюті, що надаються на базі коригованих плаваючих процентних ставок (*roll over*) за межами країни, у валюті якої відкритий кредит. Дані кредити рефінансуються банками за рахунок тих коштів, що зберігаються в них на три- і шестимісячних депозитах, які на євrorинку розуміються як позики і позики в євровалюті без заставної гарантії, обміновані між банківськими контрагентами протягом певних періодів. У зв'язку з тим, що джерело фінансування постійно оновлюється, процентні ставки також повинні передивлятися. Зауважимо, що довгостроковий євrorинок відрізняється від ринку євровалют або короткострокового ринку тим, що на ньому відсутні посередники, або на цьому ринку діють відповідні посередники, які надають специфічні послуги (див. Андеррайтинг). Даний ринок влаштований так, що позичальники і кредитори можуть спілкуватися між собою безпосередньо наспряму. Інструменти довгострокового євrorинку — це єврокредити і єврооблігації.

Позичальник завжди спрямовує свої зусилля на отримання кредиту за мінімально можливою відсотковою ставкою і ціною позики. Тому банки, які діють на євровалютних ринках кредитування, повинні підтримувати свої ліквідні позиції у збалансованому стані і контролювати ціни на свої засоби. Тобто контролювати доходи від спредів і комісійних. Ці доходи повинні компенсувати ризики, які несуть банки на ринку.

Кількість банківських інструментів, які позичальники можуть використовувати на міжнародних фінансових ринках для забезпечення гарантії емісії короткострокових цінних паперів, все збільшується. Інструментами залучення короткострокових кредитів на євrorинку слугують *євроноти (NIF)* і *короткострокові комерційні векселі (ECP)*. Для залучення середньострокових коштів використовуються *середньострокові прості векселі (MTN)*. На ринку "*послуг гарантованої емісії*" або *note insurance facilities (NIF)* використовуються все нові інновації, які забезпечують більшу гнучкість ринку і зменшують вартість посередницьких послуг.

**Програма випуску євронот (NIF) і джерела кредиту, який поновлюється (RUF).** *Євроноти* — це короткострокові боргові цінні папери, які випущені в обіг і гарантовані банками або резервними угодами. Іншим середньостроковим джерелом кредитування для емісії ко-

роткострокових цінних паперів є “поновлювальні кредитні програми за твердою підпискою” (*Revolving Underwriting Facilities — RUF*). За даними програмами банки фінансують погашення поточної емісії у випадку неможливості реалізації цінних паперів. Короткострокові євроноти (строком від 3 місяця до 1 року) випускаються періодично відповідно до потреб позичальника. Дані інструменти є проміжною формою між єврокредитами і євроемісіями, так як в даному випадку позичальник на міжнародному ринку випускає короткострокові векселі і якби гарантує себе середньостроковим кредитним інструментом, що виступить як субінститут у тому випадку, якщо короткострокові цінні папери не будуть реалізовані.

Способи розміщення міжнародних програм кредитування схожі з тими, які використовуються для міжнародних емісій цінних паперів. Банки або брокерські компанії утворюють синдикати андеррайтерів для реалізації нот серед інвесторів за встановленою ставкою. Розміщення даних паперів серед інвесторів здійснюється через систему банківських торгів, на яких банки виступають для своїх клієнтів у ролі дилерів, і максимальні ставки, за якими встановлюються за євронотами і пільговими кредитами, виходячи із ставки *LIBOR* (або *LIBID*, або ставки за депозитними сертифікатами). Розмір відсоткової ставки залежить від того, наскільки євроноти легко будуть розміщені на ринку. За управління банки стягують комісійні, які складаються з відсотків за підтвердження і використання.

**Характеристики єврокредитів.** Основні характеристики єврокредитів, наприклад, можуть бути такі. Суми кредитів становлять, зазвичай, від 100 до 500 млн дол. США. Терміни надання кредитів можуть бути як короткострокові, так і довгострокові і складають від 10 місяців до 12 років. Процентні ставки розраховуються на основі облікових ставок *LIBOR*, *PIBOR*, *SIBOR*, прайм-рейт, плюс різниця спред (*spread*) і регулярно передивляються. Комісійні, які виплачуються банкам, складаються із суми: комісійних за управління, виплачувані банку, що управляє; комісійних за участь — розподіляються між членами банківського синдикату; комісійних за обслуговування кредиту — відсотки з позики, що отримуються членами синдикату.

Розрізняють наступні види єврокредитів: синдикативне; єврокредити з обмовкою про валютний опціон (“*multi-currency clauses*”).

**Синдикативні єврокредити.** Синдикативними єврокредитами називаються довгострокові кредити на крупну суму і передбачають, як і у випадку з єврооблігаціями, створення спеціальної структури.

Керівник банку, промовець як “провідний менеджер” формує банківський синдикат і визначає умови кредиту за участю позичальника. Своєю чергою члени синдикату беруть на себе зобов’язання надати свою частину кредиту.

**Єврокредити з обмовкою про валютний опціоні (“multi-currency clauses”).** При наданні єврокредитів з обмовкою про валютний опціон при настанні терміну платежу позичальникові надається можливість вибору валюти погашення боргу (одній або декілька). Дана обмовка дає змогу позичальникові здійснити прихід і витрату грошових коштів в єдиній валюті і уникнути таким чином валютний ризик.

### **6.2.3. Послуги з надання міжнародних кредитів**

Основний дохід банків від операцій за кордоном утворюється за рахунок наданих кредитів (позик). Більшість великих національних банків мають за кордоном розгалужену систему іноземних філіалів і дочірніх банків, через які здійснюються кредитні, депозитні та інші операції.

Більшість великих міжнародних кредитів надаються за допомогою операцій на ринках євровалют. Міжнародні банки, які діють на даних ринках, приймають строкові депозити від небанківських інвесторів, а потім використовують отримані кошти для видачі короткострокових і довгострокових позик. Позикові кошти можуть бути представлені або у вигляді прямих позик, або за допомогою міжбанківського ринку позичатися іншим іноземним банкам. За своїми характеристиками позики або кредити, що видаються зарубіжним клієнтам, подібні до позик, що видаються місцевим компаніям і фірмам. Вони в більшості — середньострокові, мають змінні відсоткові ставки і надаються клієнтам на умовах плато- і кредитоспроможності, тобто на умовах надійності. Але між цими двома видами позик можуть бути суттєві різниці в джерелах фінансування, в ступені синдикуваності, вартості їх використання і типу забезпечення. На міжнародних кредитних ринках можна отримати класичні і нові кредитні послуги.

До **класичних кредитних** послуг належать: банківський акцепт, лінії гарантованого взаємозаліку цінних комерційних паперів, середньострокові банківські гарантії у формі акредитивів. *Банківський акцепт* — це переказний вексель з гарантією комерційного банку на строк, який, зазвичай, не перевищує шести місяців. *Лінії*, що гарантують взаємозалік цінних комерційних паперів (або кредитні лінії), від-

криваються банками, які в такий спосіб гарантують емісію деяких фінансових інструментів, зокрема короткострокових євроекселів. *Середньострокові банківські гарантії* у вигляді акредитивів є гарантіями, які надають банки через середньострокові акредитиви. До *нових кредитних послуг*, як було зазначено, належать: багатокомпонентні кредитні програми, кредитні програми підтримки емісії євронот. Позиковий відсоток за євrokредитами прив'язаний до ставки продавця на Лондонському міжбанківському ринку депозитів (*LIBOR* — *London Interbank offered rate*), Паризькому міжбанківському ринку депозитів (*PIBOR* — *Paris Interbank offered rate*), Сінгапурському міжбанківському ринку депозитів (*SIBOR* — *Singapore Interbank offered rate*), або відповідно до базової ставки по кредитах небанківському сектору США (*prime-rate*) та ін.

Розмір маржі (*spread*) визначається, виходячи з базової ставки, і залежить від таких чинників: фінансового стану позичальника, ситуації на ринку, банківської політики, процентної ставки, характеру позики та ін. Велика частина позик в євровалютах надаються на умовах плаваючої процентної ставки, яка прив'язана до ставки *LIBOR* або іншим переліченим ставкам. Зазвичай, ці позики називають облігаціями з плаваючою ставкою (*floating rate notes (FRN)*). Ці ставки передивляються і коригуються кожного місяця відповідно до ставок, що діють, або до базових ставок. Дійсну процентну ставку, зазвичай, встановлюють з деяким перевищенням над базовою ставкою і величина перевищення залежить від кредитоспроможності позичальника. Необхідно відзначити, що різниця між ставками за позиками і кредитами (*процентний диференціал*) набагато нижча за вартість кредитів, які надаються на національних ринках (рис. 6.1). Це пояснюється відсутністю валютного регулювання на даному ринку. Регулювання веде до підвищення витрат вітчизняних фінансових організацій, і піклуючись про прибуток, вони вимушені збільшувати диференціал ставок.

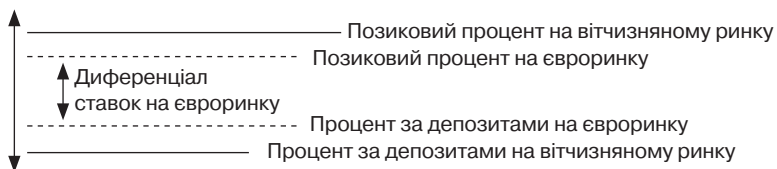


Рис. 6.1. Порівняльна структура процентних ставок на національному ринку і ринку євrokредитів

Проте ставки на євrorинках тісно пов'язані з внутрішніми процентними ставками із-за можливості валютного арбітражу і тому відсоток по депозитах на євrorинку, зазвичай, привабливий. Хоча позики на євrorинку, як ми вже відзначали, називають облігаціями з плаваючою процентною ставкою, але між євrokредитами і євroоблігаціями існує істотна різниця. Ця різниця полягає у вартості, термінах позики, її розмірах, гнучкості і швидкості здобуття коштів.

*Різниця за вартістю.* Євroоблігації випускаються з фіксованою і плаваючою процентною ставкою, тоді як євrokредити можна отримати лише під плаваючу процентну ставку, яка періодично коригується. *Різниця за термінами.* Євroоблігації — це довгострокові кредити до 20 і більше років, тоді як євrokредити — це коротко- і середньострокові позики. *Різниця за сумами.* Емісія облігацій, зазвичай, здійснюється на меншу суму, ніж євrokредити. *Різниця за швидкістю отримання грошових коштів.* На ринку євrokредитів швидкість здобуття грошових коштів більш висока, ніж при емісії облігацій. Облігації необхідно ще розмістити на ринку. *Різниця за гнучкістю позики.* Гнучкість позики по євroоблігаціях залежить від цілей позичальника і вигляду емісії євroоблігацій. У той самий час євrokредити — це дуже гнучкі фінансові інструменти з широким вибором видів їх використання.

#### **6.2.4. Реальні відсоткові ставки**

Інвестори, які купують на міжнародному ринку цінні папери, здійснюючи валютні вкладення, повинні знати дохідність своїх вкладень, тобто реальні відсоткові ставки. Так як валютний курс постійно змінюється, при розрахунку валют необхідно враховувати ці зміни.

*Реальна ставка дохідності валютних вкладень* — це ставка, яка враховує номінальну відсоткову ставку за даною валютою і динаміку обмінного курсу даної валюти на термін інвестування.

**Приклад.** Припустимо, що європейська компанія, маючи надлишок грошових коштів на суму 1500000 *EUR*, щорічно інвестує їх на ринку євродоларів. На момент розміщення даної суми на ринку євродоларів курс *USD / EUR* і відсоткові ставки були такі:

- курс *USD / EUR* = 1,10 *EUR*;
- відсоткові ставки за *USD* = 8,0 % річних.

К моменту погашення курс *USD / EUR* = 1,05 *EUR*.

Чому дорівнює реальна ставка дохідності за даною інвестицією? Відомо, що розрахунок реальної ставки дохідності здійснюється у такі етапи:

- 1) розміщена сума *EUR* у перерахунку на долари США:  
 $1500000 : 1,10 = 1363636 \text{ USD}$ ;
- 2) сума в *USD*, отримана по закінченню строку розміщення:  
 $1363636 \text{ USD} (1 + 0,08) = 1472727 \text{ USD}$ ;
- 3) та сама сума, але у перерахунку в *EUR*:  
 $1472727 \cdot 1,05 = 1546363 \text{ EUR}$ ;
- 4) реальна ставка дохідності за термін розміщення становить:

$$\frac{1546363 \text{ EUR} - 1500000 \text{ EUR}}{1500000 \text{ EUR}} \cdot 100 \% = 3,09 \%$$

Для прискорення розрахунку ставки дохідності, або реальної ставки, пропонується використовувати формулу

$$r_c = (1 + i_e)(1 + c_e) - 1, \quad (6.2)$$

де  $r_c$  – реальна ставка дохідності, або реальна відсоткова ставка;  $i_e$  – номінальна відсоткова ставка за іноземною валютою;  $c_e$  – позитивне, або від’ємне коливання курсу іноземної валюти по відношенню до національної валюти за термін інвестування.

Розрахуємо зміну валютного курсу *USD/EUR*:

$$c_e = 1,05 - 1,10/1,10 = (-0,0455) \text{ або } (-4,55 \%).$$

Використовуючи значення номінальної ставки за умовою  $i_e = 8,00 \%$  і формулу (6.1), обчислимо реальну ставку дохідності даних вкладень у дол. США:

$$r_c = (1 + 0,08)(1 - 0,0455) - 1 = 0,03086 \text{ або приблизно } 3,09 \%$$

Ми бачимо, що значення розрахунку за першим і другим способами співпали. Цей приклад дає змогу вивести такі важливі правила:

а) якщо курс іноземної валюти по відношенню до національної валюти збільшується, то ставка дохідності ( $r_c$ ), або реальна відсоткова ставка за вкладеннями, буде вище номінальної відсоткової ставки за даною валютою;

б) якщо курс іноземної валюти по відношенню до національної валюти зменшується, то ставка дохідності ( $r_c$ ), або реальна відсоткова ставка за вкладеннями, буде нижче номінальної відсоткової ставки за даною валютою.

При прийнятті рішень щодо інвестицій або позики в іноземній валюті на міжнародному ринку компанія (інвестор) повинна брати до

уваги багато факторів, такі як строковий курс валюти, або прогнозований курс, або вибрати імовірнісний підхід.

### **6.2.5. Депозитні послуги і очікувана дохідність внутрішніх і зарубіжних депозитів**

На зовнішніх фінансових ринках діють великі міжнародні банки, які можуть надавати депозитні послуги, відкриваючи депозити для клієнтів у різних валютах. Між відсотковими ставками даних депозитів і депозитами на внутрішніх ринках існує пряма залежність. Для пояснення її і для простоти будемо використовувати для розгляду даної залежності долар США, який є внутрішньою валютою, і *EUR*. Теорія попиту на активи припускає, що основний фактор попиту на внутрішні (доларові) і зовнішні (в *EUR*) депозити — є очікувана дохідність даних активів відносно один одного. Коли американці або європейці очікують, що дохідність доларових депозитів зросте і дохідність доларових депозитів перевищить дохідність депозитів в *EUR*, то попит на доларові депозити буде вище депозитів в *EUR*. Тобто буде діяти *паритет відсоткової ставки*, який пояснює, чому фінансові ресурси перетікають із однієї країни в іншу. *Умови відсоткового паритету* полягають у тому, що внутрішня відсоткова ставка дорівнює відсотковій ставці за кордоном, необхідно відняти очікуване зміцнення національної валюти. Тотожно і зворотне твердження, що внутрішня відсоткова ставка дорівнює відсотковій ставці за кордоном, але необхідно додати очікуване зміцнення іноземної валюти — інвестор завжди скористується, щоб заробити свої відсотки.

### **6.3. Міжнародний ринок капіталів: поняття, основні інструменти**

*Міжнародний довгостроковий фінансовий ринок* (ринок капіталів) — це, практично, ринок єврооблігацій. Для залучення позикових засобів корпорації можуть емітувати облігації за межами своєї країни у різних валютах для інвесторів, які працюють по всьому світу. Такі емісії дають відповідні переваги перед емісіями облігацій на внутрішніх ринках, так як вони негайно стають доступними для інвесторів з різних країн і вартість залучення через дану емісію фінансових ресурсів буває нижча, ніж вартість залучення на внутрішніх ринках.

Зазвичай, на міжнародному ринку капіталів емітується два типи облігацій — *іноземні облігації* і *єврооблігації* (*євробонди*).

*Іноземні облігації* — це міжнародні облігації, емітовані іноземним позичальником і виражені у валюті країни розміщення. *Єврооблігації* (*євробонди*) — це міжнародні облігації, що емітуються міжнародним синдикатом (див. “Андеррайтинг”), і продаються за межами країни, у валюті якої вони деноміновані. При цьому єврооблігації можуть бути номіновані у самих різних валютах. З точки зору інвестора, перевага єврооблігацій також полягає у свободі від податків і в анонімності. Якщо англієць інвестує в єврооблігації в Парижі, то він отримує переваги у вигляді свободи від свого національного регулювання, а також переваги по прибуткових податках і вітчизняних податках. Окрім цього єврооблігації привабливі простотою організації емісії (через відсутність урядового регулювання), швидкістю її проведення (тижнями, а не місяцями, як на національних ринках), приватністю всієї операції (вимоги про надання емітентом інформації або зовсім відсутні, або вони у край прості) і низькими витратами (витрати на розміщення плюс відсоток, зазвичай, виявляються нижчими, ніж на національних ринках).

Популярні облігації номіновані в декількох валютах, які можуть бути емітовані в одній з двох форм. Перша — *опційна емісія*, що дає можливість інвесторові отримувати відсотки і основну суму позики при погашенні у будь-якій з декількох валют, що зменшує валютний ризик. Друга форма — “*валютний коктейль*”. Це облігації, дохід інвестора за якими є сумішшю декількох валют у заздалегідь встановлених пропорціях, зазвичай, співвіднесених із спеціальними правами запозичення, або з *євро*. І перший, і другий вид облігацій має відповідну привабливість для інвесторів. *Спеціальні права запозичення (SDR)* є “валютним коктейлем”, що емітується Міжнародним валютним фондом (*МВФ*), який формується як середньозважена обмінних курсів валют США, Великої Британії, Японії і ЄС. Окрім перелічених облігацій емітуються багатовалютні конвертовані облігації. Фінансові менеджери, які працюють на міжнародних фінансових ринках, мають бути знайомі з умовами його функціонування. Принциповим при цьому є прийняти валютний ризик або його хеджувати.

### **Ринок єврооблігацій і послуги з їх розміщення**

*Єврооблігації* являють собою середньо- і короткострокові позики, які випускаються банківськими консорціумами. За ними нарахову-



ються відсотки, що виплачуються без утримання з джерела. Випуском облігацій займаються транснаціональні синдикати. Валюта, в якій виражені дані облігації і яка визначається позичальником і управляючим банком, не є місцевою для більшості інвесторів. Позичальник, який добре відомий потенційним інвесторам у декількох країнах, випускає єврооблігації. Зазвичай, доходи, які отримані за єврооблігаціями, звільнені від податків. На рис. 6.2 наведено основні етапи, які сприяють емісії єврооблігацій.

*1-й етап.* Позичальник звертається до банку, який стає управляючим консорціумом або “провідним менеджером”. Управляючий банк вивчає фінансовий стан позичальника і його потреби у фінансуванні, щоб точно визначити стан емітента; також необхідний строк позики. Банк обговорює з емітентом умови випуску облігацій: суму, на яку буде здійснена емісія; строк позики; купонну ставку; ціну емісії. Провідний менеджер вибирає со-менеджерів — це банки, які братимуть участь у керівництві емісією залежно від їх можливостей з розміщення емісії облігацій і місця на фінансовому ринку. Ці банки об’єднуються в групу або “управляючий синдикат” (менеджерську групу). Вони також беруть на себе зобов’язання взяти на обслуговування встановлену мінімальну частину позики, яка, зазвичай, становить приблизно 40 % від загальної суми позики.

*2-й етап: створення гарантійного синдикату.* Провідний менеджер вибирає учасників майбутнього гарантійного консорціуму, який

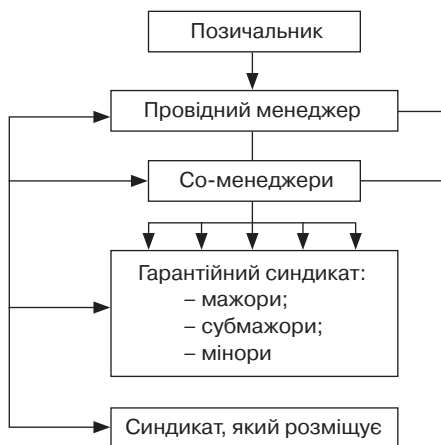


Рис. 6.2. Організація емісії єврооблігацій

спільно з членами управляючого синдикату підписує угоду щодо гарантій, або андеррайтерську угоду. За цією угодою члени консорціуму зобов'язуються підписатися на частину позики. Залежно від частки такої підписки, що припадає на членів угоди, розрізняють мажорів, субмажорів і мінорів.

*3-й етап: створення синдикату з розміщення емісії облигацій.* Залучається нова група банків для створення синдикату з розміщення (селінгова група), основним завданням якої є розміщення позики на ринку, тобто проведення підписки на неї з приватними і державними інвесторами. Залучені банки можуть одночасно виконувати всі три функції: управляючого, гаранта і банку, який розміщує емісію.

*Витрати на емісію єврооблигацій.* Вартість емісії визначається багатьма чинниками, а саме: валютою позики; її розміром; строком платежу; датою випуску.

На сьогодні на міжнародних ринках єврооблигацій емітуються єврооблигації з фіксованою ставкою, з плаваючою та ін.

**Єврооблигації з фіксованою ставкою.** Дані облигації, своєю чергою, поділяються на кілька видів: звичайні облигації з фіксованою ставкою; облигації, які конвертуються в акції; облигації з варантом або сертифікатом на підписку; облигації з правом купівлі. *За звичайними облигаціями з фіксованою ставкою (straight bonds)* встановлено фіксований відсоток з моменту їх випуску. Вони можуть бути оплачені або до закінчення строку емісії (*callable bonds*), або тільки після його завершення (*non callable bonds*). Обсяг такої емісії зростає в тому разі, якщо ставки мають тенденцію до підвищення. Загальна сума таких емісій становить приблизно 100 млн дол. або євро. Середній строк життя — 7–8 років. *Облигації, які конвертуються в акції (equity — linked)*, потенційно можуть бути перетворені в акції компанії-емітента. У разі перетворення в акції вони не оплачуються. Звичайно, за такими облигаціями відсоткова ставка значно нижча, ніж за облигаціями з фіксованою ставкою. Попередня надбавка за обмін коливається залежно від виду емісії. Ці цінні папери можуть бути оплачені достроково або тільки після завершення строку, якщо вони не перетворилися на акції. Платіж може здійснюватися у вигляді паритету. Якщо така облигація виписана в одній валюті, наприклад, у доларах США, а акції в іншій, наприклад, в єнах, попередньо визначений курс долара до єни може бути зафіксований на строк дії облигації. *Облигації з варантом або сертифікатом на підписку* дають право на придбання інших цінностей: акцій, облигацій з фіксованою і плаваючою ставками,

золота та ін. На відміну від конвертованих облігацій, облігації з варантом, які дають право на придбання акцій, завжди оплачуються, незалежно від того, чи використано право на підписку, чи ні. *Облігації з правом купівлі*, які обмінюються на цінні папери США (*WINGS — warrants into government securities*), дають можливість здійснювати спекуляції облігаціями і казначейськими бонами США. Деякі облігації випускаються із застереженням про викуп. Такі облігації становлять інтерес для інвесторів, зокрема, в тих випадках, коли вторинний ринок невеликий і можуть виникнути труднощі з реалізацією цінного папера. Для *багатовалютних облігацій* відсотки за ними нараховуються в одній валюті (відсоткові ставки за такими облігаціями, звичайно, малі), але оплата здійснюється в іншій на основі заздалегідь встановленого обмінного курсу і з урахуванням визначеного відсотка знецінення валют. Уперше такі облігації з'явилися на швейцарському ринку. Вони надають можливість хеджування від валютного ризику за допомогою довгострокових валютних свопів.

***Єврооблігації з плаваючою відсотковою ставкою (floating rate notes)*** — це ще один вид цінних паперів. На сьогодні пропонуються емісії різних облігацій з плаваючою відсотковою ставкою. Відсотки за ними індексуються, зазвичай, за ставкою *LIBOR (London Interbank Borrowed Rate* — лондонська міжбанківська кредитна ставка), значно рідше за ставкою *LIBID (London Interbank Bid Rate* — лондонська міжбанківська відсоткова ставка попиту) або за ставкою *LIMEAN*, середньою між *LIBOR* і *LIBID*.

Розмір різниці (*spread*) відносно ставки *LIBOR* або *LIBID* залежить від умов, які склалися на ринку, і від того, хто виступає в ролі позичальника. На ринку існують різні види таких фінансових інструментів, у тому числі облігації “мінімакс”, облігації *FLIPFLOP*, облігації з регульованими ставками, фіксованою верхньою межею і з валютним опціоном.

З облігаціями “мінімакс” встановлюється мінімальна і максимальна межі коливання відсоткових ставок. З огляду на те, що існування верхньої межі відсоткової ставки обмежує потенційний прибуток інвестора, відсотки, які він отримує, вищі, ніж за емісіями з плаваючими відсотковими ставками. Із зростанням відсоткових ставок кількість таких емісій помітно зменшується, бо через наявність верхньої межі ці облігації стають подібними до облігацій з фіксованою ставкою. Облігації *FLIPFLOP* надають інвестору можливість у строк нарахування відсотків конвертувати облігації в короткострокові цінні па-

пери (три- або шестимісячні), однак інвестор зберігає за собою право переконвертувати їх після завершення строку в більш довгострокові папери. *Емісіями облігацій з регульованими ставками (mismatch)* є позики з плаваючою відсотковою ставкою, відсотки за якими переглядаються частіше, ніж за період між двома відсотковими виплатами, наприклад, ставка за емісією переглядається кожний місяць, тоді як відсотки виплачуються раз на три місяці. Цей вид облігацій особливо цікавий для тих інвесторів, які фінансують володіння цінними паперами через позики на євrorинку. Наприклад, коли крива динаміки відсоткових ставок має додатну спрямованість (ставки за короткостроковими цінними паперами менші від ставок за довгостроковими), інвестори можуть фінансувати свої вкладення, здійснюючи позику строком на один місяць і отримуючи при цьому вищі відсотки за тримісячними цінними паперами. Ці переваги зникають, якщо крива динаміки відсоткових ставок від'ємна. Щоб виключити такі негативні моменти, за деякими емісіями пропонують відсоток, визначений на основі найвищої ставки за три останні місяці. *Облігації з фіксованою верхньою межею (capped issues)* мають верхній фіксований відсоток, який встановлений на вищому рівні, ніж для емісії “мінімакс”. Існування верхньої межі ставки, звичайно, супроводжується вищою, а тому і вигіднішою для інвестора різницею. *Облігації з валютним опціоном* можуть бути випущені в одній валюті (наприклад, в доларах США) і мати варанти на придбання цінних паперів, наприклад, в євро на основі заздалегідь встановленого обмінного курсу.

***Інші види облігацій, які існують на євrorинку:*** *облігації з нульовим купоном.* Цінність для інвестора полягає в самій облігації, а не у відсотках, які можна було б за нею отримати. Такі емісії становлять інтерес, насамперед, для інвесторів деяких країн у зв'язку з існуванням у них податкових режимів; *облігації, які гарантовані іпотекою,* використовуються великими компаніями, найчастіше північноамериканськими, для зменшення вартості позики; *облігації з вбудованим опціоном і облігації великим купоном* та ін.

## **6.4. Ринок іноземних валют FOREX (FX)**

### **6.4.1. Операції (послуги) на валютному ринку FOREX (FX)**

“Ринок іноземної валюти”, або “ринок FOREX (FX)” — загальна назва розташованих у всьому світі установ, які здійснюють обмін і тор-

гівлю іноземною валютою. Даний ринок — позабіржовий ринок, так як угоди на ньому здійснюються поза біржею і клірингової палати. Він є частиною міжнародного валютного ринку. Дилери і маркет-мейкери *FOREX* у всьому світі цілодобово підтримують зв'язок між собою за допомогою телефону, комп'ютера і факсу і таким чином створюють даний єдиний ринок. За останнє десятиріччя іноземна валюта стала одним із самих популярних фінансових інструментів. Це пов'язано із започаткуванням електронних засобів купувати і продавати валюту через електронні платформи. До основних рис цього ринку можна віднести: ринок іноземної валюти — найбільший ринок у світі, ліквідність якого постійно зростає; торговельні операції здійснюються цілодобово; трейдери можуть отримувати прибуток як на ринку биків, так і на ринку ведмедів; дозволений короткий продаж без підвищення ціни (*плюс тик, uptick*), відсутні торговельні обмеження; електронна платформа, яка дає змогу здійснювати торговельні операції, зводить до мінімуму імовірність прокозвання і помилок; операції здійснюються миттєво; високий леверидж (*фінансовий вазіль — DFL*) збільшує ризик, але багато трейдерів вважають, що торгівля на *FOREX* дає великий прибуток. *FOREX* — це децентралізований ринок, на якому працює багато маркет-мейкерів, а не один спеціаліст. Так як *FOREX* — ринок без посередників, торгівля на ньому здійснюється поза біржею. Маркет-мейкери через конкуренцію не можуть застосовувати монополістичні цінові стратегії. Між учасниками валютного ринку існує відповідна ієрархія: пріоритет отримує той, хто володіє більшими кредитними можливостями, здійснює більш крупні транзакції і краще структурований. На вершині знаходиться міжбанківський ринок із самим великим обсягом операцій за день, з відносно невеликою кількістю валют (валюти великої сімки). На міжбанківському ринку банки можуть укласти угоди між собою напряму через міжбанківських брокерів або через електронні брокерські системи, наприклад *Reuters* або *EBS*. Торгівля здійснюється виключно на основі кредитних відносин. Усі банки знають обмінні курси один одного, але щоб укласти угоду, у двох банків повинні бути встановлені особливі кредитні відносини. Інші учасники ринку (маркет-мейкери, хеджеві фонди і корпорації) торгують на *FOREX* через комерційні банки. Багато невеликих банків або банків-ринків, що розвиваються, корпорації й інституційні інвестори не можуть укласти угоди за привабливими курсами великих банків, так як у них не відкрита кредитна лінія. Тому невеликі учасники ринку змушені мати

справу з одним банком, тому вони пропонують своїм клієнтам, учасникам більш низького ступеню, неконкурентоспроможні ціни на валютні засоби. Але завдяки сучасним технологіям перешкода між кінцевими продавцями/покупцями валюти і міжбанківським ринком зникли. З появою онлайнової торгівлі на *FOREX* прийшли приватні інвестори, маркет-мейкери й інші учасники даного ринку отримали швидкий і недорогий спосіб комунікації. За своєю суттю, електронні торговельні платформи — це вхід у ліквідний валютний ринок. На сьогодні рядовий трейдер має можливість торгувати валютою так само, як і великі банки. *FOREX* відкритий для приватних інвесторів.

#### **6.4.2. Послуги валютного ділінгу на ринку *FOREX***

Під валютним ділінгом розуміються операції (депозитно-кредитні валютні операції (послуги) на міжнародному грошовому ринку через ділінгові центри. На даному ринку здійснюються конверсійні операції з валютами різних країн, відносно яких в англійській мові прийнятий стійкий термін *Foreign Exchange Operations* (скорочено *forex FX*). Конверсійні операції (послуги) діляться на дві групи: *операції spot або поточні конверсійні операції; форвардні конверсійні операції*. Відмінність між двома групами конверсійних операцій, насамперед, полягає у даті валютування. Основою здобуття прибутку при ділінгових операціях є валютний арбітраж, оскільки міжнародний валютний ринок охоплює практично всі країни світу, що знаходяться в різних тимчасових поясах, що дає можливість здійснювати операції цілодобово.

Основними учасниками ділінгових операцій є: великі банки і фінансові компанії (яких називають *маркет-мейкерами*), що визначають поточний рівень валютного курсу (що котирують ціну) або процентних ставок за рахунок значної частки своїх операцій у загальному обсягу ринку; малі банки (*маркет-юзери*) беруть ціну, валютні брокери і дилери, а також клієнти. Підрозділ валютного ділінгу комерційного банку або фінансової компанії займається управлінням фінансовими активами за допомогою проведення поточних конверсійних і депозитно-кредитних операцій на міжбанківському ринку. Дані операції переслідують оптимізацію структури балансу (клієнтські операції) і здобуття прибутку (арбітражні або торговельні операції). Усі елементи ділінгової системи (ділінговий зал; устаткування,

використовуване для здобуття інформації і здійснення операцій; комп'ютерна система підтримки для операцій дає змогу відстежувати ліміти і здійснювати введення даних) об'єднані під загальною назвою *Front-office (f/o)*, тобто підрозділ банку, що знаходиться на “передньому краю” зв'язку із зовнішнім валютним ринком. Інший підрозділ комерційного банку, котрий здійснює оформлення і облік операцій, проведення розрахунків за валютними операціями, називається *Back-office*, тобто службою, що знаходиться “за спиною” в ділінговій службі. Зазвичай, у комерційних банках для здійснення ділингових операцій присутні такі підрозділи:

1) група конверсійних операцій (*Foreign Exchange Desk* або *Spot Desk*);

2) група депозитно-кредитних операцій (*Money Market Desk*);

3) група клієнтських операцій (*Customer Desk*).

*Група конверсійних операцій.* Дилери, які входять до складу цієї групи, займаються проведенням наступних конверсійних операцій на внутрішньому і зовнішньому ринках: *арбітражних* — за рахунок власних засобів банку і *зовнішніх клієнтських* — за рахунок і за дорученням клієнта. *Група депозитно-кредитних операцій.* Депозитні дилери займаються розміщенням і залученням міжбанківських депозитів в іноземній і національній валютах на внутрішньому і зовнішньому ринках. *Група клієнтських операцій.* Дилери даної групи обслуговують клієнтів банку, укладаючи з ними операції по конвертації засобів з однієї валюти в іншу, а також залучають клієнтські гроші в короткострокові банківські депозити. Усі ці операції, що впливають на структуру пасивів, ставляться на позицію дилерам двох перших груп: на валютну позицію, якщо внутрішню клієнтську конверсію необхідно закрити зовнішньою конверсією; на депозитну позицію, якщо притягнені у клієнта засоби перерозподіляються на міжбанківському ринку.

У своїх операціях валютні дилери широко використовують стратегії *валютного* і *процентного арбітражу*. Це такі стратегії процентного арбітражу, як: арбітраж на співпадаючих періодах залучення і розміщення депозитів. Дана стратегія безризикова, з точки зору процентних ставок, оскільки ставки зафіксовані в операції; арбітраж на різних термінах залучення і розміщення депозитів. Ця стратегія характеризується ризиком зміни процентних ставок для непокритого періоду. Для прогнозування валютних курсів дилери використовують фундаментальний і технічний аналіз ринків.

## 6.5. Міжнародні інформаційні, платіжно-розрахункові і ділінгові системи надання фінансових послуг

### 6.5.1. Міжнародні інформаційні системи

Важливу роль для забезпечення ефективності операцій і надання послуг на міжнародних ринках відіграють інформаційні системи *Блумберг (Bloomberg)*, *Доу-Джонс Телерейт (Dow Jones Telerate)*, *Тенфор (TENFORE)*.

**Інформаційна система Блумберг (Bloomberg).** Дане агентство створено у 1982 р. і розташоване в Нью-Йорку з регіональними відділеннями в Лондоні і Токіо. Основним напрямом агентства *Блумберг* є — забезпечення якості і швидкості надходження ділової і світської інформації з різних сторін світу. Блумберг надає відомості щодо великої кількості параметрів і характеристик різних елементів фінансових ринків. У комп'ютерній системі *Bloomberg* є декілька тисяч інформаційних вікон і спеціальні розділи *Bloomberg News*. Користувачі можуть вибрати будь-яку інформацію щодо котирувань валют, акцій, біржових товарів, ф'ючерсів і опціонів у режимі реального часу. Основними інформаційними екранами цього агентства є такі: інформаційний екран по цінним паперам; екран депозитних відсоткових ставок (*MMR*); монітор кривої дохідності казначейських зобов'язань США; екран форвардного курсу; екран *FOREX*.

Практично вся цінова інформація, що надходить до агентства, може бути надана у вигляді графіків. Є можливість будувати цінні графіки-лінійні, у вигляді гістограм або японських свіч. Для здійснення технічного аналізу в систему вбудовано десяток методів технічного аналізу, у тому числі: *MACD*, *RSI*, *Moving Averages*, *Momentum*, *Stochastics* та ін.

**Інформаційна система Доу-Джонс Телерейт (Dow Jones Telerate).** Інформаційна компанія *Доу-Джонс Телерейт* є одним із найбільших у світі ринковим інформаційним агентством в режимі реального часу і є важливою складовою американського інформаційного концерну *Dow Jones & Company*. Даний концерн створений у 1882 р. і має більше, ніж столітню історію із збирання, обробки і аналізу ринкової фінансової економічної інформації. Практично всі продукти, які пропонуються користувачам, мають можливість надання графічного уявлення інформації, яка надходить в режимі реального часу за цінами і котируванням, а також застосувати до даних графіків інструменти технічного аналізу. Якість і оперативність інформації,



яку надає агентство, не залежить від масштабу користувача. Це досягається завдяки уніфікації як інформаційних потоків *Dow Jones*, так і засобів їх обробки на базі єдиного програмного продукту. Окрім інформації новин є доступ до коментарів і аналітичних матеріалів по світовим фондовим і товарним ринкам, що пропонують ряд спеціалізованих служб, таких як: *Technical Date*, *MCM*, *MMS*, *MDC*, *Elliott Wave Internations* та ін.

**Інформаційна система ТЕНФОР (TENFORE).** *TENFORE* — це глобальна супутникова інформаційна система фінансово-економічної інформації, яка передає в режимі реального часу котирування провідних світових банків, ціни міжнародних біржових ринків, новини інформаційних агентств. Дана система створена в Швейцарії наприкінці 70-х років ХХ ст. і має на сьогодні передплатників і представництва у багатьох країнах світу. Передача інформації здійснюється по каналам супутникового зв'язку, що забезпечує високу швидкість, якість і надійність у порівнянні з наземними телекомунікаційними каналами. Система працює в операційному середовищі *Windows*, що дає можливість довільно здійснювати конфігурацію робочих вікон і одночасно працювати з іншими програмами. Для роботи використовується такий програмний продукт: *TENFORE WORKSTATION* — комплекс програмних засобів, що встановлюються на комп'ютер користувача. Даний програмний продукт об'єднує три підсистеми: *Montage Manager* — котирування; *Chart Manager* — графіки; *News Manager* — новини. Для фундаментального аналізу використовуються повідомлення міжнародних інформаційних агентств *AFX*, *Futures World News*, *Market News* та ін.

Детальніше щодо роботи зазначених інформаційних агентств можна ознайомитися у спеціальній літературі і безпосередньо за допомогою сайтів даних агентств.

### **6.5.2. Міжнародні платіжно-розрахункові системи**

Перекази грошових коштів за кордон можуть здійснюватися різними способами — телеграфом, телетайпом, поштою, а також за допомогою міжнародних систем міжбанківської комунікації. Процес міжнародного переказу коштів полегшується за допомогою міжбанківських клірингових систем. Великі міжнародні банки різних країн, зазвичай, бувають зв'язані між собою через міжнародні кореспондентські відношення, а також розгалуженою системою своїх філіалів.

У свою чергу в кожній країні національні банки встановлюють зв'язок з центральними відділеннями міжнародних банків або через загальнонаціональну систему філіалів, або за допомогою кореспондентських відношень. Спосіб переказу коштів і тип інструментів, які використовуються для даної мети, залежить від призначення і строковості угоди. Більшість міжнародних переказів коштів, які виконуються у комерційних цілях, здійснюються за допомогою наказів щодо переміщення визначених сум з одного рахунку на інший. Засобами здійснення міжнародних платежів є: чеки, пластикові картки, векселі, платіжні доручення. Міжбанківська електронна система передавання інформації і здійснення платежів (*SWIFT*) і Система міжбанківських електронних клірингових розрахунків за великими сумами (*CHIPS*) значно збільшує швидкість і ефективність платіжних переказів і клірингових операцій. Дані організації є міжнародними спільнотами, які створені банками відповідно для передачі інформації і здійснення взаєморозрахунків за великими міжнародними платежами. На сьогодні в *SWIFT* входять тисячі банків та інших фінансових установ. За даною системою можна здійснювати більше сотні операцій, які зведені у відповідні групи. Окрім того для роботи з одним іноземним банком та його філіалами використовується система "*Micro Register*", а для переказу коштів і цінних паперів на великі суми використовується система "*Fedwire*". У США активно функціонує система міжбанківських клірингових розрахунків *Clearing House Interbank Payments System* — *CHIPS*. У Швейцарії і в інших країнах світу створені і використовуються й інші платіжно-розрахункові системи. Детальніше з даними системами можна ознайомитися у спеціальній літературі.

### **6.5.3. Ділінгові системи здійснення валютних операцій**

Валютні дилери для здійснення своїх операцій і надання послуг використовують устаткування декількох ведучих інформаційних агентств: *Ройтер*, *Блумберг*, *Доу-Джонс Телерейт*, *Тенфор* та ін. *Ділінгові платформи* — міжбанківський ринок. Найбільший обсяг валютних транзакцій припадає на міжбанківський ринок. Великі банки світу укладають угоди між собою через дві електронні платформи — *EBS* і *Reuters Dealing 3000* — *Spot Matching*. Обидві платформи пропонують трейдинг в основних валютних парах. Але деякі пари більш ліквідні і частіше торгуються через одну з двох платформ (*EBS* або *Reuters D3000*). Через кожен електронну платформу торгуються такі

фінансові інструменти: *EBS: EURO/USD; USD/JPY; EURO/JPY; EURO/CHF; USD/CHF. Reuters D3000: GBP/USD; EURO/GBP; USD/CAD; AUD/USD; NZD/USD*. Інші пари, зазвичай, у даних системах не торгуються. Їх курси обраховуються за допомогою курсів основних пар.

### **Питання для самоконтролю**

1. Основні складники світової фінансової системи, їх характеристики та функції.
2. Ключові вимоги до світової фінансової системи.
3. Зв'язок між національними фінансовими ринками і євrorинками, їх вплив один на одного.
4. Що розуміється під євrorинком? Яка відмінність даного ринку від національного ринку, позикового ринку?
5. Дати визначення міжнародних грошового ринку і ринку капіталів.
6. Що таке євровалютний ринок? Дати визначення понять “євровалюта” і “ринок євровалюти”.
7. На яких засадах функціонує міжнародний валютний ринок? Що таке паритетні відносини і які ви паритети знаєте?
8. Що таке паритет купівельної спроможності і як він обчислюється? Що він характеризує?
9. Що таке паритет відсоткової ставки і як він визначається? Що пояснює даний паритет?
10. Що таке арбітражні операції на міжнародних валютних ринках? Які види арбітражу здійснюються на даних ринках?
11. Які інструменти використовуються для короткострокового розміщення вільних коштів на міжнародних ринках?
12. Що таке депозитний сертифікат і які депозитні сертифікати використовуються для надання ощадно-депозитних послуг?
13. Які інструменти використовуються для довгострокового залучення коштів через міжнародні фінансові ринки?
14. Що розуміється під “єврокредитом” і які він може мати характеристики?
15. Які короткострокові кредити можна отримати на ринках єврокредитів?
16. Які інструменти використовуються для надання короткострокових кредитів?
17. Що таке синдикативний єврокредит?

18. Що таке “єврооблігація” і як вона емітується на міжнародних ринках?
19. Яка різниця між єврокредитом і єврооблігацією?
20. Які послуги надаються на міжнародних ринках?
21. На яких умовах надаються єврокредити?
22. Як визначається відсоткова ставка за єврокредитами?
23. Які чинники впливають на реальну відсоткову ставку для інвестора на міжнародних ринках?
24. Як визначаються реальні відсоткові ставки на міжнародних ринках?
25. Як і ким надаються депозитні послуги на міжнародних ринках?
26. Для чого і як надаються конверсійні послуги?
27. Що таке ринок *FOREX* і які послуги на ньому можна отримати? Хто є учасником даного ринку?
28. Що розуміється під ділінговими послугами? Як вони організовані?
29. Які інструменти використовуються для надання платіжно-розрахункових послуг на міжнародних ринках?
30. Які поширені платіжно-розрахункові міжнародні системи ви знаєте?
31. Через які міжнародні інформаційні системи клієнт може отримати необхідну послугу для здійснення операцій?
32. Які системи використовуються для здійснення операцій на ринку *FOREX*?

## **Контрольні завдання**

### *Завдання 1*

Який прогноз долара в *UA*, якщо відсоткові ставки по активам в *USD* до *UA* відповідно становлять 8 і 14 %?

### *Завдання 2*

На скільки відсотків зменшиться обмінний курс *USD* щодо *UA*, якщо вихідний обмінний курс *UA* = 0,20 *USD*, очікуваний рівень інфляції в США = 7 %, в Україні — 48 %.

### *Завдання 3*

Ви можете вкладати/позичати кошти під 7 % в Нью-Йорку і під 13 % в Парижі. Курс-спот *ЄВРО* становить 1,10 *USD*, а курс форвард з

поставкою через три місяці — 1,20 *USD*. Чи можна провести відсотковий арбітраж? Якщо так, то в якому напрямі?

#### *Завдання 4*

Очікуваний рівень інфляції в США становить 5 %, в Німеччині — 2 %. Поточний курс становить 1,0 *EURO*/1,20 *USD*. Застосувати паритет купівельної спроможності. Який буде очікуваний обмінний курс через рік?

#### *Завдання 5*

Яка буде реальна ставка дохідності за інвестицією на міжнародному фінансовому ринку, якщо обсяг інвестицій становить 10 млн *EURO*, а на момент вкладення курс  $USD/EURO = 1,15$  *EURO*; процентні ставки  $USD = 9$  %. К моменту погашення курс  $USD/EURO = 1,05$  *EURO*.

#### *Завдання 6*

Єврооблігація з номінальною вартістю 1 тис. *USD* і річним купоном 12 %, купується в момент, коли поточна дохідність дорівнює 9 %. Пізніше дана облігація продається за 975 *USD*. Яке при цьому прирощення або втрата капіталу?

### **Література**

1. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 р. № 2121-III (зі змін та доп.).
2. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12.07.2001 р. № 2664-III (зі змін та доп.).
3. Директива. Країни-учасниці, від 14.06.2006 р. № 2006/48/ЄС “Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання)”.
4. Кидуэлл Девід С. и др. Финансовые институты, рынки и деньги: пер. с англ. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с.
5. Лин Кетти. Детрейдинг на рынке FOREX. Стратегия извлечения прибыли / Кетти Лин: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 240 с.
6. Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер. Мировые финансы: пер. с англ. — М.: ООО Изд.-консалтинг. компания “ДеКа”, 1998. — 768 с.

7. *Михайлів З. В.* Міжнародні кредитно-розрахункові відносини та валютні операції: навч. посіб. / З. В. Михайлів, З. П. Гаталяк, Н. І. Горбаль. — Л.: Львів. політехніка, 2008. — 244 с.
8. *Мишкин Фредерик С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.: ООО “ИД Вильямс”, 2006. — 880 с.
9. *Перар Жозет.* Управление международными денежными потоками. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 208 с.
10. *Пискулов Д. Ю.* Теория и практика валютного дилинга = Foreign Exchange and Money Market Operations: прикл. пособие. — 3-е изд., испр. и доп. — М.: Диаграмма, 1998. — 256 с.

### ПОСЛУГИ З ФІНАНСУВАННЯ ЗОВНІШНЬОЇ ТОРГІВЛІ

#### 7.1. Послуги з міжнародних платежів і розрахунків при зовнішній торгівлі

##### Основні торговельно-фінансові документи, які використовуються при зовнішній торгівлі

З розвитком міжнародної торгівлі з'явилася необхідність здійснювати всі операції з платежів і розрахунків з найбільшою швидкістю і надійністю.

Це привело до появи особливих способів розрахунку та специфічних фінансових інструментів для їх здійснення. Банки вже не один десяток років відіграють важливу роль у фінансуванні зовнішньоторговельних операцій, завдяки розширенню своєї міжнародної мережі, розвитку філій і представництв за кордоном, відкриттю закордонних відділень, поширенню системи зарубіжних банків-кореспондентів. Для успішного проведення міжнародних угод необхідно вирішити такі задачі: експортери й імпортери повинні отримати достовірну ділову інформацію відносно один одного. Це потрібно для з'ясування питання, чи зможуть протилежні сторони угоди виконати свої зобов'язання з відправки товару і його оплати; необхідно вибрати валюту платежів і розрахунку; необхідно погодити фінансовий інструмент для розрахунку; так як зовнішні економічні угоди пов'язані з валютним ризиком і ризиком відсоткових ставок, необхідно вибрати способи та інструменти їх хеджування. Для цього необхідна точна сума і дата поставки валюти; так як фінансування міжнародних угод пов'язано і з іншими ризиками (ризик неплатежів та ін.), перед фінансуванням угоди банк повинен знайти способи захисту від можливих конфліктів і тривалих судових процесів, які можуть стати перепоною на стягненні грошових коштів з боржника.

Для вирішення даних задач і мінімізації ризиків здійснення міжнародних угод були створені різні специфічні фінансові інструменти. Найважливішими з них є такі види торгово-фінансових документів: акредитив, перевідний вексель (тратта) і коносамент.

**Акредитив** являє собою фінансовий інструмент, який випускається банком імпортера і зобов'язує даний банк або інший банк спла-

тити експортеру (або іншому вказаному *бенефіціару*) фіксовану суму в контракті після виконання ним відповідних умов. (Акредитив і операції з ним детальніше розглянуто в розд. 2.)

З точки зору експортера, використання акредитиву має такі переваги у порівнянні з продажем з відкритого рахунку: так як відомості, які має експортер щодо імпортера часто бувають дуже обмежені, то продавець товару не завжди погоджується з його відвантаженням без попередньої оплати. Тому імпортеру акредитив дає змогу скористатися платоспроможністю банку-гаранта, а експортеру зменшити ризик неплатежів за відправлений товар; доти, поки експортер виконує умови, що перелічені в акредитиві, отримання ним грошових коштів можна вважати гарантованим. Це дуже важливо, так як допомагає запобігти затримки платежів у конфліктних ситуаціях, пов'язаних з претензіями імпортера до строків отримання товару. Якщо з документами, що надані експортером, усе в порядку, то повинен заплатити йому вказану в контракті суму навіть тоді, якщо імпортер не бажає більше чекати надходження відправленого товару; перевага акредитиву над відкритим рахунком ще в тому, що дає змогу експортеру отримати належну йому суму одразу після надання відповідних документів з умовами акредитиву, що підтверджують виконання ним зобов'язань по контракту; особливо важливо, акредитив дає можливість виключити основний ризик (політичний ризик) для експортера — ймовірність того, що державні органи можуть заборонити здійснити даний платіж.

З точки зору імпортера, використання акредитиву дає йому такі переваги: так як в акредитиві чітко прописані всі дії, які повинен здійснити експортер, щоб отримати гроші за контрактом, то ймовірність невиконання експортером зобов'язань з поставки товару значно зменшується.

**Перевідний вексель (тратта)** — це звичайна вимога платежу, що складається експортером (або банком експортера) і надсилається банку, який випустив акредитив для імпортера. Якщо перевідний вексель відповідає всім встановленим законом вимогам, то він стає оборотним інструментом, виключно зручним для фінансування міжнародної торгівлі (детальніше про тратту див. у розд. 2). Тратта може виписуватися у вигляді *векселя на пред'явника* і *строкової тратти*. Вексель на пред'явника вимагає, щоб банк сплатив особі, яка його пред'явила, вказану в ньому суму. За *строковою траттою* виплата коштів здійснюється на визначену дату в майбутньому, яка вказана в



акредитиві. По пред'явленню тратти банк перевіряє її на відповідність всім вимогами, що вказані в акредитиві. У випадку їх виконання банк акцептує тратту з вказівкою дати акцепту. Банк імпортера повертає акцептований вексель експортеру або його банку. У деяких випадках банк імпортера сплачує експортеру або його банку дисконтвану поточну вартість векселя, а потім його обліковує (приймає на свій баланс) або продає на ринку банківських акцептів, так як вексель є безумовна вимога платити. У будь-яких випадках при настанні моменту його оплати імпортер, при виконанні всіх інших умов, повинен здійснити необхідні платежі.

**Коносамент** — це товаророзпорядний документ, що у випадку правильного оформлення являє собою розписку, яка видається експортеру агентом морської транспортної організації (перевізником) в якості прийняття до перевезення вказаного в документі вантажу. Але на сьогодні вектористовується і повітряний коносамент, і сухопутний коносамент. Коносамент виступає в якості контракту між експортером і перевізником і містить перелік послуг, які надає перевізник, їх вартість і порядок використання вантажу у випадку неможливості його поставки (форс-мажор) за призначенням у вказані строки. Так як коносамент є товаро-розпорядним документом, то він може використовуватися або в якості застави для отримання позики до моменту оплати товару, або в якості засобу розрахунку (або акцепту строкової трати) до моменту надходження товару до імпортера.

## 7.2. Способи та інструменти фінансування зовнішньої торгівлі

Найпоширенішими способами перерахування коштів при здійсненні міжнародних платежів є: банківський переказ; банківський чек; перевідний вексель; документарний акредитив; документарна тратта; міжнародний факторинг; міжнародний форфейтинг.

**Банківський переказ.** Банківський переказ, перерахування або платіжне доручення є наказ, відданий, наприклад, імпортером своєму банку про перерахування певної суми в *EURO*, *USD* або іншої валюти, в банках країнах ЄС, або інших країн, з його рахунка на рахунок експортера, що знаходиться у певному банку. Наприклад, країнами-членами ЄС розрахунки можуть здійснюватися в *EURO* (національній валюті) або в іноземній валюті (*USD*, *Y* та ін.). Отже, банківський пе-

реказ — це розрахункова банківська операція, яка проводить по телеграфу або поштою платіжне доручення одного банку іншому.

1. *Розрахунки у національній валюті.* При здійсненні розрахунків у національній валюті експортер сам, за необхідністю, переводить певну суму в будь-яку іншу валюту, наприклад, у долари США, а потім здійснює платіж. Припустимо, що імпортер з Японії хоче провести розрахунок зі своїм американським постачальником в японських єнах. Дану операцію можна представити у вигляді наступних послідовних дій (рис. 7.1): імпортер доручає своєму банку в Японії здійснити оплату в японських єнах у банку США (1); банк-кореспондент американського банку в Японії отримує платіж в японських єнах від японського банку (2); даний банк сповіщає банк експортера в США про отримання платежу в японських єнах (3); якщо експортер воліє отримати оплату в американських доларах, японські єни конвертуються в долари на валютному ринку (5).

2. *Розрахунки в іноземній валюті.* Перекази можуть здійснюватися в іноземній валюті і тоді, коли з рахунку імпортера знімається еквівалентна сума в українських гривнях за курсом на день покупки. Український імпортер хоче здійснити платіж у вигляді грошового переказу в *EURO* (рис. 7.2):

- український імпортер дає доручення своєму банку здійснити платіж в *EURO* в німецькому банку експортера;
- банк *X* (Україна) за завданням фірми *X* купує на валютному ринку *EURO* і сповіщає про отримання платежу свій банк-кореспондент у ФРН;
- німецький банк-кореспондент дебетує рахунок в *EURO* рахунок українського банку та кредитує німецький банк експортера;
- німецький банк експортера кредитує рахунок свого клієнта в *EURO*.

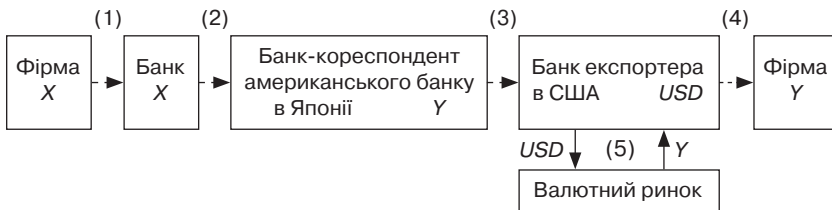


Рис. 7.1. Платіж по імпортній операції в національній валюті

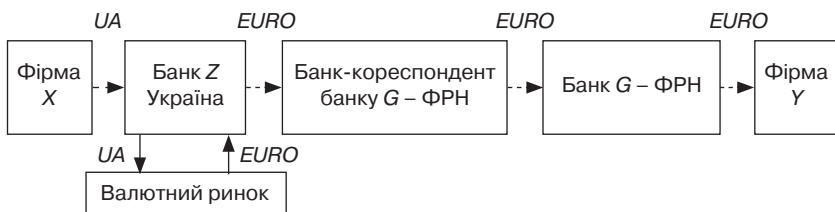


Рис. 7.2. Платіж по імпортній операції в іноземній валюті

Платіжні доручення іноземних банків за експортовані товари та послуги надходять до уповноваженого банку у вигляді телеграфних, поштових, електронних доручень (за системою *SWIFT*).

**Банківський чек.** У світовій практиці чеки традиційно використовуються як інструмент, який дає змогу власнику рахунка в банку зняти з нього певну суму грошей, вказану в чеку. Чеки досить активно використовуються населенням різних країн разом з кредитними картками при оплаті товарів і різного роду послуг. Європейськими країнами чеки використовуються як інструмент безготівкових платежів і частка розрахунків за ними становить приблизно 25 %. Імпортер може звернутися до свого банку з проханням виписати і відправити іноземному експортеру чек: або в національній валюті, або в іноземній валюті. Зазвичай, використовуються такі типи чеків: 1) іменні; 2) ордерні. Серед цих видів чеків тільки ордерний чек дає можливість його власникові переуступити право отримання грошей іншій особі через використання індосаменту (спеціального передавального напису). При цьому розрізняють такі види індосаментів: бланковий, іменний, цільовий, безоборотний. У разі використання бланкового індосаменту власник чека ставить на його обороті свій підпис. При використанні іменного індосаменту власник чека ставить на його обороті підпис і вказує особу, якій передається право отримання грошей за даним чеком. Якщо використовується цільовий індосамент, то власник чека вказує на звороті мету передачі чека іншій особі, що обмежує можливість отримання грошей. Безобіговий індосамент використовується в цілях обмеження або виключення можливості передавальних претензій за чеком при його несплаті шляхом зазначення в тексті індосаменту слова “без обороту”. Банк повинен визнати чек за допомогою власного індосаменту і зобов’язаний перевірити послідовність індосаменту, але за його оформлення відповідальності не несе.

У контрольній практиці діяльності банків при обслуговуванні чеків велике значення приділяється їх інспектуванню. При цьому звертається увага на обидві сторони чека (лицеву і оборотну). На лицевій стороні банк звертає увагу на одержувача грошових коштів за даним чеком, суму, дату, зовнішній вигляд, тип паперу, підпис, печатки, код маршруту/транзит. На зворотному боці чека інспектується індосамент: хто одержувач грошових коштів, чи відомий він банку, є або відсутня печатка “оплачено”.

**Переказний вексель (тратта).** *Переказний вексель (тратта)*, як вже зазначалося, це розпорядження, підписане експортером і адресоване імпортеру з вимогою оплатити певну суму негайно його пред'явнику в чітко встановлений термін. При використанні переказного векселя в якості інструменту міжнародних розрахунків, звичай, виділяють наступні зацікавлені сторони: *трасант*, або експортер, який відправляє переказний вексель трасату (імпортеру); *трасат*, або імпортер, який повинен сплатити суму, зазначену в переказному векселі, бенефіціаром; бенефіціар, яким є або сам трасант, або банк трасанта. З моменту, коли тратта акцептована трасатом, вона стає безвідкличної і зобов'язує його здійснити оплату в зазначений строк. У даному випадку тратта може дисконтувати в якомуньбудь банку. У практиці розрахунків використовують тратти: на пред'явника (оплачується за першою вимогою по пред'явленню) і строкові (з певною датою платежу). Термінова тратта, акцептована банком, стає “банківським акцептом”. Термінова тратта, акцептована торговою чи промисловою компанією, називається “комерційним акцептом”.

З метою зменшення ступеня ризику при використанні в розрахунках переказного векселя найчастіше вдаються до документарної тратти, тобто яка супроводжується відповідними документами (транспортними накладними, товарним рахунком, коносаментом, страховим сертифікатом, сертифікатом про походження та ін.). У даному випадку отримання таких документів імпортером необхідно, щоб дати змогу йому прийняти товар, що поставляється. Банк, висуваючи тратту імпортеру, передає її лише в обмін на оплату або акцепт. На рис. 7.3 наведена одна із схем обороту перевідного векселя.

### **Документарний акредитив**

Ризики при міжнародній торгівлі неминучі. Тому торговельні компанії, які працюють на зовнішньому ринку, спрямовують свої зу-

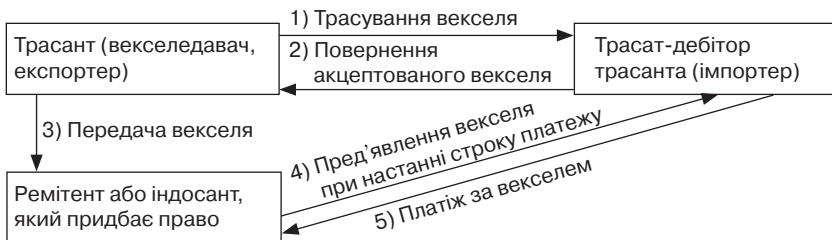


Рис. 7.3. **Схема обороту перевідного векселя**

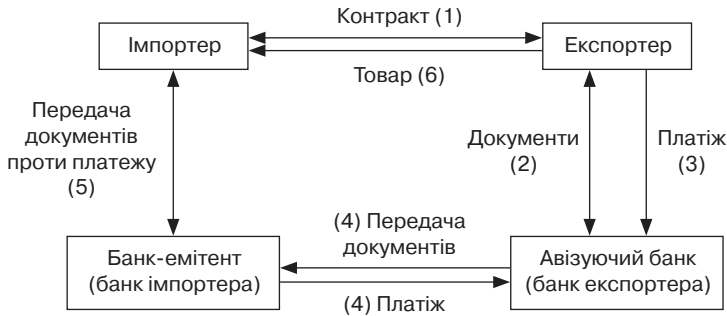
силля на те, щоб їх мінімізувати або зовсім виключити. Для цього в багатолітній міжнародній банківській практиці був розроблений практичний інструмент, який отримав назву “акредитив”. Головною функцією акредитиву є те, що експортеру гарантують оплату за поставку товарів, а імпортеру гарантують отримання даного товару. Комерційні банки, які здійснюють випуск і оплату акредитиву, надають своїм клієнтам різні послуги за визначену комісійну винагороду.

Однією з найбільш поширеною формою міжнародних акредитивних розрахунків є використання документарного акредитиву. **Документарним акредитивом** є зобов’язання, дане банком у зв’язку з розпорядженням, отриманим ним від свого клієнта — імпортера, виплатити експортеру певну суму проти передачі певних документів до певної дати. Дані документи дають змогу експортеру й імпортеру бути впевненим у тому, що зобов’язання за контрактом будуть виконані. Сторонами — учасниками документарного акредитиву є: імпортер — банк імпортера (банк-емітент) та експортер — банк експортера (авізуючий банк).

**Приклад.** Припустимо, що між експортером та імпортером укладено контракт на поставку будь-якої продукції і платежі здійснюються з використанням документарного акредитиву. Реалізацію даної операції можна представити у вигляді схеми (див. рис. 7.4).

Імпортер звертається до свого банку з проханням виставити документарний акредитив на користь експортера. Перед тим, як виставити акредитив, банк імпортера перевіряє, чи дозволяє рахунок його клієнта зробити такий платіж.

Банк імпортера звертається в банк експортера або в банк-кореспондент, що знаходиться в країні експортера, з повідомленням про відкриття документарного акредитиву.



**Рис. 7.4. Реалізація платежів з використанням документарного акредитиву**

Експортер відправляє товар, якщо документарний акредитив повністю відповідає умовам контракту. Він передає документи своєму банку (авізуючому банку), який підтверджує відправку товару. Авізуючий банк перевіряє ці документи на відповідність умовам документарного акредитиву, здійснює платіж і передає документи банку імпортера (банку-емітенту), який його кредитує.

Банк-емітент передає документи імпортеру проти платежу, після чого здійснюється остаточна передача товару.

У різній спеціальній літературі докладно розглянуті всі види застосовуваних акредитивів. Крім того, застосування акредитива регламентується Міжнародними уніфікованими правилами застосування документарного акредитиву (*USP-500*). Розрізняють три види документарного акредитиву, при яких гарантії, що надаються експортеру, істотно різняться. До найбільш використовуваним відноситься: 1) відкличний акредитив, який може бути відкликаний у будь-який момент (застосовується дуже рідко); 2) безвідкличний акредитив, який у свою чергу може бути підтвердженим або непідтвердженим. В обох випадках зобов'язання банку-емітента є твердим. У випадку з безвідкличним акредитивом уся відповідальність за здійснення платежу несе банк-емітент. У випадку з безвідкличним підтвердженим акредитивом авізуючий банк бере на себе самостійне тверде зобов'язання по платежу. Умови платежів з використанням акредитива можуть бути різні, у зв'язку з чим розрізняють: *документарний акредитив за пред'явленням* — це означає, що експортер отримує оплату проти передачі документів у своєму банку; *акцептний документарний акредитив* передбачає, що при передачі документів екс-

портер виставляє тратту авізуючому банку, який її акцептує; *документарний акредитив з відстрочкою платежу* передбачає, що оплата проводиться не при передачі документів, а після закінчення терміну, зазначеного в акредитиві; *документарний акредитив “стенд-бай”* використовується в основному в США. Це декларація повної гарантії, що видається банком; *переказний документарний акредитив* означає, що одержувач платежу в даному випадку може дати доручення своєму банку перевести всю суму або її частину іншому бенефіціару; *документарний акредитив “back-to-back”* (поворотний) — це акредитив, який може бути замінений на запозичений акредитив, виписаний на користь іншого бенефіціара; *револьверний або автоматично поновлюваний документарний акредитив* передбачає, що після використання акредитива банк-емітент відновлює його на початкову суму. Зручний для імпортера, який одержує товар партіями. Відомі й інші види акредитивів, що використовуються у міжнародних розрахунках.

Окрім зазначеного, інформація щодо акредитива також наведена у розд. 2 цього підручника (див. “Акредитив”).

**Документарне інкасо.** Документарне інкасо — простий спосіб комерційних розрахунків і вживаний лише за умови, що партнери добре знають один одного, а їх надійність і платоспроможність не викликає ніяких сумнівів. Даний вид розрахунків одночасно може служити засобом платежу і кредитним інструментом. Здійснення операції із застосуванням документарного інкасо здійснюється відповідно до наведеної схеми (рис. 7.5).

Уклавши контракт про купівлю-продаж, експортер погоджується поставити товар без будь-яких додаткових гарантій крім зобов'язання

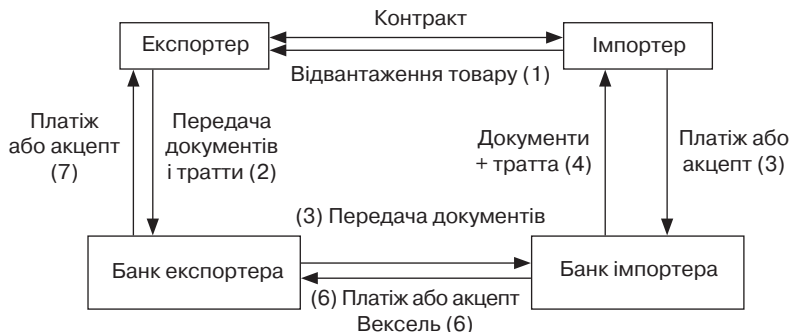


Рис. 7.5. Реалізація платежів з використанням документарного інкасо

імпортера. Після здійснення відвантаження товару (1) експортер передає своєму банку тратту, виставлену покупцеві (імпортеру), а також документи, передбачені контрактом (рахунок-фактуру, свідоцтво про відправку вантажу, страховий поліс при продажу на умовах *CAF* (ціна товару + страховка + транспорт і т. д.) (2). Банк експортера передає тратту і відвантажувальні документи банку імпортера (3). Банк імпортера видає документи покупцеві (4) проти платежу або акцепту тратти (5).

Розрізняють наступні види документарного інкасо: 1) інкасування “документи проти платежу”; 2) інкасування “документи проти акцепту”.

**Міжнародний факторинг.** Міжнародний (експортний) факторинг являє собою передачу права експортером на вимогу платежів з боку імпортера фактор-фірмі (банку), яка бере на себе стягнення боргових зобов'язань і гарантує благополучне завершення зовнішньоторговельної операції.

Факторинг у світовій практиці — це відповідний метод фінансування малих і середніх фірм при зовнішньоторговельній діяльності. основний принцип факторингу полягає у тому, що фактор-фірма (або фактор-банк) купує у своїх клієнтів-експортерів їх вимоги на оплату контракту імпортерами і протягом 2–3 днів сплачує від 70 до 90 % вимог у вигляді авансу, а 10–30 % клієнт отримує після повного погашення рахунків імпортером. При цьому фактор-банк стягує свою комісійну винагороду.

Зауважимо, що в Україні різні джерела дають своє визначення економічної сутності факторингових послуг. Наприклад, в офіційних законодавчих актах, таких як Цивільний кодекс України, факторинг визначається як “операція з переуступки першим кредитором прав вимоги боргу третьої особи другому кредитору з попередньою або наступною компенсацією вартості такого боргу першому кредитору”. У Законі України “Про банки і банківську діяльність” дається таке формулювання факторингу: “фінансування під відступлення права грошової вимоги, коли одна сторона (фактор) передає або зобов'язується передати грошові кошти в розпорядження другої сторони (клієнта) за плату (у будь-який передбачений договором спосіб), а клієнт відступає або зобов'язується відступити факторові своє право грошової вимоги до третьої особи (боржника)”. У деяких публікаціях різні автори дають своє бачення і розуміння цієї фінансової послуги. Але відповідно до Конвенції про міжнародний факторинг, прийнятої



у травні 1988 р. в Отаві (Канаді) Міжнародним інститутом уніфікації приватного права, фінансова операція вважається факторингом у тому випадку, якщо вона задовольняє, як мінімум, двом із перелічених чотирьох ознак. 1. Наявність кредитування у формі попередньої сплати боргового зобов'язання. 2. Ведення бухгалтерського обліку постачальника, насамперед, операції реалізації. 3. Інкасування його боргованості. 4. Страхування постачальника від кредитного ризику.

Дана фінансова послуга має чітке визначення, і в міжнародній діяльності необхідно користуватися нормами міжнародного права. У деяких країнах до факторингу відносять облік рахунків-фактур. Операція, яка задовольняє тільки першій вказаній ознаці.

Механізм здійснення факторингової операції наступний. Експортер поступається фактор-фірмі або всі майбутні боргові зобов'язання за своїми операціями в конкретній країні, або такі протягом певного періоду часу (зазвичай, одного року). Фактор-фірма відразу ж оплачує експортерів до 80 % суми вартості товару, зазначеної в рахунку-фактурі.

У сфері експорту фактор-фірми готові надавати своїм клієнтам додаткові послуги у двох варіантах: перший — *“тихий”* або *“схритий”* факторинг; другий — *“відкритий”* факторинг. При тихому факторингу імпортеру не повідомляється щодо договірних відносин між експортером і фактор-фірмою або фактор-банком до моменту, коли у імпортера виникають проблеми з оплатою рахунків. У відмінність від *“тихого”* факторингу, експортер зобов'язаний вказати на своїх рахунках, що вимоги платежу за контрактом продано фактор-фірмі в країні покупця. При відкритому факторингу фактор-фірми, які є членами міжнародної організації з факторингу, збирають платежі від усіх дебіторів. При неплатежі за рахунками до покупців застосовуються необхідні заходи, включаючи і судові переслідування.

Необхідно відзначити, що факторинг отримав значне поширення у західних країнах, так як дає очевидні переваги для малих фірм. Однак мається обмеження по фірмах, які не можуть здійснювати факторингові операції. Не підлягають факторинговим операціям такі компанії: 1) підприємства з великою кількістю дебіторів, боргованість кожного з них визначається невеликою сумою; 2) підприємства, які займаються виробництвом нестандартної або вузькоспеціалізованої продукції; 3) будівельні та інші фірми, що працюють з субпідрядниками; 4) підприємства, які реалізують свою продукцію на умовах післяпродажного обслуговування і які практикують ком-

пенсаційні (бартерні) угоди; 5) підприємства, які підписують із своїми клієнтами довгострокові контракти і виставляють свої рахунки після завершення відповідних етапів робіт або до здійснення поставок (при авансових платежах). Факторинг не здійснюється також з борговими зобов'язаннями фізичних осіб, філіалів або відділень підприємств.

Головна мета факторингового обслуговування — це інкасування дебіторської заборгованості клієнтів і отримання їм платежів. Дана послуга може надаватися як з фінансуванням, так і без фінансування. У міжнародній практиці зовнішньої торгівлі застосовуються такі моделі факторингу: *двофакторний факторинг* — вид міжнародного факторингу, що передбачає у схемі факторингового обслуговування участь двох факторів; *прямий імпортерський* — це факторинг, що базується на укладенні експортером угоди про факторингову послугу в країні імпортера; *прямий експортерський* — це факторинг, що базується на укладенні угоди експортером у своїй країні; *“бек-ту-бек” (back-to-back* — бери і плати) — це факторинг, який являє собою дві юридично різні угоди факторингу, об'єднані однією складною угодою.

*Двофакторна модель факторингу* дає можливість поділити функції і ризики між імпорт-фактором, який розташований в країні імпортера, і експорт-фактором, який знаходиться в країні експортера. Головна мета даної моделі — забезпечити фінансування до 100 % і зменшити накладні витрати з адміністрування. Класична двофакторна модель складається з наступних етапів: 1) запит ліміту/забезпечення ризиків; 2) постачання/розсилка рахунків-фактур; 3) фінансування; 4) оплата.

На *першому етапі* експортер робить запит у свого експорт-фактора суму, яка підлягає забезпеченню. Експорт-фактор робить запит у імпорт-фактора ліміт, який потрібний. Імпорт-фактор перевіряє імпортера і надає експорт-фактору гарантії. Експорт-фактор надає експортеру дозвіл на ліміт, після чого здійснюється продаж/купівля документів.

На *другому етапі* експортер робить поставку товару або послуги і передає копії рахунку експорт-фактора, а той надсилає її імпорт-фактору. Одночасно з товаром експортер направляє імпортеру рахунок з помітками щодо переуступлення.

На *третьому етапі*, після поставки товару або послуги, експорт-фактор фінансує експортера в межах 70–90 % повної початкової фактурної ціни.

На *четвертому етапі* імпортер здійснює 100-% платіж імпортер-фактору, а той перераховує отриману суму експорт-фактору. Далі експорт-фактор переводить експортеру не профінансовану частину вимог (10–30 %) за вирахуванням вартості факторингових послуг.

Якщо строки платежу не виконуються, імпортер-фактор направляє імпортеру нагадування-попередження. Якщо після двох-трьох нагадувань вимоги не сплачуються, імпортер-фактор приймає необхідні заходи.

Імпортер-фактор приймає на себе ризики імпортера, перевіряє його платоспроможність і гарантує експорт-фактору оплату за товар, який постачається експортером. Якщо імпортер не сплачує за товар, імпортер-фактор це здійснює за нього. Експорт-фактор переймає на себе ризики, які пов'язані з постачанням товару експортером і за необхідністю кредитує експортера, не очікуючи отримання оплати від імпортера або імпортер-фактора.

Переваги даної моделі полягають у тому, що для компанії, яка обслуговує імпортера, боргові зобов'язання є внутрішніми, а не зовнішніми, як для факторингової компанії експортера. Але модель має недолік — вона достатньо громіздка і припускає високі витрати сторін.

**Прямий імпортний факторинг.** Його головна мета — забезпечення платежів. Дана модель реалізується в такі етапи: 1) запит ліміту/забезпечення ризиків; 2) постачання/розсилка рахунків-фактур; 3) оплата.

Дана модель доцільна, якщо експорт здійснюється в одну або дві країни. Якщо експортер має контрагентів у різних країнах, то укладення однієї угоди з фактор-компанією своєї країни буде більш зручним, ніж велика кількість прямих угод з фактор-компаніями інших країн. При застосуванні даної моделі фірма країни імпортера укладає договір з експортером щодо переуступлення їй боргових вимог за даною країною. При цьому бере на себе зобов'язання щодо страхування кредитного ризику, облік та інкасування вимог, які є для факторингової компанії внутрішніми. Зауважимо, що кредитування зарубіжного експортера в іноземній для фактор-компанії валюті має свої проблеми, і умови щодо попередньої оплати в таких угодах зустрічаються рідко. Прямий імпортний факторинг доцільний тоді, коли немає потреб у негайному фінансуванні під переуступлені вимоги.

**Прямий експортний факторинг.** За даною моделлю немає потреби підключення фактор-фірми в країні імпортера. Основні етапи операцій за прямим експортним факторингом такі: 1) запит ліміту/

забезпечення ризиків; 2) постачання/розсилка рахунків-фактур; 3) фінансування; 4) оплата.

За даним факторингом фактор-фірма має значні труднощі з оцінкою кредитоспроможності іноземних клієнтів та інкасування вимог. Для оцінки ризику або для перестраховування експорт-фактор може підключити страхову компанію із страхування кредитів у країні імпортера або підстрахувати себе гарантіями відповідної державної організації. Доцільним буде отримати вигідні умови фінансування експорту при покритті ризику державною страховою компанією.

**Факторингові операції “бек-ту-бек”.** У перших трьох моделях факторингу фінансування концернів не передбачено. Дану функцію виконує модель факторингу “бек-ту-бек”. Реалізація угоди за даним видом факторингу схожа з комбінацією двофакторної моделі й звичайного внутрішнього факторингу.

Особливістю міжнародного факторингу в цілому є його відкритий характер, а також відсутність права регресу до постачальника-експортера. Це пов'язано з основною функцією факторингу — захист експортера від кредитного ризику. Водночас міжнародний факторинг дає можливість імпортеру на постійній основі отримувати товар з відстрочкою платежу.

Окрім того факторингові операції ще класифікуються за таким принципом: 1) внутрішній і міжнародний; 2) відкритий і тихий (конфіденційний); 3) з правом регресу і без такого права; 4) за умовою кредитування постачальника у формі попередньої оплати або оплати вимог на визначену дату; 5) за способом обліку рахунків-фактур факторингових операцій з відкриттям спеціальних рахунків для конкретних операцій.

За видом обслуговування операцій факторинг може бути простим і вексельним, коли розрахунки з постачальниками здійснюються векселями, а фактор-компанії здійснюють облік даних векселів.

Факторингові операції не можуть здійснювати фірми, які: працюють за бартером; працюють на договорі підряду; виробляють і поста­чають нестандартне обладнання; мають велику кількість дебіторів з малими сумами до оплати, а також філіали фірм і фізичні особи. На рис. 7.6 наведено учасників і основні операції з факторингу.

У західній практиці широко використовується встановлення строку платежу за контрактом 1–3 місяці. Фірми, які готові негайно погасити свої рахунки, можуть отримати від постачальників кращі умови платежу. Нові компанії із зростанням обороту акумулюють і великі

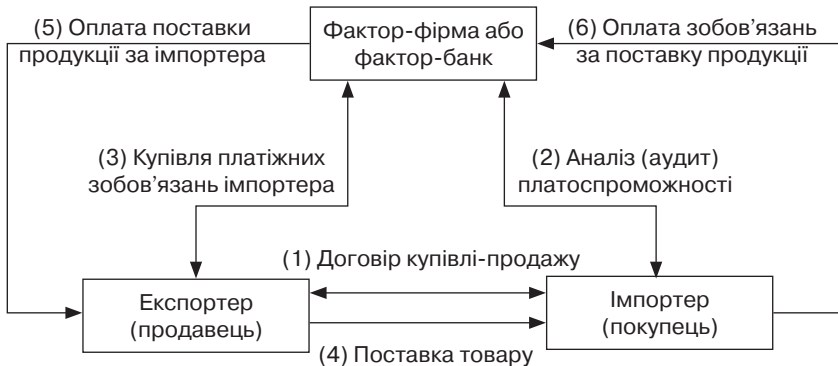


Рис. 7.6. Схема організації факторингу

ліквідні засоби. Якщо компанія може негайно погасити свої рахунки, вона може користуватися відповідними знижками. Знижка за негайний платіж за рахунком (протягом 1–10 днів) становить у західних країнах 2–3 %.

Негайна сплата рахунку називається “*сконто*” і компаніям вигідно нею користуватися. Якщо компанія не користується системою “*сконто*”, вона може зменшити свої витрати на бухгалтерський персонал, так як фактор-фірма/банк може приймати на себе зобов’язання ведення обліку дебіторської заборгованості. Всі великі банки постійно забезпечуються інформацією щодо фінансового стану всіх фірм у конкретній країні і навіть на міжнародному рівні. Тому ніхто не хоче потрапити у “чорний список” банків і тих фірм, які професійно займаються наданням фінансових довідок щодо підприємств, які працюють на зовнішньому ринку. Фактор-фірми можуть надавати своїм клієнтам таку додаткову послугу, як *гарантію за платіж*. У даному випадку фактор-фірма або фактор-банк фактично купують у своїх клієнтів вимоги до їх клієнтів. Зазвичай, фактор-банки готові регулярно інформувати своїх клієнтів щодо платоспроможності покупців-імпортерів, а за бажанням вони можуть брати на себе гарантію за платежі у зарубіжних країнах. Фактор-банки також готові приймати на себе від своїх клієнтів відповідні ризики у випадку неплатоспроможності покупців.

Фактор-фірми, маючи систему “*on line*”, через свою комп’ютерну мережу можуть цілодобово отримувати інформацію щодо фінансового стану вимог, до яких відносяться: які рахунки вже сплачені; які ра-

хунку є термінові; іншу інформацію, що необхідна в даний момент. Система виключає можливість підключення до неї і можливість крадіжки інформації іншою фірмою.

Узагальнюючи операції з факторингу, можна визначити такі напрями послуг фактор-фірм своїм клієнтам: 1) ведення за постачальника повного бухгалтерського обліку дебіторської заборгованості; 2) надання консультацій з питань організації розрахунків, підписання договорів, отримання платежів; 3) надання інформації щодо ринку збуту, цін, платоспроможності майбутніх покупців та ін.; 4) надання транспортних, складських і рекламних послуг.

Водночас до послуг банків відносяться: 1) визначення кредитоспроможності клієнтів; 2) ведення книжок-обліку; 3) інкасування дебіторської заборгованості; 4) прийняття на себе ризику неплатежу.

Зауважимо, що в усіх випадках для здійснення факторингових операцій необхідні визначені джерела фінансування або акумулювання грошових фондів. Такими джерелами можуть слугувати: 1) залучення вільних грошових коштів клієнтури банків; 2) кредити, отримані від свого банку; 3) прибуток від факторингових операцій.

Використання міжнародного факторингу дає змогу: 1) спростити схему отримання експортних засобів під час здійснення експортної операції; 2) захистити експортера від ризику неплатежу; 3) зменшити витрати, пов'язані з перевіркою платоспроможності клієнтів, а також веденням бухгалтерського обліку; 4) покращити дисципліну погашення боргів; 5) зменшити або повністю ліквідувати валютні ризики; 6) виключити необхідність позики експортером грошових коштів для підтримки власного виробництва; 7) забезпечити клієнта необхідними валютними коштами.

**Визначення вартості факторингу.** Комісійна винагорода фактор-фірми або фактор-банку при факторингу складається з двох частин: 1) *оплата за управління*: ведення обліку, юридичного та інформаційного обслуговування. Розмір даної оплати визначається як відсоток від вартості рахунка і може коливатися від 0,5 до 3,0 %. У випадку регресу може бути отримана знижка на 0,2–0,5 %. Плата за облік (дисконтування) рахунків-фактур може становити 0,1–1,0 % річного обороту постачальника; 2) *оплата за облікові операції*: виходячи з поточної банківської процентної ставки, яка використовується для короткострокового кредитування на період факторингу, збільшена на 2–4 % для компенсації ризиків. Можливі й інші варіанти. Але співробітництво з факторингу між фактор-фірмами/банками і їх клі-

ентами повинно бути взаємовигідним для обох сторін. Факторинг вигідний як для постачальника (експортера), так і покупця (імпортера), а також фактор-фірмі або фактор-банку. За його допомогою *експортер* має такі зиски: збільшити обсяги продажу, кількість покупців і конкурентоспроможність, надаючи покупцям пільгові умови оплати товару під надійну гарантію; отримати негайно, не очікуючи надходження грошей від імпортера, кредит у розмірі до 90 % від вартості товару, який експортується, що прискорює оборот грошових коштів; запобігти ризику неплатежу з боку імпортера (покупця); більше часу віддати на виробництво товару на експорт. У свою чергу *імпортер* (*покупець*): отримує товарний кредит; запобігає ризику отримати неякісний товар; збільшує обсяг закупок; підвищує свою конкурентоспроможність за рахунок підвищення оборотності фінансових та інших ресурсів.

**Фактор-фірма** або **фактор-банк**: отримує прибуток за рахунок комісії і відсотку за кредит; має можливість залучати для обслуговування дистриб'юторів і виробників експортної продукції. Незважаючи на те, що факторинг є ризикованим видом кредитування, прибуток та інші зиски, що отримують його учасники, дають значні переваги.

### Міжнародний форфейтинг

Важливою особливістю фінансування експортних угод за допомогою акредитиву є вимога формального визнання зобов'язань з платежів з боку імпортера. Для захисту інтересів експортерів в умовах зростаючої конкуренції на світових ринках були створені нові форми фінансування міжнародних угод. До них відносяться: *страхування експортних кредитів* і так званий "*форфейтинг*".

**Страхування експортних кредитів**, яке використовується експортером, є альтернативою акредитиву, або готівковим розрахункам, і дає змогу імпортеру купувати товар практично за своїм відкритим рахунком без формального визнання своїх боргових зобов'язань. Водночас така страховка захищає експортера від більшості комерційних ризиків, а інколи і від політичних.

**Форфейтинг** — це облік за фіксованою ставкою без регресу протистих векселів і цінних паперів, виписаних в іноземній валюті. Тобто придбання торгових зобов'язань призначається на яку-небудь дату, але без права обороту (регресу) до якогось колишнього власника. Спеціалізована фінансова компанія (установа), яка називається фор-

фейтером (*forfeiter*), придбає торговельні або інші боргові зобов'язання на умовах форфейтингу, а потім компоує їх для продажу інвесторам.

Слово форфейтинг походить від французького "*a forfait*", що означає втратити або поступитися права. Форфейтинг своє поширення отримав, починаючи з 60-х років XX ст. у торгових операціях між західними експортерами та країнами Східної Європи — членами СЕВ і в даний час застосовується для фінансування експорту великого обладнання, сировини, товарів широкого вжитку. Мінімальна сума, прийнятна для врахування при форфейтингу повинна становити 250 тис. дол. Векселі виписуються у конвертованій валюті: у доларах США, *EURO* та інших валютах і зізнаються із завіреними підписами, і з гарантією банку імпортера.

Існують первинний ринок форфейтингових документів і вторинний ринок, представлений спеціалізованими фінансовими установами в Цюріху, Люксембурзі, Лондоні та Парижі. Фактично, форфейтинг — специфічна операція, схожа на факторинг і здійснюється шляхом купівлі боргових зобов'язань, що свідчать про поставку товару або надання послуг. Покупець боргових зобов'язань (форфейтер) повністю відмовляється від свого права регресу до імпортера на користь індосанта. Передача зобов'язань здійснюється шляхом простого індосаменту векселя з позначкою "без регресу". Під борговими зобов'язаннями маються на увазі векселі, виписані покупцем на ім'я постачальника. Ці векселі гарантуються наданням авалю банку країни імпортера. Механізм проведення форфейтингової операції показано на рис. 7.7.

Імпортер і експортер укладають угоду про терміни платежу (1), які можуть також здійснюватися і по мірі виконання робіт.

Експортер звертається у форфейтингову компанію, яка бере на себе зобов'язання з фінансування операції шляхом виплати готівкових грошей за врахованим векселем. З цією метою імпортер виписує векселі, які підписуються банком його країни (2). Векселі, індосовані банком країни, стають гарантійними векселями (3) і направляються банку експортеру (4). Відбувається відвантаження товару (5). Далі експортер індосує векселі і продає їх форфейтеру (8) без регресу, які стають форфейтинговими векселями. Форфейтингова фірма (банк) виплачує готівкові кошти експортеру (9), індосує векселі і перепродає їх на ринку цінних паперів (10). При цьому гарантія форфейтингової фірми значно полегшує їх продаж.



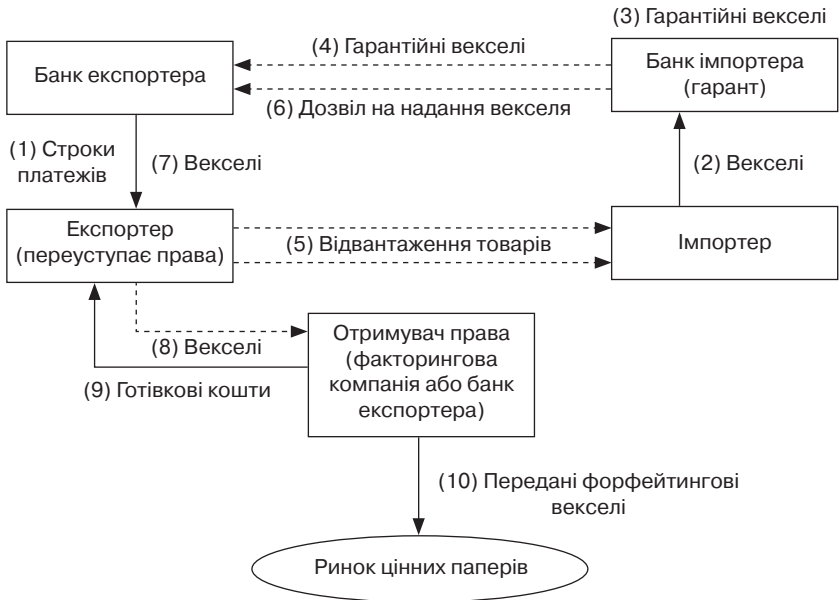


Рис. 7.7. Механізм проведення форфейтингової операції

Зауважимо, що існують відмінності між чистим факторингом і форфейтингом. Експортний форфейтинг стосується специфічних, вже існуючих зобов'язань, але без регресу. Водночас експортний факторинг застосовується для майбутніх, ще не повністю платіжних зобов'язань. При форфейтингу борги матеріалізуються у вигляді векселів, які є різновидом боргових цінних паперів і продаються форфейтинговою фірмою інвесторам. Більшість форфейтерів пов'язані з великими німецькими і швейцарськими банками. З одного боку, форфейтер виступає в якості спеціаліста за суверенним ризиком, так як він купує дебіторську заборгованість без права регресу. Експортер, який здійснив угоду форфейтингу, отримує обумовлену суму грошей наперед і може у подальшому не хвилюватися щодо своєчасності розрахунків з імпортером, так як ризик неплатежу приймає на себе форфейтер. З іншого боку, форфейтер виступає в якості фірми маркет-мейкера, в якості якої він збирає дебіторські заборгованості у пакети з різними строками погашення і номінальними сумами, надаючи своє ім'я в якості гаранта векселів до того, як продати інвесторам.

## Зустрічна торгівля

Поняття зустрічної торгівлі виникло з давніх часів, коли покупець і продавець здійснювали взаємний обмін одного товару на інший, тобто з практики бартерної торгівлі. Цей вид торгівлі може приймати різні види, але найчастіше використовуються такі її види, як бартерна торгівля, контркупівля, угода щодо зворотної купівля і торгівля “свіч”. Тобто на сьогодні, наприклад, в рахунок постачання нафти однією країною інші країни постачають продукти харчування, техніку, зброю та ін.

Практика торгівлі “свіч” передбачає переведення надлишків, які утворилися в торгівлі між двома країнами, третій країні. Зустрічна торгівля, зазвичай, використовується європейськими, азіатськими, латиноамериканськими фірмами, але Генеральна угода щодо тарифів і торгівлі (ГАТТ) і Міжнародний валютний фонд негативно відносяться до неї.

## Міжнародний лізинг

Міжнародний лізинг на сьогодні отримав значний розвиток, так як дає можливість країнам, які розвиваються, заощаджувати валютні кошти на купівлю необхідного технологічного обладнання, машин, засобів виробництва, сприяє зменшенню дефіциту платіжного балансу і отриманню нової техніки і нових технологій (технічному прогресу). Літаки, капітальне обладнання у вигляді комплексів, судна та інші засоби фірми можуть отримати від лізингових компаній.

Найбільш відомими виробниками, що надають свою продукцію на умовах лізингу, є *IBM, Xerox, GATX*, а також багато авіаційних, суднобудівних та автомобільних компаній. Серед них лідери світового автомобільного ринку — концерни “*Даймлер-Крайслер*” і *BMW* є засновниками провідних лізингових компаній, через які здійснюють збут продукції в багатьох країнах світу. Так як у подальшому лізингові послуги розглядаються у спеціальному розділі цього посібника, розглянемо тільки їх деякі види з точки зору міжнародних операцій. З класичної точки зору, лізинг класифіковано на фінансовий і оперативний. Тому розглядається тільки фінансовий лізинг, так як відповідно із Законом України “Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг” до фінансової послуги віднесено тільки фінансовий лізинг.

У міжнародних операціях лізингу розрізняють: *експортний, імпортний і транзитний лізинг*. Така класифікація пов’язана з тим — хто виступає ініціатором лізингової угоди.

При *прямому* міжнародному лізингу угода здійснюється за класичною схемою, коли лізингодавець і виробник об'єкта лізингу є суб'єктами однієї країни, а лізингоотримувач в іншій країні. При цьому лізингодавець має можливість отримати від виробника лізингового майна експортний кредит в країні постійного перебування, а лізингоотримувач забезпечує повне фінансування використання даного майна. При *експортному лізингу* ініціатором угоди виступає лізингодавець, який розташований в одній країні, а лізингоотримувач в іншій. При *імпортному лізингу* ініціатором угоди виступає лізингоотримувач, який отримує лізингове майно із-за кордону. У випадку, якщо виробник лізингового майна, лізингодавець і лізингоотримувач знаходяться в різних країнах, то такий лізинг називається *транзитним*.

Угоди з міжнародного лізингу, як правило, здійснюються і контролюються транснаціональними корпораціями і банками, які мають дочірні лізингові компанії із розгалуженою мережею філіалів і представництв за кордоном. Транзитний лізинг має ряд переваг, так як розширюються ринки збуту засобів виробництва та іншої лізингової продукції, розширюється номенклатура і можливість вибору. Цьому сприяє те, що в країнах-учасниках ЄС зняті всі податкові та інші бар'єри із здійснення лізингових операцій. Окрім того в міжнародній практиці використовується і сублізинг.

**Сублізинг** — особливий вид лізингових відносин, що виникають у зв'язку з переуступленням прав користування предметом лізингу третій особі та оформляються договором сублізингу (рис. 7.8).

Особа, яка здійснює сублізинг, приймає предмет лізингу в лізингодавця за договором лізингу і передає його в тимчасове користування лізингоодержувачу за договором сублізингу. Згідно з чинним українським законодавством переуступлення лізингоодержувачем

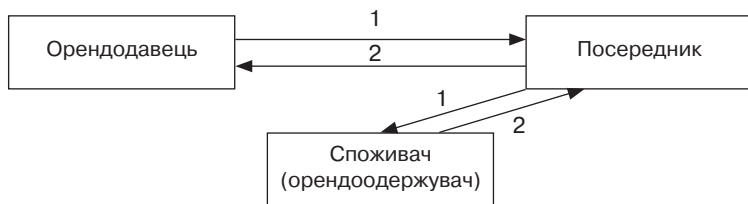


Рис. 7.8. Схеми сублізингу:  
1 – обладнання; 2 – орендні платежі

третьої особі своїх зобов'язань щодо виплати їй лізингових платежів не допускається.

Щоб передати в Україні предмет лізингу в сублізинг, обов'язково має бути оформлена письмова згода лізингодавця. При цьому основний лізингоодержувач має першочергове право на одержання лізингових платежів. У договорі обумовлюється, що в разі банкрутства третьої особи лізингові платежі надходить основному лізингоодержувачу. Відмінною рисою міжнародного сублізингу, як різновиду міжнародного лізингу, є переміщення предмета лізингу через митний кордон України на термін дії договору сублізингу.

На практиці використовуються й інші види лізингу. Так, різновидом лізингу стали угоди "*даблін*", що застосовуються у міжнародній сфері. Їх суть полягає в комбінації податкових пільг у двох або більше країнах. Наприклад, на початку 80-х років по такій схемі в Англії та США придбавали літаки. Користь від податкових пільг в Англії більше, якщо лізингодавець є власником, а в США — якщо він має лише права володіння. З врахуванням цих обставин лізингова компанія в Англії купувала літак, віддавала його в оренду аналогічній американській компанії, а та у свою чергу — місцевим авіакомпаніям. Такі угоди можуть здійснюватися між компаніями Франції та США, Японії та США та ін.

### **Інші види фінансування міжнародної торгівлі**

**Оплата вперед.** Оплата, яка надається експортеру наперед, може здійснюватися як самим імпортером, так і банком імпортера, або банком експортера. У першому випадку імпортер здійснює оплату товару в момент передачі ним замовлення експортеру. Даний метод доцільний тоді, коли кредитний стан імпортера незадовільний або коли експортер має складності з отримання грошових коштів, необхідних для виробництва замовленого імпортером товару. У даному випадку імпортер приймає на себе всі ризики. У другому випадку, який відбувається частіше на прохання імпортера, банк імпортера здійснює оплату експортеру через банк, який повідомляє, відповідно до умов акредитиву. У третьому випадку експортер отримує грошові кошти від свого банку при пред'явленні документів, які підтверджують відвантаження (перевезення) товару. Але в будь-якому випадку кінцеві розрахунки будуть залежати від перевірки всіх документів, що здійснює банк імпортера для підтвердження того, що експортер виконав свої контрактні зобов'язання.

**Відкритий рахунок (clean payment).** Здійснення продажу товару за методом відкритого рахунку — це продаж на кредитних умовах, погоджених між експортером та імпортером. Тобто продавець постаचाє товар без гарантій платежу, покупець перераховує гроші на день платежу. Даний метод дуже вигідний для імпортера, так як він одержує можливість не тільки отримати товар, а й здійснити його продаж до надання оплати. При цьому, експортер ризикує тим, що імпортер не виконає свої зобов'язань. Продавець не отримує ніяких гарантій з боку покупця. Повернення грошей може зайняти багато часу і пов'язано із значними витратами. Тому продаж товару за відкритим рахунком здійснюється тоді, коли між експортером та імпортером існують давні дружні, тісні стосунки, а також на території однієї країни. Метод дає сторонам економію коштів за рахунок не сплати комісійних банкам, які відкривають акредитив або перевіряють документи.

**Консигнація.** За умов, обумовлених договором щодо консигнації, експортер транспортує товар імпортеру на склад, але при цьому все ще зберігає своє право на даний товар до тих пір, поки імпортер не продасть його і не розраховується з експортером (консигнатором). Експортер здійснює фінансування свого товару і приймає на себе значний ризик. Дана угода доцільна тоді, коли експортер повністю довіряє імпортеру або якщо положення товару на ринку важко передбачити (наприклад, виходом на ринок з новим товаром або на новий ринок). Банки не дуже полюбляють фінансування консигнації, так як закони інших країн значно утруднюють отримання грошових коштів у випадку невиконання імпортером контрактних зобов'язань.

Використовуються й інші види платежів і розрахунків, такі як: оплата в обмін на товар; оплата після поставки товару; оплата в розстрочку.

### **Питання для самоконтролю**

1. Основні послуги з фінансування зовнішньоекономічної діяльності.
2. Чеки як інструменти фінансування ЗЕД. Поняття і використання.
3. Іменний, ордерний чек і чек на пред'явника. Кросовані і розрахункові чеки. Порядок використання при ЗЕД. Порядок виписки чека. Чековий "аваль", поняття, застосування при ЗЕД.

4. Векселі як інструменти фінансування ЗЕД. Поняття і використання.
5. Простий і перевідний векселі. Їх використання при ЗЕД.
6. Казначейський і приватний векселі. Банківський вексель. Ацепт векселя.
7. Реквізити векселя за Женевською конвенцією.
8. Кредитні банківські операції з векселями.
9. Комісійні банківські операції з векселями.
10. Облік (дисконт) векселів. Розрахунок суми дисконту.
11. Інкасація векселів. Доміціляція векселів. Вексельне поручительство (аваль).
12. Поняття “акредитив” і його застосування при ЗЕД. Документарний акредитив і його застосування.
13. Забезпечений і незабезпечений акредитив. Підтверджений і не підтверджений акредитив. Порядок їх використання при ЗЕД.
14. Перевідний і револьверний акредитив. Обмежений і відкритий акредитив. Порядок їх використання при ЗЕД.
15. Повідомлення про відкриття акредитиву. Перевірка акредитиву. Документи, які супроводжують акредитив.
16. Міжнародні уніфіковані правила і звичаї для документарних акредитивів.
17. Документарне інкасо, поняття і застосування при ЗЕД.
18. Види інкасо і використання при ЗЕД. Інструкції щодо видачі документів при інкасо.
19. Міжнародні уніфіковані правила з інкасо.
20. Коносамент — поняття, застосування при ЗЕД.
21. Пластикові картки і їх використання при ЗЕД.
22. Факторинг, поняття і застосування при ЗЕД. Основні критерії для визнання факторингу за Отавською конвенцією.
23. Види факторингових послуг при ЗЕД і їх характеристики.
24. Учасники факторингових операцій при ЗЕД.
25. Двофакторний факторинг при ЗЕД: поняття, порядок здійснення операцій.
26. Прямий імпорتنний факторинг при ЗЕД: поняття, порядок здійснення операцій.
27. Прямий експортний факторинг при ЗЕД: поняття, порядок здійснення операцій.
28. Операції з факторингу “бек-ту-бек” при ЗЕД: поняття, порядок здійснення операцій.

29. Переваги і недоліки факторингу при ЗЕД. Розрахунок ефективності факторингових операцій. Компанії, які не підлягають факторингу.
30. Міжнародні лізингові послуги: поняття, види і характеристики.
31. Експортний, імпорتنний і транзитний лізинг: поняття, застосування.
32. Обґрунтування лізингу при ЗЕД.
33. Лізингові платежі і їх розрахунок. Простий розрахунок. Розрахунок із врахуванням зміни вартості грошей у часі.
34. Міжнародний форфейтинг, поняття і застосування при ЗЕД.
35. Інструменти надання послуг з форфейтингу.
36. Зустрічна торгівля при ЗЕД: поняття, специфіка застосування.
37. Види платежів при зовнішній торгівлі та їх характеристика.
38. Послуги міжнародних фінансових ринків з фінансування зовнішньої торгівлі.
39. Операції на відкритий рахунок. Консигнаційні операції.

### **Контрольні завдання**

#### *Завдання 1*

Розрахувати загальні витрати лізингодавця, якщо балансова вартість майна за лізингом становить 100 тис. грн. Плата за використання кредитних ресурсів становить 20 % від суми балансової вартості, плата за додаткові послуги лізингодавця становить 10 % від суми балансової вартості лізингового майна.

#### *Завдання 2*

Розрахувати загальну суму лізингових платежів лізингоотримувача, якщо сума амортизаційних платежів становить 200 тис. грн, комісійна винагорода становить 5 % від величини амортизаційних відрахувань щорічно, сума ПДВ – 20 %, сума мита – 0,5 % від суми вартості лізингового майна, плата за кредитні ресурси, які використав лізингодавець становить 20 % річних. Строк фінансового лізингу 5 років.

#### *Завдання 3*

Розрахувати період погашення коштів за факторинговою операцією, якщо річний обсяг факторингу становить 1 млн дол., середня величина факторингового кредитування за рахунками становить 100 тис. дол.

#### *Завдання 4*

Розрахувати суму, отриману виробничою компанією за факторинговим контрактом за таких умов: загальна сума рахунків становить 300 тис. грн; аванс становить 90 %; комісія фактора дорівнює 3 %; щомісячний банківський процент за аванс становить 2 %.

#### *Завдання 5*

Швейцарська фабрика годинників регулярно постачає продукцію у 20 шведських фірм. Строк постачання — 90 днів. Розрахувати потрібні витрати прийняття ризику фінансування та інкасування певних сум. Оборот за 3 міс. дорівнює 1 млн євро, процент становить 6 % річних. Для розрахунків суми витрат на послуги застосувати такі дані: прийняття ризику — 0,5 % обороту; комісія за факторингову операцію — 0,75 % обороту.

#### *Завдання 6*

Факторингова компанія встановлює комісійні в розмірі 3 % і надає позику підприємству в розмірі до 75 % від дебіторської заборгованості (ДЗ), яка купується за додатковий 1 % на місяць. Продажі в кредит становлять 50 тис. гр. од. на місяць. У результаті договору факторингу підприємство економить 700 гр. од. на місяць на вартості кредиту і 2 % від продажів у кредит на безнадійних боргах. Обслуговуючий банк запропонував договір, згідно з яким він надає підприємству позику до 75 % від ДЗ. Банк встановив ставку 2 % на місяць і додатково 4 % нарахувань за обслуговування ДЗ, у рахунок якої надається позика. Період інкасації грошових коштів за продажі в кредит становить 30 днів. Якщо підприємство бажає повністю використати можливий ліміт факторингової компанії, в рамках якого вона надає позику, то який варіант фінансування найкращий — банківський чи факторинговий?

#### *Завдання 7*

Припустимо, що фінансовий менеджер розглядає можливість купівлі за замовленням клієнта казначейського векселя, ціна якого становить 98 грн, за номіналом 100 грн, на аукціоні в поточний тиждень. Якщо вексель буде гаситися через 90 днів, який дисконтний дохід отримає інвестор?

#### *Завдання 8*

Товар вартістю в 1 млн дол. США постачається під виписку векселя із строком оплати через 30 днів. Продавець встановлює процентну



ставку за виданий кредит 6 %. Яку суму за векселем отримує продавець?

### *Завдання 9*

Припустимо, що деякий банк обіцяє надавати позики потенційним клієнтам без перевірки їх кредитоспроможності. Які категорії позичальників можуть бути залучені такою пропозицією? Чи буде відсоткова ставка даного банку за такими позиками відмінною від відсоткової ставки банку, який перевіряє кредитну історію позичальника?

### **Література**

1. *Податковий кодекс України* (зі змін, і доп., внесеними Законом України від 23.12.2010 р. № 2856-VII).
2. *Закон України “Про банки і банківську діяльність”* від 07.12.2001 р. № 2121-III (із змін, і доп.).
3. *Закон України “Про фінансовий лізинг”* від 16.12.1997 р. № 723/97-ВР (із змін., внесеними Законом України від 14.01.1999 р. № 394-14, в ред. Закону від 11.12.2003 р. № 1381-IV (1381-15)).
4. *Закон України “Про страхування”* від 15.05.1996 р. (із змін, і доп. в ред. Закону України від 04.10.2001 р. № 2775 із змін, і доп.).
5. *Закон України “Про зовнішньоекономічну діяльність”* від 16.04.1991 р. № 959-XII (зі змін, та доп.).
6. *Закон України “Про обіг векселів в Україні”* від 05.04.2001 р. № 2374-III (зі змін, і доп.).
7. *Закон України “Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті”* від 23.09.1994 р. № 185/94-ВР (зі змін, та доп.).
8. *Закон України “Про регулювання товарообмінних (бартерних) операцій у галузі зовнішньоекономічної діяльності”* від 23.12.1998 р. № 351-XIV (зі змін, та доп.).
9. *Директива: Країни-учасниці* від 14.06.2006 р. № 2006/48/ЄС “Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання)”.
10. *Декрет КМУ “Про систему валютного регулювання і валютного контролю в Україні”* від 19.02.1993 р.

11. *Конвенція* ООН “Про поступку дебіторської заборгованості у міжнародній торгівлі” від 12.12.2001 р.
12. *Конвенція* УНІДРУА “Про міжнародний факторинг” від 28.05.1988 р. <http://www.legalweekly.com.ua>
13. *Положення* про впровадження пластикових карток міжнародних платіжних систем в розрахунках за товари, надані послуги та при видачі готівки (Постанова НБУ від 22.02.1997 р. № 37 із змін. і доп.).
14. *Постанова* КМУ “Про Порядок віднесення операцій резидентів у разі провадження ними зовнішньоекономічної діяльності до договорів виробничої кооперації, консигнації, комплексного будівництва, оперативного та фінансового лізингу, поставки складних технічних виробів та товарів спеціального призначення” від 30.03.2002 р. № 445.
15. *Указ* Президента України “Про урегулювання порядку отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і застосування штрафних санкцій за порушення валютного законодавства” від 27.06.1999 р. № 734.
16. *Постанова* КМУ “Про затвердження порядку випуску, обігу та погашення векселів, які видаються на суму податку на додану вартість при ввезенні (пересиланні) товарів на митну територію” від 01.10.1997 р. № 1104.
17. *Закон* України “Про приєднання України до Конвенції УНІДРУА про міжнародний факторинг” від 11.01.2006 р. № 3302-IV.
18. *Однаковий Закон* про чеки від 1931 р. (Додаток 1 до Женевської конвенції).
19. *Однаковий Закон* про векселі від 1930 р. (Додаток до Женевської конвенції).
20. *Уніфіковані правила та звичаї для документарних акредитивів* (публ. МТП № 500).
21. *Уніфіковані правила та звичаї для інкасо* (публ. МТП № 500).
22. *Боди Зви, Мертон Роберт К.* Финансы: пер. с англ. — М.; СПб.; К.: Вильямс, 2003. — 592 с.
23. *Гребельник О. П.* Основи зовнішньоекономічної діяльності: підручник. — 3-тє вид., перероб. та доп. — К.: Центр уч. літ., 2008. — 432 с.
24. *Кидуэлл Девид С.* и др. Финансовые институты, рынки и деньги: пер. с англ. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с.

25. *Кадуріна Л. О., Стрельнікова М. С.* Облік зовнішньоекономічної діяльності на підприємствах України: теорія, практика, рекомендації: навч. посіб. — К.: Центр уч. літ., 2007. — 606 с.
26. *Лизинговые, факторинговые, форфейтинговые операции банков:* учебник. — М., 2003. — 130 с.
27. *Максимо Энз В.* и др. Мировые финансы / Ун-т Сент Джон: пер. с англ. — М.: ДеКа, 1998. — 768 с.
28. *Мишкин Фредерик С.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.; СПб.; К., 2006. — 880 с.
29. *Перар Жозет.* Управление международными денежными потоками: пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 208 с.
30. *Румянцев А. П., Румянцева Н. С.* Зовнішньоекономічна діяльність: навч. посіб. — К.: Центр навч. літ., 2004. — 377 с.
31. *Руденко Л. В.* Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції: підручник. — К.: ЦУЛ, 2003. — 614 с.
32. *Хомутенко В. П.* Фінанси зовнішньоекономічної діяльності: навч. посіб. / В. П. Хомутенко, В. В. Немченко, І. С. Луценко. — К.: ЦУЛ, 2009. — 474 с.
33. *Шклярук С. Г.* Финансовая система. Структура. Механизм функционирования. Оптимизация: финансовые рынки; финансовые институты и участники; финансовые инструменты; методы анализа; регулирование и оптимизация. — К.: Нора-принт, 2003. — 568 с.
34. [www.banker.ua](http://www.banker.ua)
35. [www.factoring.com.ua](http://www.factoring.com.ua)

### ПОСЛУГИ СТРАХОВОГО РИНКУ

#### 8.1. Структура, учасники та інструменти страхового ринку

Розвиненість фінансової сфери країни визначається розвиненістю ринку страхових послуг. На даному ринку діють страхові компанії, які є фінансовими посередниками, котрі за деяку платню готові страхувати від ризику, тобто сплатити компенсацію при настанні відповідних подій. Їх основна функція — прийняття на себе ризику. Страхові ринки можна характеризувати як за територіальними, так і за галузевими ознаками. За *територіальними ознаками* можна виокремити місцевий (регіональний), національний (внутрішній) і світовий (зовнішній) страхові ринки. Розвиток ринкових відносин знімає територіальні перепони, підсилює інтеграційні процеси, допомагає включенню національного страхового ринку у світовий. Прикладом такої інтеграції слугує створення загальноєвропейського страхового ринку країн-учасниць ЄС. Тому на сьогодні можна казати щодо формування внутрішнього, зовнішнього і міжнародного страхових ринків.

За галузевими ознаками розрізняють такі страхові ринки: особистого страхування (страхування життя), майнового страхування, страхування громадянської відповідальності і страхування економічних (фінансових) ризиків. У свою чергу в кожному з даних ринків можна виділити окремі напрями, наприклад страхування від нещасних випадків, страхування особистого майна та ін.

#### Теоретичні засади страхової діяльності

Як вважають американські вчені Девід С. Кіддуел, Ричард Л. Петерсон, Девід У. Блекуел та ін.: “Страхування — це економічний механізм, за допомогою якого окремі люди і організації можуть передати свої *чисті ризики* (невизначеність відносно втрат) іншим”. При *чистому ризику* результатом може бути тільки втрата або її відсутність. Тобто тут не існує ніякої можливості для отримання виграшу. Ці ризики пов’язані з такими подіями, на які ніхто не здатний вплинути. Наприклад, повінь, пожежа, або автокатастрофа, ризик передчасної смерті та ін. При *спекулятивному ризику*, навпаки, невизна-

ченість відносно якоїсь події у результаті може привести до виграшу, або втрати.

Самострахувемий ризик (як протилежність ризику, який передається страховику) є дорогим і обтяжливим. Тобто таке страхування припускає акумуляцію коштів у ліквідному фонді на випадок надзвичайних подій для сплати збитків. При цьому виникає проблема, чи вистачить коштів фонду для покриття збитків. Суспільство також несе збитки від самострахування у зв'язку з тим, що кожна особа повинна мати такий фонд, що відволікає значні фінансові ресурси від менш ліквідних але більш продуктивних інвестицій. Страхування зменшує суспільні витрати від можливого ризику. При передачі ризиків страховим компаніям рівень ризику в цілому зменшується. Особи, які передали свої ризики, не повинні хвилюватися щодо створення спеціального фонду і можуть спокійно займатися чи виробництвом, чи іншими справами (наприклад, подорожувати, лікуватися та ін.). Страховики, приймаючи на себе ризики, повинні отримати за це компенсацію у вигляді премії (страховий внесок), а страхова особа стає в один ряд з іншими застрахованими особами. Той ризик, з яким стикаються страховики після того, як прийняли на себе чистий ризик, називається *об'єктивним ризиком*. **Об'єктивний ризик** страховика — це відхилення дійсної величини збитків від очікуваних, і дане відхилення може бути статистично виміряне. Так як страховики приймають на себе чисельні випадки потенційних збитків, то до них застосовується **математичний закон великих чисел** (див. поняття “актуарні” розрахунки). Чим більше випадків можливих втрат, тим більше стають передбаченими середні значення збитків. Для того, щоб закон великих чисел міг працювати, страхові випадки, які використовуються для передбачення втрат, повинні бути **гомогенними**, а збитки, які виникають, повинні бути **випадковими**. (Під гомогенністю в математиці розуміють — **однорідність**.)

Збитки компаній зі страхування життя значно менші, ніж у компаній загального страхування (страхування майна), так як зміни у показниках смертності незначні протягом часу (за виключенням війни та інших форс-мажорних обставин). Компанії зі страхування нерухомості можуть понести більші збитки, ніж планувалося, якщо рівень інфляції буде високим, так як вартість відтворення майна зростає разом з інфляцією. Водночас номінальна вартість, яку страховик повинен виплатити у випадку смерті застрахованій особі, як правило, у зв'язку із зростанням інфляції не збільшується.

Більшість страхових компаній страхують тільки чисті, а не спекулятивні ризики. Але існують і деякі види чистих ризиків, що не страхуються приватними страховими компаніями. Це пов'язано з тим, що практика приватного страхування висуває певні вимоги, які повинні відповідати потенційним втратам, щоб бути відповідним чином застрахованими. По-перше, страхові компанії вимагають великої кількості гомогенних (однорідних) випадків потенційних збитків, щоб їх можна було передбачити на основі закону великих чисел. По-друге, ті втрати, які мають місце, повинні відбутися не очікувано і ненавмисно. По-третє, обставини виникнення збитків повинні бути легко передбачені. Тобто, необхідно, щоб було легко визначено час і місце виникнення шкоди, її причини, кількісно оцінити втрати. По-четверте, страховик вимагає, щоб імовірність шкоди могла бути розрахована. Дана вимога важлива, так як страховик повинен мати можливість розрахувати внесок, який покриє збитки і надасть можливість залишитися з прибутком. По-п'яте, збиток не повинен бути катастрофічним для страховика.

У практиці страхових послуг існують два види страхових компаній: 1) *компанії страхування життя*; 2) *компанії страхування майна і страхування від нещасних випадків*. Для компаній **страхування життя** основним об'єктом страхування є життя людини. Наприклад, страхова компанія, яка уклала страховий договір на випадок смерті страхувальника, бере на себе зобов'язання після настання страхової події — смерті застрахованої особи — здійснити одночасну виплату або серію платежів *бенефіціару* (особі, яка вказана у страховому договорі як особа, яка отримує страхову суму). У західній практиці розповсюдженим і значним типом страхування є **пенсійне страхування**. При укладенні такого страхового договору страхова компанія виплачує застрахованій особі при досягненні нею відповідного віку пенсію.

**Компанії страхування майна і страхування від нещасних випадків** (*компанії загального страхування*) мають більш широкий спектр конкретних видів страхування (страхування будівель, автомобілів, худоби та ін.). Зауважимо, що основною відмінністю між наведеними першим і другим видами страхових компаній є більш значна складність оцінки можливості настання страхового випадку для другого виду компаній і при його виникненні оцінки розміру страхових виплат власнику полісу. Така задача взагалі складна для будь-якої компанії, але у випадку страхування майна і страхування від не-

щасних випадків існує непередбаченість того, коли і яка із перелічених у полісі подій може відбутися, який буде реальний збиток для страховика і яким буде рішення щодо виплати страхової суми, що додатково ускладнюють дану задачу. Усі ці чинники впливають на інвестиційні стратегії, які використовують інвестиційні менеджери страхових компаній.

На сьогодні поділ компаній на ці два види можна вважати умовним, так як у реальності більшість великих страхових компаній займаються як страхуванням життя, так і загальним страхуванням, тобто є *універсальними компаніями*. Окрім зазначених видів страхових компаній в країнах світу функціонують взаємні страхові компанії і компанії взаємного страхування.

**Взаємні страхові компанії** належать тримачам їх полісів. Метою даного виду страхового бізнесу є мінімізація вартості страхового продукту для тримачів полісів. Найстарішим взаємним страховиком в США є компанія *The Philadelphia Contributionship for the Insurance of Houses from Loss by Fair*, яка почала свою діяльність у 1752 р. Ця компанія сплачує власникам її полісів дивіденди, розмір яких залежить від результатів її фінансово-господарської діяльності. Якщо вартість послуг, що надаються, зменшується, то рівень дивідендів збільшується. На відміну від дивідендів на акції, дивіденди тримачів полісів звільнені від прибуткового податку, так як дивіденди на поліси в США розглядаються як додаткова премія.

**Компанії взаємного страхування** (*reciprocals*), або компанії з обміну дорученнями, є однією з форм організації страхових компаній, які працюють як взаємні компанії, і їх завданням є також мінімізація вартості страхового продукту. Вони управляються довіреними особами, які, зазвичай, є корпорації — збирають страхові внески, сплачують страхове відшкодування, інвестують кошти і займаються пере-страхуванням. Страхування здійснюється за допомогою обміну учасниками. Тобто один учасник страхує іншого, і навпаки.

Основний фінансовий продукт страхового ринку — це страховий поліс.

**Страховий поліс** (*insurance policy*) — це юридично засвідчений контракт, за яким страховик сплачує премії (*premiums*) в обмін на зобов'язання страхової компанії сплатити обумовлену суму у випадку настання у майбутньому визначених подій. Страхова компанія приймає на ризик власника полісу і є відповідним бар'єром між ним і невизначеністю життєвих ситуацій. При цьому процес прийняття ри-

зику може включати детальне вивчення різних життєвих обставин застрахованої особи. Після підписання полісу страховою компанією, він є активом для його власника і зобов'язанням для страхової компанії. Премії можуть сплачуватися або у вигляді одноразового внеску, або у вигляді послідовних регулярних платежів. Якщо сторони страхування не виконують своїх зобов'язань, страхова компанія втрачає майбутні премії, а застрахована особа — забезпечення за контрактом. Другим інструментом страхового ринку є **страхове свідцтво**, яке використовується у міжнародному пароплаванні.

## 8.2. Практика страхових послуг в США

**Страхування життя і здоров'я.** У США компанії зі страхування життя і здоров'я реалізують широкий спектр фінансових продуктів, таких як: папери взаємних фондів, установ, які займаються інвестиціями в нерухомість; рахунки грошового ринку. Головна задача страхування життя полягає у забезпеченні економічної безпеки утриманців застрахованої особи у випадку **передчасної смерті**. Не зважаючи на те, що для більшості з нас смерть завжди вважається передчасною, з точки зору страховика, передчасна смерть означає смерть людини у працездатному віці. Страхуючи життя, страховик здатний надати в короткі терміни кошти для існування всієї родини. Найбільш розповсюдженими фінансовими продуктами даного класу є строкове, довічне і універсальне страхування. Страхування (*insurance*) за законодавством США: "Офіційний соціальний механізм, призначений для скорочення ризику шляхом передачі ризиків декількох індивідуальних суб'єктів права страховику на основі договору між ними. Договір, за яким одна особа (страховик) погоджується забезпечити або гарантувати іншій особі (страхувальнику), що наступаючий із-за конкретно певної причини збиток, або належний при настанні обумовлених обставин дохід, буде відшкодований в майбутньому першому, якому на основі зустрічного задоволення останнім буде виплачена сума встановленої страхової премії у вказаний термін".

**Строкове страхування життя.** Строкове страхування — це страхування, за яким забезпечується у випадку смерті зиск бенефіціару, якщо застрахована особа помирає протягом визначеного терміну. Фінансовим продуктом даного страхування є *поліс строкового страхування (term insurance policy)*, який являє собою контракт, за яким



страхова компанія сплачує фіксовану суму у випадку смерті застрахованої особи. У такого полісу немає інвестиційного компонента і тримач полісу не отримує відсотки на сплачені премії. Окрім того, ставка премії, яка призначена страховою компанією, залишається постійною протягом визначеного терміну. При випуску такого полісу страховій компанії відома сума, яку їй, можливо, необхідно буде сплатити, але невідома дата даної виплати. Але актуарні розрахунки дають змогу розумно оцінити дану дату. Якщо застрахована особа пережила той строк, на який вона була застрахована, контракт вважається виконаним і він втрачає право на виплати у подальшому. Таке страхування є самою чистою формою страхування життя, за якою надається тільки страховка на випадок смерті, але відсутній елемент зберігання. Внески за обсягом невеликі для молодих людей, але із зростанням віку збільшуються.

Поліси строкового страхування можуть бути класифіковані порізному залежно від строку дії, зміни його номінальної вартості, захисту в термін по закінченню строку полісу та існування гарантій виплати страхової премії. Прості строкові страхові поліси видаються на визначену кількість років, а потім анулюються. Розповсюджений строк їх дії — 1, 5 і 10 років.

***Зміни у величині номінальної вартості страхових полісів.*** Більшість полісів строкового страхування життя в США має номінальну вартість, яка залишається постійною протягом всього строку їх дії. Різновидом полісу строкового страхування є *“поліс, у якого зменшується лицева вартість”*. Тобто, це вартість, яка зменшується щорічно або щомісячно при зберіганні колишнього розміру страхових внесків. Даний поліс використовується для того, щоб забезпечити заставну за іпотечним кредитом або інший довгостроковий кредит. Протилежним видом цього полісу є *“зростаючий строковий поліс”*. Такий поліс забезпечує щомісяця або щорічно збільшення відшкодування при зберіганні рівня страхових внесків.

***Захист у термін після закінчення строку полісу.*** Два застереження, які часто включають до полісу строкового страхування: 1) застереження щодо поновлювання; 2) застереження щодо конвертованості, продовжують страхове покриття після закінчення строку дії полісу. Відповідно існують строкові страхові поліси, які поновлюються і конвертуємі строкові страхові поліси.

*Строкові страхові поліси, які поновлюються, можуть бути поновлені наприкінці строку дії полісу без нового освідчення щодо придат-*

ності до страхування. Величина нового страхового внеску визначається віком страхувальника. Після 65–70 років поліси, як правило, не поновлюються, аби попередити “*несприятливий відбір*”. Так як страхові внески за віком збільшуються з віком страхувальника, то при досягненні ним 65 років внески стають дуже високі. Тому такий поліс може оформити людина з поганим здоров’ям, або людина, яка може довго не прожити.

*Конвертований строковий поліс* дає змогу переоформити строковий страховий поліс у визначену форму постійного захисту, таку як довічне страхування. Це може бути зроблено без нової перевірки придатності до страхування. Але вона повинна бути проведена в межах визначеного терміну, вказаного в полісі, наприклад, протягом перших п’яти років. Таке застереження привабливе, так як часто ті, хто приймає строкову страховку, робить це в молодому віці у зв’язку з невисокою величиною внесків. Коли у людини з’являється сім’я і збільшується його дохідів, то з’являється бажання конвертувати свій страховий поліс у деякий “інвестиційний план”, який надасть можливість отримати забезпечення на все життя і містить в собі елементи заощадження.

### **Страхування життя до смерті тримача полісу (довічне страхування)**

Довічне страхування надає захист тим, хто має потреби в цьому протягом тривалого терміну. Страхове забезпечення надається на весь строк життя застрахованої особи. Найпопулярнішим видом полісу довічного страхування є довічна страховка з постійною сумою страхового внеску. **Поліс довічного страхування** (*whole life police*) має дві особливості: 1) страхова компанія сплачує фіксовану суму у випадку смерті застрахованої особи; 2) на внесені страхові премії нараховується інвестиційний дохід, при цьому тримач полісу може отримати у страхової компанії кредит у розмірі накопиченої суми під заставу полісу. Даний поліс акумулює кошти, які в будь-який момент будуть сплачені власнику полісу у випадку розторгнення договору страхування. Сплачена сума, зазвичай, називається *випускною вартістю при достроковому розторгненню контракту* (*cash-surrender value*). З інвестиційною компонентою даного полісу пов’язаний ризик зобов’язання, який полягає в тому, що дохід на інвестовані страховою компанією кошти тримача полісу може бути недостатнім для виконання зобов’язання за полісом у зв’язку з фіксованою ставкою, що

веде до зменшення надлишку страхової компанії. Компанія для зменшення даного ризику може пропонувати відсоткову ставку накопичення меншу, ніж у конкурентів, що може спонукати страхователя взяти кредит або розірвати страховий контракт.

Різновидом полісу довічного страхування є **поліс універсального страхування** (*universal life policy*). Даний поліс має відповідні переваги, так як у ньому страхова й інвестиційна компоненти розділені. Власник полісу сплачує премію за страхове забезпечення і окремо може інвестувати кошти у фінансові інструменти, які приносять дохід за ставкою більшою, ніж фіксована ставка полісу довічного страхування. Перевагою володінням даним полісом у порівнянні із звичайною купівлею цінних паперів є те, що за діючим американським законодавством податок на інвестиційний дохід стягується тільки після вилучення коштів у страхової компанії.

Наступним різновидом полісу довічного страхування є **поліс накопичувального страхування із плинною відсотковою ставкою** (*variable life policy*). Це є поліс довічного страхування, який забезпечує виплату у випадку смерті застрахованої особи страхової суми, величина якої залежить від ринкової вартості його портфеля в момент смерті. Зазвичай, американські страхові компанії інвестують премії у звичайні акції, і тому такий поліс називається **ринково обумовленим** (*equity-linked policies*). Так як величина страхової суми змінна, то існує її гарантована сума, яку компанія зобов'язується сплатити незалежно від ринкової вартості портфеля страховика. У цьому випадку страхова компанія ризикує отримати дохід менший, ніж конкуруючі страхові компанії, що може призвести до дострокового розторгнення контракту.

### **Рентне страхування**

Розповсюдженим видом страхування в США був **поліс рентного страхування**, який є одним із найстаріших видів страхування. **Рента** (*annuity*) — це страховий поліс, за яким страхова компанія на визначених умовах гарантує тримачу полісу послідовні регулярні виплати протягом визначеного терміну. У США існує два види рентного страхування — один з них пов'язаний із страхуванням життя, інший — ні. На сьогодні більшість рентних полісів не є полісами страхування життя і вони, головним чином, використовуються у зв'язку з пенсійними схемами. При відкладеній ренті з одноразовою премією (*single-premium deferred annuity*) спонсор пенсійної схеми (пенсійний фонд)

сплачує одноразову премію страховій компанії, яка у свою чергу зобов'язується сплачувати тримачу полісу пожиттєву ренту при досягненні ним пенсійного віку. Більшість полісів надають застрахованим особам право отримати одноразову допомогу замість ренти.

Страхові компанії випускають також рентні поліси другого типу, непов'язані зі страхуванням життя. Прикладом таких полісів є рента, яку держава зобов'язується сплачувати переможцю лотереї. У більшості випадків виграш одразу не сплачується повністю, а замість цього пропонується фіксований дохід протягом деякого терміну. Держава може купити для переможця лотереї ренту у страхової компанії. Іншим прикладом рент, непов'язаних зі страхуванням життя, є поліси, які купуються компаніями загального страхування для забезпечення щорічних платежів (*to settle a legal case*) третім особам. Наприклад, людина постраждала в автомобільній аварії і до кінця свого життя буде непрацездатною. Постраждала особа може звернутися до компанії, в якій вона застрахована, з вимогою відшкодування неотриманих доходів і медичних витрат. Для урегулювання даної вимоги компанія може погодитися виплачувати відповідні суми протягом відповідного терміну і купити у страхової компанії поліс, за яким компанія зі страхування життя буде виплачувати постраждалій особі ренту, що вказана в контракті.

**Гарантований інвестиційний контракт** (*quaranteed investment contract (GIC)*). Укладаючи гарантований інвестиційний контракт, компанія страхування життя за одноразову премію зобов'язується сплатити основну суму і відсотки за попередньо зумовленій ставці наприкінці строку дії контракту. Страхова компанія гарантує відсоткову ставку, але не основну суму. Повернення основної суми залежить від здатності страхової компанії погасити борг, так само як і при емісії облігацій. Гарантований інвестиційний контракт називається *разовим контрактом* (*buller contract*), так як премія за ним сплачується тільки один раз. Це є найбільш загальний тип. Різновидом гарантованих інвестиційних контрактів є контракт депозитного типу (*window contract*), контракт з плинною ставкою (*floating-rate contract*) і контракт за участю в прибутку (*participating contract*).

**Контракт депозитного типу.** За даним контрактом страхова компанія замість одноразової виплати погоджується акцептувати депозит на визначений строк у майбутньому (від 3 до 12 місяців). За всіма депозитами гарантується однакова відсоткова ставка. Даний

вид контрактів використовується пенсійними фондами, які здійснюють періодичні виплати на користь службовців і бажають зафіксувати відсоткову ставку за контрактом. За даним видом контракту у зв'язку з фіксованою відсотковою ставкою страхові компанії можуть підпасти під дію відсоткового ризику у випадку, якщо гарантовані відсоткові ставки стануть вищими, ніж ринкові.

**Контракт з плинною ставкою.** Це є гарантований інвестиційний контракт, в якому ставка накопичення прив'язана до деякої ставки-орієнтиру, наприклад, до дохідності державних облігацій. Гарантована ставка накопичення повинна бути вищою, ніж ставка-орієнтир. Ця різниця залежить від ринкових умов і рейтингу страхової компанії.

**Контракт за участю в прибутку.** За даним контрактом особі, яка страхується, не гарантується фіксована ставка. Замість її дохід страховика утворюється залежно від реальних результатів управління інвестиційним портфелем. Активи, які забезпечують даний контракт, відокремлюють в окремий клас активів компанії страхування життя. Гарантований контракт є зобов'язанням для компанії страхування життя, водночас, для пенсійних фондів, які його купують, контракт вважається активом. Такі контракти — це не більше, ніж боргові зобов'язання компанії страхування життя, яка випускає такі контракти. Гарантом контрактів виступає сама страхова компанія життя.

## Медичне страхування

Спеціалізація медичного страхування в США — це страхування ризиків хвороби або виникнення непрацездатності. Витрати на лікування можуть бути катастрофічні, а втрата доходу на час лікування хвороби створює великі проблеми для більшості сімей. До організацій, які пропонують схеми медичного страхування в США, відносяться страхові компанії, організації Синього хреста і Синього щита, або просто Сині, які є організаціями з підтримки здоров'я, а також організації привілейованого обслуговування. Страхові компанії збирають більше половини всіх внесків у сфері медичного страхування. Поліси медичного страхування поділяються на поліси, які покривають витрати на перебування хворого в лікарні і хірургічне втручання, спеціальні поліси на випадок втрати працездатності та удосконалені поліси довгострокового медичного обслуговування. Поліси можуть видаватися окремим особам, сім'ям або групам людей. Дана

система медичного страхування спрямована на зменшення витрат зі страхового відшкодування і відома як **“охорона здоров’я, яка управляється”**.

Зауважимо, що на сьогодні система медичного страхування та інші види страхування життя переживають відповідну трансформацію і головна її мета — доступ до медичного страхування та інших видів страхування життя матеріально незабезпечених верств населення США.

### **Страхування майна і громадянської відповідальності**

Компанії страхування майна і громадянської відповідальності (компанії загального страхування) у США продають поліси, які пропонують захист від прямої і непрямой шкоди у випадку таких небезпек, як пожежа, буревій, крадіжка, вибух або недбалість (див. “форсмажорні” обставини).

Компанії загального страхування (страхування власності і страхування від нещасних випадків) пропонують страхове забезпечення при виникненні: різних видів збитків, шкоди і руйнування власності; втрати або зменшення можливості отримання доходу із-за повної або часткової непрацездатності; позовів за шкодою, яка нанесена третім особам (страхування відповідальності); збитків при нещасних випадках, смерті та ін.

Послуги, які надають компанії загального страхування, можуть бути **персональні** (*personal lines*) і **комерційні** (*commercial lines*). Персональні містять страхування автомобілів і майна. Комерційні послуги містять страхування відповідальності, майна компаній і службовців від непрацездатності.

*Страхування майна* полягає у компенсації тримачам полісів фінансової шкоди, яка пов’язана з руйнуванням або втратою ними у процесі користування своєї власності. Зобов’язання компанії зі страхування власності не чутливі до змін відсоткових ставок, але чутливі до темпів інфляції. Існує ряд специфічних ризиків зобов’язань, з якими стикаються компанії страхування майна, найбільш значними серед них є: *географічний ризик* і *ризик, пов’язаний з обмеженням на премії за полісами*. Географічний ризик виникає, коли застрахована особа має поліси, пов’язані з ризиками, що локалізовані в межах визначеної географічної території (буревії, землетруси). Тарифний ризик виникає, коли органи нагляду обмежують премії, що можуть бути призначені за визначеними видами страхування.

*Страховання громадянської відповідальності* захищає застраховану особу, яку обвинувачує суд у недбалості, що спричинила фізичну шкоду, шкоду майну або особисту образу (наклеп або моральну шкоду) будь-якій особі. Прикладами такого страхування є: страхування загальної відповідальності; страхування професійної відповідальності; страхування відповідальності за виробництво і продаж товарів; страхування відповідальності власника автомобіля. Поточна й інвестиційна діяльність даного страхування відмінна від практики страхування життя з таких причин. По-перше, поліси страхування майна мають значно менший строк дії, ніж поліси зі страхування життя. Зазвичай такі поліси видаються на строк від кількох місяців до року. По-друге, ймовірність шкоди за такими полісами значно вища, і страхові вимоги, можливо, повинні бути сплачені протягом строку дії полісу. Страховик може інвестувати кошти від надходжень страхових внесків на більш короткий відрізок часу.

Об'єктивний ризик компаній страхування майна і громадянської відповідальності більший, ніж при страхуванні життя. Страхові вимоги для них визначаються економічними умовами (інфляцією, рівнем відсоткових ставок, стабільністю національної валюти) і бувають часто більшими, ніж очікуються. Дані компанії для отримання більшої дохідності вкладають більшу частину своїх фондів у корпоративні і муніципальні облігації для використання податкових пільг. *Поліси зі страхування майна* купуються окремими фізичними і юридичними особами для захисту від прямої або непрямой шкоди для власності, якою вони володіють. *Разові страхові поліси* покривають шкоду від ризиків, що вказані спеціально в контракті, таких як блискавка, буревій або крадіжка, у той час, як поліси загального страхування захищають застраховану особу від шкоди за всіма ризиками, за виключенням тих, які спеціально виключені з полісу. Величину потенційних збитків при страхуванні майна для компанії спрогнозувати легше, ніж при страхуванні відповідальності, так як неважко визначити вартість застрахованого всього майна або його частини. Але із зростанням негативних природних явищ разом із зростанням вартості власності таке прогнозування і оцінка шкоди стає все більш важчим. *Страховки громадянської відповідальності* придбаваються окремими громадянами або організаціями для захисту від фінансових втрат із-за обвинувачення в недбалості, яке висунула третя особа. Такі поліси дають змогу захиститися від обвинувачень суду у недбалості і сплатити штрафи, що призначені судом за нанесення: фізич-

них травм; шкоди власності; нанесення шкоди образою, таких як наклеп або брехливим звинуваченням. При даному страхуванні не існує верхньої межі грошової компенсації, як при страхуванні майна.

**Морське страхування** — це спеціальний випадок страхування майна і громадянської відповідальності. Морські страхові контракти покривають збитки, що відносяться до потенційних втрат при транспортуванні вантажів, і поділяються на дві категорії: океанські пароплавні або внутрішні пароплавні (річкові). *Поліси океанського пароплавного страхування* містять в собі покриття шкоди корпусу пароплава, а також компенсацію громадянської відповідальності. Дані поліси можуть передаватися на забезпечення страхування вантажів, страхування докерів і портових робітників та інші додаткові страховки. Поліси внутрішнього пароплавання містять в собі страховку від потенційних збитків при транспортуванні товарів залізницею, автомобільним транспортом, броньованими машинами, а також можливі втрати при зіпсованості таких елементів транспортної системи, як: мости, тунелі, трубопроводи, маяки і комунікаційне обладнання.

*Випадкові (плаваючі) поліси*, які охоплюють окремі предмети високої вартості (предмети мистецтва, дорогоцінності, хутро і предмети антикваріату), теж підпадають під класифікацію внутрішнього пароплавання.

**Комплексні поліси.** Деякі “пакетні поліси”, які часто видаються компаніями зі страхування майна і відповідальності, містять одночасно як страховку майна, так і страховку у випадку, коли настає громадянська відповідальність. Популярним прикладом є поліс домовласника, який за один страховий внесок пропонує страховку власності приватному домовласникові від прямої шкоди для його житла, інших елементів майна і особистої власності, а також страхування від непрямих витрат, які виникають у результаті шкоди від використання власності, страхування особистої відповідальності та різне додаткове страхування. До комплексних полісів відносяться і особисті поліси страхування автомобіля, які містять в собі різноманітні страховки.

Страхування відповідальності автовласника, страховка на випадок розгляду випадку із незастрахованим автомобілістом, відшкодування за фізичне пошкодження власного автомобіля, відшкодування медичних витрат і, в більшості штатів США, — страхування від зіпсованості автомобіля можуть бути включені до полісу, як і додаткові види страхування, що теж можуть бути надані.



### 8.3. Страхові компанії і послуги в Україні

Офіційне тлумачення терміну “страхування” в Україні наведено в Законі “Про страхування”: “Страхування — це вид цивільно-правових відносин щодо захисту майнових інтересів громадян і юридичних осіб у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування або чинним законодавством, за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом сплати громадянами та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій)”. У Законі зафіксовано головні елементи, що формують поняття страхування. Це, насамперед, мета страхування — захист майнових інтересів фізичних і юридичних осіб. Наголошується, що захист забезпечується на випадок конкретних подій, перелік яких зафіксовано в чинному законодавстві або страхових договорах. Виокремлюються джерела грошових коштів, що є ресурсами для страхових виплат. Страхування є, насамперед, системою економічних відносин між конкретними суб'єктами господарювання, де, з одного боку, діють страховальники, а з іншого — страховики.

Страхування виконує такі функції: *функція страхування захисту від ризиків; функції створення і використання страхових резервів (фондів); функція заощадження коштів; превентивна функція; правова превенція* (це передбачені чинним законодавством або договорами страхування застереження, згідно з якими страхувальник повністю або частково позбавляється страхових відшкодувань. Фінансова превенція полягає в тому, що частина страхових премій спрямовується на фінансування превентивних заходів). Інструментами надання страхових послуг є страховий поліс і страхове свідоцтво. Основними суб'єктами страхового ринку виступають страховики в особі страхових компаній і страхувальників, які купують у страховиків страхові поліси.

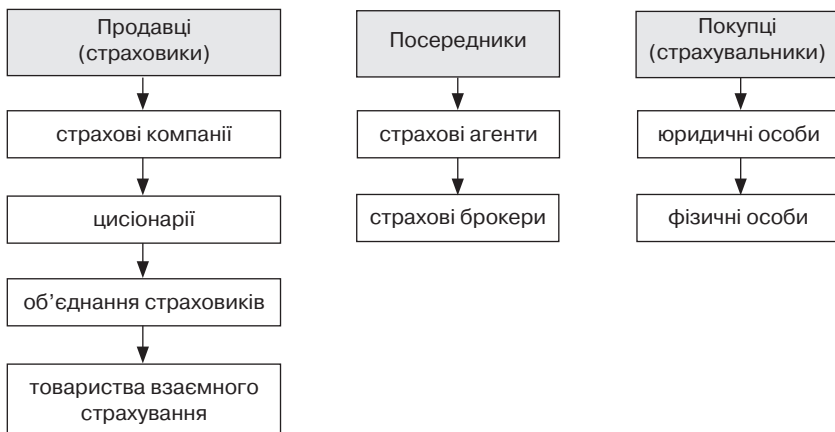
**Форми організації страхових компаній.** *Акціонерне страхове товариство* — основна форма організації страховика на основі централізації грошових коштів через продаж акцій. *Товариство взаємного страхування* — форма організації страхового фонду на основі централізації коштів за допомогою пайової участі його членів. Даний вид страхових компаній одночасно виступає в якості страховика і страхувальника. *Державна страхова компанія* — публічно-правова форма організації страхового фонду державою. Однак створення державою таких компаній є формою втручання в діяльність страхового ринку

компаній. Така форма організації страховиків передбачена законодавством України і реалізована на практиці через створення декількох великих державних компаній, що виконують медичне страхування іноземних громадян, які в'їжджають в Україну, обов'язкове страхування від нещасних випадків на залізничному транспорті та ін. *Урядова страхова організація* — некомерційні компанії, діяльність яких заснована на субсидуванні і спеціалізуються на страхуванні від безробіття, компенсацій робітникам і службовцям, а також на страхуванні непрофесійної непрацездатності. У більшості випадків ці компанії звільнені від різних податків. В Україні такі форми страховиків не представлені. *Приватні страхові компанії* — це компанії, створені у вигляді акціонерних компаній закритого типу, або товариств з додатковою або повною відповідальністю, які належать одному власнику або його родині. Такі компанії можуть об'єднуватися в асоціації. Прикладом такого об'єднання є відома англійська корпорація “Ллойд”. *Кептів* — акціонерна страхова компанія, яка обслуговує повністю або у більшій частині корпоративні страхові інтереси своїх засновників, а також самостійно господарюючих суб'єктів, які входять у структуру багатопрофільних концернів або великих фінансово-промислових груп. Кептів також може бути дочірньою страховою компанією іншого страховика. Перевага такої форми страховика полягає у великій потенційній ємності крупного сегмента страхового ринку, що обслуговується корпоративним страховиком. На українському ринку страхових послуг такі компанії представлені у достатній кількості.

Функціонування страхового ринку України відбувається за умови взаємодії його суб'єктів із приводу об'єктів страхування, на які спрямований страховий захист. Об'єкти страхування зумовлюють економічні відносини між суб'єктами ринку. З точки зору суб'єктів страхового ринку можна представити наступну схему їх взаємозв'язку (рис. 8.1).

В Україні можуть створюватися страхові компанії у формі акціонерних товариств, товариств з додатковою відповідальністю, товариств з повною відповідальністю та командитних товариств. Предметом безпосередньої діяльності страховика може бути лише страхування, перестраховання і фінансова діяльність, пов'язана з формуванням, розміщенням страхових резервів та їх управлінням.

Страховикам дозволяється виконання зазначених видів діяльності у вигляді надання послуг для інших страховиків на підставі укладених цивільно-правових угод, надання послуг (виконання робіт), якщо



*Рис. 8.1. Схема взаємозв'язку суб'єктів страхового ринку*

це безпосередньо пов'язано із зазначеними видами діяльності. Страховики можуть утворювати спілки, асоціації та інші об'єднання для координації своєї діяльності, захисту інтересів своїх членів та здійснення спільних програм, якщо їх утворення не суперечить законодавству України. Ці об'єднання не можуть займатися страховою діяльністю.

Страхувальниками визнаються юридичні особи та дієздатні фізичні особи, які уклали із страховиками договори страхування або є страхувальниками відповідно до законодавства України.

Товариства взаємного страхування — це фізичні та юридичні особи, які з метою страхового захисту своїх майнових інтересів можуть створювати товариства взаємного страхування у порядку і на умовах, визначених законодавством.

### **Основні галузі і види страхових послуг в Україні**

Основні галузі страхування в Україні — це: страхування життя, майна і перестраховання.

Страхова діяльність в Україні може провадитися за участю страхових посередників. Страховими посередниками можуть бути страхові або перестрахові брокери, страхові агенти. Посередницька діяльність страхових та перестрахових брокерів у страхуванні та перестрахованні здійснюється як виключний вид діяльності і може включати консультаційні й експертно-інформаційні послуги, роботу, пов'язану з

підготовкою, укладенням та виконанням (супроводом) договорів страхування (перестраховування), у тому числі щодо врегулювання збитків у частині одержання та перерахування страхових платежів, страхових виплат та страхових відшкодувань за угодою відповідно із страховальником або перестраховальником, інші посередницькі послуги у страхуванні та перестраховуванні за переліком, встановленим уповноваженим органом.

*Страхові брокери* теж відносяться до прямих страхових посередників — це юридичні або фізичні особи, які зареєстровані у встановленому порядку як суб'єкти підприємницької діяльності та здійснюють за винагороду посередницьку діяльність у страхуванні від свого імені на підставі брокерської угоди з особою, яка має потребу у страхуванні як страховальник. Брокерська страхова діяльність — це професійна діяльність на користь страховика (перестраховика). До брокерських послуг відносяться: визначення потреби особи в страхових послугах; допомога в розробці договору страхування; пошук осіб, які відповідають вимогам страховика; ведення переговорів і укладення договорів страхування за дорученням страховика; здійснення розрахунків за договором страхування; підготовка документів для урегулювання збитків після страхового випадку.

*Перестрахові брокери* — юридичні особи, які здійснюють за винагороду посередницьку діяльність у перестраховуванні від свого імені на підставі брокерської угоди із страховиком, який має потребу у перестраховуванні як перестраховальник.

*Страхові агенти* відносяться до прямих страхових посередників — це фізичні або юридичні особи, які діють від імені та за дорученням страховика і виконують частину його страхової діяльності, а саме: укладають договори страхування; одержують страхові платежі; виконують роботи, пов'язані із здійсненням страхових виплат та страхових відшкодувань. Діяльність страхових агентів в Україні регламентується низкою вимог. Якщо агент юридична особа, то він повинен бути суб'єктом підприємницької діяльності і укласти із страховиком агентську угоду (договір-доручення) на проведення рекламування, надання консультацій, пропозицій зацікавленим особам страхових послуг і робіт, пов'язаних з укладенням і виконанням договорів страхування (підготовку страхових договорів, укладення договорів, робота з обслуговування договорів, оформлення документів для виплати страховок, виплати страхових сум і відшкодувань).

**Види страхових послуг в Україні.** Для досягнення необхідної впорядкованості ринку страхових послуг в Україні використовується відповідна їх класифікація. Закон України “Про страхування” визначає, що об’єктами страхування в Україні можуть бути три групи майнових інтересів: перша група об’єднує інтереси, пов’язані з страхуванням життя, здоров’я, працездатності та додатковою пенсією страхувальника або застрахованої особи (особисте страхування); до другої групи відносяться інтереси, що пов’язані з володінням, користуванням і розпорядженням майном (майнове страхування); третя група об’єднує інтереси, пов’язані з відшкодуванням страхувальником заподіяної ним шкоди фізичній особі або її майну, а також шкоди, заподіяної юридичній особі.

У Законі України “Про страхування” наведений перелік видів обов’язкового страхування, які здійснюються в Україні. До них віднесені: державне особисте страхування військовослужбовців і військовозобов’язаних, призваних на збори; медичне страхування; державне особисте страхування осіб рядового, начальницького та вільнонайманого складу органів і підрозділів внутрішніх справ; державне обов’язкове особисте страхування медичних і фармацевтичних працівників на випадок інфікування вірусом імунодефіциту людини при виконанні ними службових обов’язків; державне обов’язкове особисте страхування працівників митних органів; державне обов’язкове особисте страхування працівників прокуратури; державне страхування життя і здоров’я народних депутатів; державне особисте страхування службових осіб державної контрольно-ревізійної служби в Україні; державне особисте страхування службових осіб державних податкових інспекцій; державне обов’язкове страхування службових осіб державних органів у справах захисту прав споживачів; особисте страхування працівників відомчої та сільської пожежної охорони і членів добровільних пожежних дружин (команд); державне страхування посадових осіб інспекцій державного архітектурно-будівельного контролю; державне страхування спортсменів вищих категорій; державне страхування працівників державної лісової охорони; страхування життя і здоров’я спеціалістів ветеринарної медицини; страхування життя і здоров’я суддів; державне страхування донорів крові та (або) її компонентів; особисте страхування від нещасних випадків на транспорті; страхування членів екіпажу і авіаційного персоналу; страхування працівників замовника авіаційних робіт, осіб, пов’язаних із забезпеченням технологічного процесу при виконанні авіаційних робіт,

та пасажирів, які перевозяться за його заявкою без придбання квитків; страхування ризикових професій народного господарства від нещасних випадків; страхування відповідальності повітряного перевізника і виконавця повітряних робіт щодо відшкодування збитків, заподіяних пасажиром, багажу, пошті, вантажу, прийнятим до перевезення, іншим користувачам повітряного транспорту та третім особам; страхування відповідальності експлуатанта повітряного судна за збитки, які можуть бути завдані ним при виконанні авіаційних робіт; страхування цивільної відповідальності власників транспортних засобів; страхування авіаційних суден; обов'язкове страхування врожаю сільськогосподарських культур і багаторічних насаджень у радгоспах та інших державних сільськогосподарських підприємствах; страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки за шкоду, яка може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту; державне обов'язкове особисте страхування осіб рядового і начальницького складу та працівників кримінально-виконавчої системи.

Крім перелічених галузей і видів страхування за методами страхування розрізняють також обов'язкове і добровільне страхування. Обов'язкове страхування класифікується за трьома ознаками: 1) за правом вибору страховальником страховика; 2) за правовою формою (автоматично і відповідно до договору); 3) у міру повноти страхування (від повної вартості об'єкта страхування і часткової його вартості). Добровільне страхування передбачає добровільне укладення клієнтом договору страхування зі страховиком.

Однією з важливих функцій страхового ринку є функція перестраховання. *Перестраховання* — це система економічних відносин, при яких страховик частину відповідальності за взятими на себе ризиками передає іншим страховикам з метою створення збалансованого страхового портфеля (фактичного числа підписаних угод), а також забезпечення фінансової стабільності та рентабельності страхових операцій. Схема перестраховання наведена на рис. 8.2.

Необхідно зауважити, що на сьогодні в Україні законодавство швидко змінюється, у тому числі і зі страхової діяльності, у бік інтеграційних процесів до ЄС.

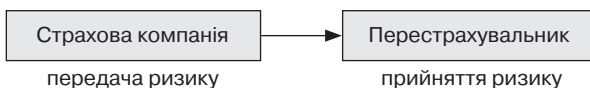


Рис. 8.2. Схема перестраховання

На відміну від об'єктів майнового страхування об'єкти особистого страхування не мають вартісної оцінки. Тому вважається, що в особистому страхуванні не відбувається компенсації матеріальної шкоди, а виплати страховика на користь страхувальника (застрахованого) або його родини мають тут характер фінансової допомоги. *Особисте страхування* проводиться на випадок смерті страхувальника (застрахованого), тимчасової або постійної втрати ним працездатності (втрати здоров'я), дожиття страхувальника (застрахованого) до кінця строку дії договору страхування або до визначеної в договорі події. Особливістю цієї галузі є поєднання в її рамках усіх видів страхування, що пов'язані зі страховим захистом життя й здоров'я особи, а також додатковим пенсійним її забезпеченням. При цьому окремі види належать до довгострокового ("накопичувального"), а окремі — до загального страхування. Саме ця особливість зумовлює потребу виокремлення підгалузей особистого страхування. Особисте страхування включає три підгалузі. Їх існування пов'язане з різною тривалістю договорів страхування і різними обсягами страхової відповідальності (переліком подій, на випадок яких проводиться страхування). Підгалузями особистого страхування є страхування від нещасних випадків, медичне страхування, страхування життя. У рамках цих підгалузей виокремлюються види страхування.

*Страхування від нещасних випадків* об'єднує короткострокові (як правило, до одного року) види особистого страхування. Обсяг відповідальності за видами, які входять у цю підгалузь, передбачає виплату страхової суми або її частини в разі настання однієї з таких подій: смерті застрахованого; постійної втрати ним здоров'я (встановлення інвалідності); тимчасової непрацездатності.

Необхідна умова настання відповідальності страховика — щоб перелічені події були наслідком нещасного випадку, передбаченого у договорі страхування. Конкретними видами страхування у цій підгалузі є, наприклад, індивідуальне страхування від нещасних випадків, колективне страхування працівників за рахунок коштів підприємств і організацій, страхування туристів, пасажирів, дітей, окремих категорій працівників, чия робота пов'язана з особливою небезпекою для життя і здоров'я, та ін.

Друга підгалузь особистого страхування — *медичне страхування*. Воно виникло і почало розвиватися в Україні в останнє десятиріччя. Висока вартість кваліфікованої медичної допомоги зумовила інтерес населення до медичного страхування, що сприяло його розвитку.

Особливістю цієї підгалузі є наявність як довгострокових, так і короткострокових видів страхування. До довгострокових видів належить, наприклад, безперервне страхування здоров'я. Такий договір страхувальник може укласти на невизначений період. Проте “довгостроковість” цього виду не дає підстав віднести його до підгалузі страхування життя, оскільки він не передбачає повернення страхувальникові внесених ним коштів по закінченні строку дії договору страхування (тобто при “дожитті”, що є характерною ознакою договорів страхування життя). Так само не можна віднести до підгалузі страхування від нещасних випадків короткострокові види медичного страхування (наприклад, страхування здоров'я на випадок хвороби, медичне страхування туристів, що від'їжджають за кордон, страхування на період вагітності та пологів тощо), бо в них відсутній принциповий момент, характерний для всіх видів страхування від нещасних випадків, а саме: раптовий нещасний випадок. Страхова виплата може здійснюватися страховиком двома способами: по-перше, безпосередньо страхувальникові (застрахованому) у вигляді повної страхової суми або її частки; по-друге, у вигляді оплати медичній установі вартості лікування застрахованого (включаючи плату за перебування в стаціонарі, фізіотерапевтичні процедури, консультації провідних фахівців, витрати на придбання ліків і т. ін.).

Третя підгалузь особистого страхування — *страхування життя*. Обсяг відповідальності за договорами страхування життя, згідно з чинним законодавством України, передбачає одноразову або розстрочену виплату страхової суми, якщо настане одна з таких подій: дожиття застрахованого до закінчення строку дії договору страхування; смерть застрахованого за будь-якої причини у період дії договору страхування (або рішення суду про оголошення застрахованої особи померлою); досягнення застрахованим певного віку: пенсійного (пенсійне страхування) або віку, визначеного договором страхування (варіант “дожиття”).

Як видно із переліку страхових подій, страхові виплати за ними мають становити повну страхову суму. Часткових виплат страхової суми (як у страхуванні від нещасних випадків і медичному страхуванні) договори страхування життя у своєму класичному, “чистому” вигляді не передбачають. В Україні поширена практика поєднання в одному страховому полісі двох видів страхового покриття: характерного для договорів страхування життя і характерного для договорів страхування від нещасних випадків. Такий комбінований поліс зі страху-



вання життя передбачає крім виплат повної страхової суми за фактом дожиття або смерті виплату частки страхової суми за фактом тимчасової або постійної втрати працездатності.

Саме *комбіноване страхування життя* (так зване “змішане страхування життя”) завжди користувалося великою популярністю серед населення в Україні і було найпоширенішим видом страхування за радянських часів. Адже воно забезпечувало, з одного боку, страховий захист життя і здоров’я на будь-який випадок, а з іншого — накопичення коштів за період дії договору з обов’язковою виплатою повної страхової суми страхувальникові (застрахованому) або його спадкоємцям.

Підгалузь страхування життя об’єднує в собі всі види страхування, які відповідають розглянутим щойно вимогам законодавства до обсягу страхової відповідальності і терміну дії. До цієї підгалузі входить, наприклад, страхування пенсій, обсяг відповідальності за яким не передбачає виплати на випадок смерті, але за іншими ознаками це страхування належить саме до підгалузі страхування життя. При укладенні договорів страхування життя (за винятком пенсійного страхування) страхувальниками можуть бути виключно фізичні особи. Всі види страхування, які входять до цієї підгалузі, провадяться тільки у добровільній формі.

Найдавнішою і традиційно розвиненою галуззю страхування є *майнове страхування*. Його призначення полягає в компенсації шкоди, заподіяної страхувальнику внаслідок страхового випадку із застрахованим майном. Ідеться як про матеріальні, так і про фінансові збитки. В основу визначення страхової суми за договорами майнового страхування покладено дійсну вартість страхованих об’єктів. У разі страхування майна не на повну вартість збитки при настанні страхової події, як правило, також не відшкодовуються у повному обсязі. Розмір відшкодування залежить від системи страхового забезпечення, передбаченої конкретним договором страхування. У майновому страхуванні використовують три системи страхового забезпечення: пропорційну, систему першого ризику і граничну (граничного відшкодування).

*Пропорційна система* передбачає виплату відшкодування в тій самій пропорції щодо реального збитку, в якій страхова сума за договором перебуває відносно дійсної вартості застрахованого майна. *Система першого ризику* передбачає повне відшкодування збитків, завданих застрахованому майну, але в межах страхової суми за договором. Тобто, якщо при використанні пропорційної системи страховик бере до уваги загальний обсяг збитків і відшкодовує його в певній

пропорції, то в разі використання системи першого ризику обсягом збитків, який перевищує страхову суму, страховик просто нехтує. Обидві ці системи використовуються страховиком як засіб заохочення страховальника укладати договори на повну вартість майна. Вони втрачають сенс, коли страхова сума за договором і дійсна вартість майна збігаються.

*Система граничного відшкодування* використовується у тих видах майнового страхування, де страховик має компенсувати збитки страховальника, які обчислено як різницю між заздалегідь обумовленою границею (звідси назва системи) і фактичним рівнем доходів. Ця система поширюється на страхування врожаю, втрат від простоїв у виробництві тощо.

Майнове страхування об'єднує найрізноманітніші види страхування, які поділяються на дві підгалузі: *страхування майна громадян і страхування майна юридичних осіб*.

Складність ризиків юридичних осіб часто спонукає страховика скористатися послугами кваліфікованого страхового посередника (брокера) з його досвідом і знанням, а при страхуванні майна фізичних осіб страховик може сам пропонувати поліси клієнтам, а також використовувати послуги будь-якого посередника: банку, пошти, автостоянки тощо.

Страхування майна, зазвичай, здійснюється лише у добровільній формі. Законодавством України передбачені лише два види обов'язкового страхування майна: страхування авіаційних суден і страхування врожаю сільськогосподарських культур та багаторічних насаджень у державних сільськогосподарських підприємствах.

Третя галузь — це страхування *відповідальності*. Економічне призначення такого страхування полягає у захисті майнових інтересів страховальника у разі, якщо він завдасть шкоди життю, здоров'ю і майну третьої особи, а також майнових інтересів потерпілої третьої особи. Обсяг відповідальності страховика включає виплату відшкодування страховальникові або третій особі у разі настання передбаченої договором страхування страхової події. Страховою подією при страхуванні відповідальності вважається факт настання відповідальності страховальника, який може бути встановлений судовими органами або добровільно визнаний самим страховальником. Особливістю страхування відповідальності є те, що крім страховика і страховальника тут завжди присутня третя особа, на користь якої укладається договір. Найчастіше вона невідома (виняток становить страхування відпо-

відальності за невиконання договірних зобов'язань). Особливістю страхування відповідальності є також порядок визначення у договорі страхової суми. Договором визначається лише гранична сума відшкодування (ліміт відповідальності), яку бере на себе страховик при скоєнні страховальником шкоди третім особам (їхньому життю, здоров'ю, майну).

У зв'язку з інтеграцією України в Європейське Співтовариство стоїть питання наближення системи страхування України до стандартів ЄС. На рис. 8.3 наведено класифікацію страхування згідно з Директивами ЄС.

Відповідно до Розпорядження Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України (далі — Держфінпослуг) від 17 березня 2005 р. № 3755, керуючись пп. 4 п. 1 ст. 28 Закону України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” з метою стандартизації процедур здійснення аналізу діяльності страховиків, виявлення ризиків у діяльності страховиків затвердила “Рекомендації щодо аналізу діяльності страховиків”, визначені критерії фінансової стійкості страхової компанії:

“1” (стійка) — фінансові показники знаходяться на високому рівні;  
“2” (задовільна) — відсутні серйозні проблеми, фінансові показники знаходяться на середньому рівні;

“3” (гранична) — фінансовий стан викликає побоювання, фінансові показники знаходяться на рівні значно нижчому за середній;

“4” (незадовільна) — вважається неприпустимим, фінансовий стан є дуже нестабільним.

Відповідно до Рекомендацій здійснюється аналіз капіталу, активів, перестраховання, страхових резервів, дохідності, ліквідності і надається відповідна оцінка, яка виставляються по 4-бальній системі залежно від діапазону, в який потрапило значення відповідного показника.

#### **8.4. Непрямі страхові посередники та їх послуги**

Окрім страхових компаній на страховому ринку представлені й інші учасники, які виконують важливі функції. До них віднесені актуарії, диспашери, сюрвейєри, аварійні комісари.

**Актуарій** — ліцензований спеціаліст, який здійснює актуарні (математичні) розрахунки на основі відповідної статистики страхових випадків, що відбулися, для цілей обчислення страхових тарифів

### Класифікація страхування згідно з Директивами ЄС

#### Довгострокове страхування (страхування життя і пенсій)

**Клас I.** Страхування життя і ренти (ануїтетів)

**Клас II.** Страхування до шлюбу і народження дитини (Marriage and birth)

**Клас III.** Зв'язане довгострокове страхування життя (Link long term)

**Клас IV.** Безперервне страхування здоров'я (Permanent health)

**Клас V.** Тонтіни (Tontines)

**Клас VI.** Страхування виплати капіталу (Capital redemption)

**Клас VII.** Страхування пенсій (Pension fund management)

#### Загальні види страхування

Клас 1. Страхування від нещасних випадків (Accident)

Клас 2. Страхування на випадок хвороби (Sickness)

Клас 3. Страхування наземних транспортних засобів (Land vehicles)

Клас 4. Страхування залізничного транспорту (Railway rolling stock)

Клас 5. Страхування авіаційної техніки

Клас 6. Страхування суден (Ships)

Клас 7. Страхування вантажів (Goods intransit)

Клас 8. Страхування від пожеж і стихійного лиха (Fire and natural forces)

Клас 9. Страхування власності інше, ніж передбачене класами 3–8 (Other damage to property)

Клас 10. Страхування відповідальності власників моторизованих транспортних засобів (Motor vehicles liability)

Клас 11. Страхування відповідальності власників авіаційної техніки (Aircraft liability)

Клас 12. Страхування відповідальності власників суден (Liability for ships)

Клас 13. Страхування загальної відповідальності (General liability)

Клас 14. Страхування кредитів (Credit)

Клас 15. Страхування поручительств (застави) (Suretyship)

Клас 16. Страхування фінансових втрат (Miscellaneous financial loss)

Клас 17. Страхування судових витрат (Legal expenses)

Клас 18. Страхування фінансової допомоги (Assistance)

Рис. 8.3. Організація страхування відповідно до Директив ЄС

страховика і умов здійснення ним робіт з формування і оптимізації страхового портфеля, у тому числі за рахунок перестраховальної діяльності. Актуарій повинен бути фахівцем відповідної кваліфікації, яка відповідає вимогам органу державного нагляду зі страхової діяльності, що підтверджується свідоцтвом встановленого зразка.

**Диспашер** — спеціаліст страховика або незалежна особа зі складання розрахунків складних збитків за складними страховими випадками (наприклад, при масовій аварії транспорту) і правильному розподілу частин даних складних збитків між усіма зацікавленими особами (наприклад, між учасниками перевезення вантажу, іншого майна і страховиками, які брали участь у страхуванні транспорту, вантажу, іншого майна і фізичними особами, які постраждали в результаті аварії, а також потерпілими особами і винуватцем збитків, які були спричинені).

**Сюрвейер** — ліцензований експерт, який здійснює огляд транспортних засобів і вантажів і який дає висновок щодо їх стану, пошкодженням при аварії, експлуатаційних характеристиках та ін. Залучається до роботи власником транспортних засобів, фрахтователем, вантажовласником, страховиком, класифікаційним товариством. Оформляє акт огляду відповідного об'єкта або складає аварійний сертифікат щодо нанесеної шкоди як основний документ для вирішення суперечок і сплати збитків.

**Аварійний комісар** — особа, яка визначає причини страхового випадку і встановлює причину, характер, розміри збитків страхователя. Аварійний комісар: визначає форми і методи виконання страхових зобов'язань відповідно з договором страхування і законодавством; знайомиться з матеріалами розслідування, має бути присутній при проведенні слідчих дій, робить запит щодо обставин і причин настання страхових випадків і нанесення шкоди; самостійно проводить або організовує проведення необхідної експертизи; отримує інформацію від сторін, які мають відношення до страхового випадку; складає і видає аварійний сертифікат із визначенням обставин і причин настання страхового випадку і обсягу понесених збитків; здійснює оформлення страхових збитків; бере участь у ліквідації наслідків страхового випадку, приймає на місці заходи до забезпечення зберігання застрахованих об'єктів і зменшення збитків; за дорученням страховика здійснює попереджувальні заходи для запобігання можливих страхових випадків і здійснює виплати страхових відшкодувань застрахованим особам, отримувачам; залучає до роботи інших експертів (сюрвейерів).

## **8.5. Інструменти державного регулювання ринку страхових послуг в Україні**

Державне регулювання страхового ринку здійснюється за допомогою спеціальної податкової політики, прийняття нормативних актів щодо окремих видів підприємницької діяльності, які відбивають порядок укладення договорів страхування і вирішення виникаючих суперечок. Держава також встановлює з урахуванням інтересів всього суспільства перелік видів обов'язкового страхування. Актами українського законодавства регулюються такі правові відносини: визначення порядку державної реєстрації страховиків, об'єднань страховиків, страхових брокерів та фонду страхових гарантій; встановлення основних вимог щодо правил страхування; валютне регулювання виплат страхових сум (відшкодувань); встановлення кваліфікаційних вимог до аварійних комісарів; визначення випадків, коли страховики не несуть відповідальності за розголошення відомостей, пов'язаних із страховим випадком; встановлення загальних умов для відмов страховиками у виплаті страхових сум (відшкодувань); встановлення основних вимог до визнання договору страхування недійсним; визначення порядку ліцензування страхової діяльності; встановлення порядку вирішення спорів, пов'язаних із страхуванням.

Починаючи з 2015 р., функції нагляду за страховою діяльністю на держаному рівні від Комісії з регулювання ринку фінансових послуг передані до Національного банку України. У зв'язку із підписанням України з ЄС угоди щодо Асоціації і намірів вступу до ЄС існує необхідність привести діюче законодавство зі страхової діяльності в Україні у відповідність Директивам ЄС.

Державне регулювання страхової діяльності здійснюється також у певних межах і місцевими органами виконавчої влади. До компетенції місцевих органів влади входить: розробка методичних рекомендацій щодо проведення експерименту на їх території, спрямованого на страхування певного ризику; визначення специфічних особливостей муніципального страхування; видання нормативних актів щодо контролю страховиків, які проводять страхування за програмами, розробленими з ініціативи та під контролем місцевих органів влади.

### **Питання для самоконтролю**

1. Які функції виконує страхування?
2. Які види страхування розповсюджені? Їх характеристики.

3. Які види страхових компаній ви знаєте?
4. Які послуги надають компанії зі страхування життя?
5. Які послуги надають компанії зі страхування життя і громадянської відповідальності? У чому полягає громадянська відповідальність?
6. Що таке “перестраховання” і для чого воно використовується?
7. Які послуги надають страхові агенти?
8. Які послуги надають актуарії і сюрвейери? Як обчислюється страховий тариф?
9. Які послуги надають диспашери і аварійні комісари?
10. Що являє собою довічне страхування, універсальне страхування і страхування з плаваючою ставкою?
11. Чому зобов'язання компаній страхування власності і страхування від нещасних випадків трудніше передбачити, ніж зобов'язання компаній страхування життя?
12. Що таке гарантований інвестиційний страховий контракт?
13. Що означає термін “гарантований”? Чи мається на увазі державні гарантії за страховим контрактом?
14. Чому гарантована за інвестиційним страховим контрактом ставка залежить від рейтингу страхової компанії?
15. Який ризик приймає на себе компанія, яка підписує поліс накопичувального страхування життя з фіксованою ставкою?
16. У чому полягають послуги медичного страхування?
17. У чому полягають послуги автострахування?
18. Яку роль відіграє державна установа зі страхового нагляду? Які її функції?
19. Які види страхування пропонуються в Україні?
20. Які вимоги до страхових компаній щодо отримання ліцензії?
21. Що таке страхові резерви, як вони формуються і для чого вони використовуються?
22. Які фінансові показники в Україні характеризують фінансовий стан страхової компанії?
23. Які послуги надаються зі страхування життя, довічного страхування в Україні?
24. Які послуги надають в Україні страхові компанії зі страхування майна?
25. Що таке обов'язкове страхування?
26. Які напрями зі страхування в ЄС?
27. Як регулюється страхова діяльність в ЄС?

## **Література**

1. *Цивільний* кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV (зі змін. і доп.).
2. *Закон* України “Про страхування” від 07.03.1996 р. № 85/96ВР / у ред. Закону України від 04.10.2001 р. (зі змін. та доп.).
3. *Закон* України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12.07.2001 р. № 2664-III (зі змін. та доп.).
4. *Закон* України “Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом” від 28.11.2002 р. № 249-IV (зі змін. та доп.).
5. *Постанова* КМУ “Про затвердження Порядку та вимог щодо здійснення перестраховання у страховика (перестраховика) нерезидента” від 04.02.2004 р. № 124.
6. *Постанова* КМУ “Про порядок і умови проведення обов’язкового страхування цивільної відповідальності власників транспортних засобів” від 28.09.1996 р. № 1175 (зі змін. та доп.).
7. *Положення* про здійснення фінансового моніторингу фінансовими установами: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 05.08.2003 р. № 25.
8. *Про Єдиний* державний реєстр страховиків (перестраховиків) України: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 05.12.2003 р. № 155.
9. *Методика* формування резервів із страхування життя: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 27.01.2004 р. № 24.
10. *Порядок* складання звітних даних страховиків: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 03.02.2004 р. № 39.
11. *Правила* розміщення страхових резервів із страхування життя: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 26.11.2004 р. № 2875.
12. *Вимоги* до рейтингів фінансової надійності (стійкості) страховиків та перестраховиків-нерезидентів: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 03.12.2004 р. № 2885.
13. *Лицензійні* умови провадження обов’язкового страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 23.12.2004 р. № 3178.
14. *Методика* визначення звичайної ціни страхового тарифу: затв. розпорядженням Держфінпослуг від 30.12.2004 р. № 3259.



15. *Директива* 2002/92/ЄС Європейського парламенту та Ради від 09.12.2002 р. про посередництво у страхуванні.
16. *Директива* 2002/83/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 05.11.2002 р. стосовно страхування життя.
17. *Директива* Ради 92/49/ЄЕС від 18.06.1992 р. щодо узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, які стосуються прямого страхування, іншого, ніж страхування життя, та про внесення змін до Директив 73/239/ЄЕС і 88/357/ЄЕС (третя Директива, яка стосується страхування, іншого, ніж страхування життя).
18. *Директива* 2005/14/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 11.05.2005 р., що вносить зміни в Директиви Ради 72/166/ЄЕС, 84/5/ЄЕС, 88/357/ЄЕС та 90/232/ЄЕС та Директиву 2000/26/ЄС Європейського Парламенту та Ради про страхування цивільної відповідальності при використанні механічних транспортних засобів.
19. *Директива* Європейського Парламенту та Ради 2002/87/ЄС від 16.12.2002 р. про здійснення додаткового нагляду за кредитними установами, страховими компаніями та інвестиційними фірмами, що входять до фінансового конгломерату.
20. *Вовчак О. Д., Завійська О. І.* Страхові послуги: навч. посіб. — Л.: Компакт-ЛВ, 2005. — 656 с.
21. *Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуелл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с.
22. *Плиса В. Й.* Страхування: навч. посіб. — К.: Каравела, 2006. — 392 с.
23. *Страхування: підручник / за ред. С. С. Осадець.* — 2-ге вид., перероб. і доп. — К.: КНЕУ, 2002. — 599 с.
24. *Бланк Д.* Страхование: Принципы и практика: пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2000.
25. *Фабоци Ф. Дж.* Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 932 с.
26. *Ченг Ф. Ли, Финнерти Джозеф И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 686 с.
27. <http://www.rada.gov.ua>
28. <http://www.ukrstat.gov.ua>
29. <http://www.finance.com.ua>
30. <http://www.uainsur.com.ua>

### ПОСЛУГИ НЕДЕРЖАВНИХ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ

На сьогодні в усіх розвинених країнах світу існують системи пенсійного забезпечення населення. Дані системи можуть мати свою специфіку, але для всіх систем притаманна участь не тільки держави у пенсійному забезпеченні, а й приватних фінансових організацій — недержавних пенсійних фондів. У США, Німеччині та в інших країнах Заходу пенсійні кошти відіграють значну роль у забезпеченні інвестиційного розвитку економіки і суспільства. Ці кошти потребують захисту і ефективного та безризикового управління, так як їх втрата може призвести до злиденного стану пенсіонерів країни. Пенсії захищають від ризику звільнення за вислугою років або втрати працездатності. Тобто пенсії забезпечують дохід на час після припинення трудової діяльності. Населення країн старішає і збільшується відносно до працездатних осіб. Така тенденція притаманна для більшості країн світу. Збільшується і прискорюється інфляція, яка знецінює пенсійні кошти. Тобто, для того щоб забезпечувати потреби одного пенсіонера, з кожним десятиріччям зменшується кількість працюючих на нього. Для збалансування інтересів держави і приватних осіб у цій сфері необхідно вивчати і запроваджувати існуючий найкращий світовий досвід послуг пенсійного забезпечення.

#### 9.1. Зарубіжний досвід пенсійного забезпечення

У світі накопичений багатий досвід вирішення найважливішої соціальної проблеми — пенсійного забезпечення населення країни, який базується на трьох основних схемах: солідарній, накопичувальній і змішаній.

**Солідарна пенсійна схема** передбачає солідарні відносини між поколіннями працівників, тобто тих, хто працює нині і утримує пенсіонерів, з одного боку, і пенсіонерів, з іншого. Свого часу нинішні пенсіонери, коли вони працювали, утримували попереднє покоління пенсіонерів.

**Накопичувальна пенсійна схема** передбачає наявність державних, корпоративних і особистих накопичувальних пенсійних про-

грам, за допомогою яких формується майбутня пенсія громадянина. Особливістю накопичувальної пенсії є те, що вона є приватною власністю пенсіонера, який має право розпоряджатися нею на власний розсуд. Як правило, її заповідають спадкоємцям. Тому доречно наголосити на можливості формування спадкових накопичувальних пенсій у рамках родини.

**Змішана пенсійна схема** передбачає комплексне використання в пенсійній моделі елементів солідарної та накопичувальної стратегій, а також систем пенсійного страхування.

Нині солідарна і накопичувальна стратегії у чистому вигляді використовуються досить рідко (Україна, Чилі, Казахстан тощо). Водночас змішана стратегія — повсюдне явище у світі. Для прикладу у табл. 9.1 наведено деякі моделі пенсійного забезпечення у зарубіжних країнах.

Таблиця 9.1

**Стратегії та моделі пенсійного забезпечення**

Стратегія	Модель	Рівні пенсійної системи		
		1	2	3
Солідарна	радянська	державна пенсія (солідарна)	немає	немає
Солідарно-накопичувальна	російсько-польська	державна пенсія (солідарна)	обов'язкове страхування	накопичувальна (корпоративна, особиста)
Накопичувально-солідарна	американська	державна пенсія (солідарна)	трудова (корпоративна)	накопичувальна (особиста)
	німецька (виробнича)	державна пенсія (солідарна)	трудова (корпоративна)	накопичувальна (особиста)
Умовно-накопичувальна	японська	базова пенсія	додаткова державна та корпоративна	—
Накопичувальна	чилійська	обов'язкова накопичувальна пенсія	обов'язкове страхування (3 %)	—
	казахська	обов'язкова накопичувальна пенсія в державному пенсійному фонді	добровільна накопичувальна пенсія	—

З 1 січня 2004 р. в Україні відбувається перехід від пенсійного забезпечення до пенсійного страхування. На першому місці знаходиться добре знайома нам з радянських часів солідарна пенсійна модель. Результатом солідарної системи є акумуляція засобів, призначених для виплат пенсіонерам у сумі, що дорівнює одній третині від величини виплаченої “білої” заробітної плати. Солідарно-накопичувальна притаманна російсько-польській моделі пенсійного забезпечення — приклад змішаної стратегії. Даній моделі властиві всі три рівні: солідарний, страховий і накопичувальний. Вона перевірена на практиці. Зауважимо, що гроші другого рівня схожі на гроші солідарного рівня і належать державі. Найпрогресивнішою з них можна вважати накопичувально-солідарну систему пенсійного забезпечення, яка діє в США і Німеччині.

### **Американська модель пенсійного забезпечення**

Використовується в США, у деяких країнах Латинської Америки, Португалії та ін. З таблиці 9.1 видно, що середній американець має можливість забезпечити собі пенсію, що складається з трьох частин: державної, приватно-корпоративної і приватно-індивідуальної.

**Види пенсійних програм США.** Пенсійні програми США можуть бути поділені на два основні види: приватні пенсійні програми; пенсійні програми, які фінансуються державою. **Приватні пенсійні програми** — це схеми, які створюються учасниками приватного сектору економіки. Такі програми створюють свої фонди за рахунок внесків роботодавців і робітників найму.

**Пенсійний фонд (*pension plan*)** — це фонд, мета якого є здійснення пенсійних виплат учасникам пенсійної схеми. Його засновником, або спонсором, може бути приватна компанія, яка створює фонд для своїх працівників, органи місцевої влади, які створюють фонд для своїх службовців, а також фізична особа, яка фінансує власний пенсійний фонд. Пенсійні фонди в США фінансуються за рахунок внесків роботодавців і/або працівників. Виокремлюють дві основні організаційні форми, в яких існують приватні пенсійні фонди. Перша — це *застрахований пенсійний план*, який пропонується компанією зі страхування життя. Друга форма — це *незастрахований пенсійний план*, який управляється попечителем, який призначається організацією, фірмою або профспілкою, що фінансують даний план. Попечителем, зазвичай, призначається комерційний банк або трас-това компанія, які отримуючи внески, інвестують їх і сплачують пен-

сійну допомогу відповідно до умов договору щодо довірчого управління. У деяких випадках інвестування здійснює безпосередньо організація, яка фінансує. Кошти пенсійних фондів складають значну частину активів трастових підрозділів комерційних банків. Існує серйозна конкуренція між банками за право управляти даними коштами. У США існує два основних типи найбільш розповсюджених приватних пенсійних схем: *схеми зі встановленими внесками* і *схеми зі встановленими виплатами*. В останнє десятиріччя з'явилися змішані, гібридні схеми, що являють собою сполучення основних типів. Їх часто називають *комбінованими (designer pension)*. У табл. 9.2 наведені загальні характеристики перелічених пенсійних схем.

Таблиця 9.2

### Види пенсійних схем в США

Вид	Спонсор	Учасник
Зі встановленими внесками	Здійснює внески, тобто фінансує схему	Вибирає тип інвестицій, несе інвестиційний ризик
Зі встановленими виплатами	Гарантує пенсійні виплати	
Сполучення двох схем: схеми з гарантованими мінімальними виплатами	Гарантує мінімальний рівень виплат, здійснює внески і управляє фондом	Здійснює внески, якщо рівень інвестиційних накопичень нижче встановленого рівня

**Пенсійна схема зі встановленими внесками.** У таких схемах спонсор робить тільки внески в інтересах учасників схеми. Сума внеску складає, зазвичай, визначену частку заробітної плати працівника, або прибутку. При цьому спонсор схеми не гарантує якийсь рівень пенсійних виплат. Величина виплат, що буде отримувати учасник схеми, який вийшов на пенсію, залежить від зростання вартості активів схеми. Тобто виплати визначаються якістю інвестиційного управління активами пенсійного фонду. Спонсор схеми надає учаснику право вибору конкретного виду схеми даного типу. До них належать так звані *накопичувальні схеми (money purchasing pension plan)*, схема *401 (к)* і схеми *участі в прибутках*. Найшвидше зростає з названих схем — *401(к)*, так як для спонсора вона приваблива тим, що вимагає низьких витрат і малих адміністративних витрат. Роботодавець здійснює відповідний внесок у вибрану схему або про-

граму, а службовець робить конкретний інвестиційний вибір. Для службовця-учасника дана схема означає контроль за управлінням грошовими коштами. Спонсор часто пропонує учасникам інвестиції у будь-який один або декілька взаємних фондів (див. розд. 10 “Ринок інвестиційних послуг”). Пенсійні зобов’язання за своєю суттю є борговими зобов’язаннями спонсора схеми, який приймає на себе ризик невідповідності величини наявних коштів сумі виплат робітникам, які вийшли на пенсію. Суспільні інститути і деякі приватні компанії для схем зі встановленими внесками у незначній більшості випадків використовують взаємні фонди. Приватні корпорації вибирають такий підхід частіше. Але і службовці суспільних і корпоративних підприємств на сьогодні вважають такий підхід кращим і приблизно половина пенсійних активів пенсійних фондів інвестуються у взаємні фонди.

***Пенсійні схеми зі встановленими виплатами (defined benefit plan).*** За даними схемами спонсор бере на себе зобов’язання періодично сплачувати службовцю, який вийшов на пенсію (або його сім’ї у випадку смерті від виходу на пенсію), встановлену суму. Величина виплат залежить від строку служби і від його зарплати. Тобто, в даному випадку спонсор приймає на себе весь інвестиційний ризик. На внески, які надходять до фонду, спонсор, який утворив схему з встановленими виплатами, може купити поліси з фіксованою рентою у компанії зі страхування життя. Така схема, що отримала гарантії від страхової компанії, називається *застрахованою схемою*. У протилежному випадку вона називається *незастрахованою схемою*. У першому випадку відповідальність за пенсійними виплатами перекладається на страхову компанію. Тобто залежить від здатності страхової компанії виконувати свої зобов’язання.

У США створена ***Корпорація гарантованих пенсійних виплат (Pension Benefit Guaranty Corporation — (PBGC)***, яка страхує пенсії. Пенсія, яка зароблена, являє собою закріплену (*vested*) за учасником частину пенсійного накопичення на його індивідуальному рахунку при досягненні ним визначеного віку або стажу. Таким чином, для отримання пенсії необхідно виконання мінімальної кількості умов. При цьому величина пенсії не залежить від того, чи продовжує учасник схеми працювати далі і залишатися членом профспілки.

***Змішана пенсійна схема.*** В останні роки в США великою підтримкою користуються змішані пенсійні схеми. Дані схеми мінімізу-

ють недоліки класичних схем і мають різноманітні форми. Найбільш розповсюдженою формою з них є схема з *гарантованими мінімальними виплатами (floor-offset plan)*. Відповідно до неї кожний рік, як і у випадку схеми з встановленими внесками, роботодавець вносить до фонду визначену суму. Внески залежать від строку служби працівника і гарантують визначений мінімум пенсійних виплат, як у схемі з встановленими виплатами. Роботодавець управляє пенсійним фондом і періодично інформує працівника щодо стану його рахунків. Якщо фонд не зібрав достатню суму коштів для виплати встановленої пенсії, працівник повинен внести необхідну суму для покриття дефіциту. Тобто у цій схемі ризики несуть як роботодавець, так і працівник.

**Пенсійні програми штатів і місцевих органів влади.** Фонди пенсійного забезпечення штатів і органів місцевої влади схожі з приватними пенсійними планами в тому, що вони також утворюються за рахунок внесків робітників найму і державних органів. Такі пенсійні програми для службовців місцевих органів влади і влади штатів передбачені для надання пенсійного забезпечення вчителям, поліцейським, пожежникам та іншим працівникам найму штатів, графств і міст.

**Пенсійні програми федерального уряду.** Федеральний уряд розпоряджається пенсійними фондами. Деякі з них великі — для службовців і військових, інші — невеликі, для службовців дипломатичного корпусу, урядових юристів, влади адміністративного району Теннесі і Ради управляючих Федеральної резервної системи США. Найбільшою і найважливішою є — *Федеральна пенсійна програма* — або *Програма соціальної допомоги*, що фінансується за рахунок податкових надходжень (податки *FICA*). Дана програма офіційно називається “Системою страхування за віком, дожиттю, непрацездатності і здоров’я” (*OASDHI, the Old Age, Survivors, Disability, and Health Insurance System*). Вона фінансується за рахунок податків з працівників і роботодавців з метою забезпечення виплат звільненим і допомоги сім’ям, глава яких помер або став непрацездатним. Це система виплат з моменту звільнення. Така система має суттєвий недолік, так як скорочення темпів зростання населення і збільшення людей, які досягли пенсійного віку, потребує значного збільшення податкових виплат на користь соціального страхування для підтримки поточних виплат. На сьогодні Президент США Обама започаткував реформування системи пенсійного забезпечення країни.

**Інвестиції пенсійних коштів.** Більше 80 % активів схем зі встановленими виплатами інвестуються в акції і цінні папери з фіксованою дохідністю. Схеми зі встановленими внесками більшу частину своїх активів розміщують у гарантовані інвестиційні контракти. Фонди, які офіційно зареєстровані і отримали ліцензію, звільнені від федерального податку на прибуток. На федеральному рівні немає заборони на інвестиції пенсійних коштів у зарубіжні активи. Такі обмеження можуть встановлювати самі спонсори фондів.

### **Законодавче забезпечення пенсійного страхування в США.**

Через важливість пенсійних схем для робітників і службовців США у 1974 р. Конгрес США прийняв закон щодо керівництва корпоративними пенсійними схемами, так званий закон щодо пенсійного забезпечення робітників (*Employee Retirement Income Security Act — ERISA*). Він встановив мінімальні необхідні норми фінансування для схем зі встановленими виплатами. До прийняття даного закону пенсійні виплати учасника схеми, який вийшов на пенсію, фінансувалися за рахунок прибутку компанії. Закон заборонив таку практику, а також встановив фідучіарні стандарти для пенсійних трастів, їх управляючих і радників. Тобто, всі сторони, які відповідають за управління пенсійним фондом, при прийнятті інвестиційних рішень керуються так званими "*правилами розумної поведінки*". Закон також встановив стандарти, які стосуються забезпечення прав учасників схеми. Наприклад, після майже п'яти років праці за учасником схеми законодавчо закріплюється 25 % пенсійних виплат, які йому належать. Ця частка зростає до 100 % після 10 років праці. Як вже зазначалося, з метою страхування пенсій, які належать за правом учасника схеми, відповідно до *ERISA* була створена Корпорація гарантованих пенсійних виплат (*PBGC*). Повноваження за контролем виконання *ERISA* надані Департаменту праці і Податковому управлінню США. Пенсійні фонди надають в ці установи фінансові звіти та іншу необхідну інформацію.

**Управляючі пенсійними фондами.** З пенсійними активами, які знаходяться в його відомі, спонсор схеми може здійснювати операції наступним чином: 1) управляти ними безпосередньо (внутрішнє управління); 2) передати управління одній або кільком управляючим компаніям (зовнішнє управління); 3) використовувати сполуку даних видів управління.

**Донорські фонди.** Донорські фонди створюються інвесторами, які здійснюють інвестиції на фінансовому ринку. До них відносять-



ся: коледжі, приватні школи, музеї, лікарні та деякі інші установи. Інвестиційний дохід використовується для підтримки життєздатності відповідного інституту. Багато організацій, які мають донорські фонди, створюють також і пенсійні схеми для своїх працівників. Більшість з крупніших донорських фондів не залежать від будь-якої фірми або урядової групи. Деякі фонди пов'язані з компаніями і суспільними асоціаціями. Інші витрачають пожертвування і доходи тільки на свої потреби і тому називаються “внутрішніми фондами”.

*Деякі нюанси пенсійного забезпечення в США.* Пенсійний податок у США мав сукупну ставку 10,7 % і теж сплачувався у рівних частках компаніями і працівниками. При відкритті особового пенсійного рахунка були обмеження: не оподатковувалися щорічні внески не більше 2 тис. дол.; якщо гроші знімаються з особистого пенсійного рахунка до досягнення 59,5 років, треба було заплатити прибутковий податок.

### **Німецька (виробнича) пенсійна модель**

У ФРН приблизно 1/3 валового національного продукту (ВНП) використовується на соціальні потреби. Фінансування витрат на соціальні потреби здійснюється за рахунок роботодавців і робітників по найму, а також за рахунок державних субсидій. Німці вважають, що навіть у працездатній ринковій економіці існує елемент ризику, який необхідно підтримувати на мінімальному рівні. Тобто це ризик того, що приватна особа втрачає частину доходу або не заробить його у зв'язку з віком, хворобою, нещасним випадком або втратою робочого місця. Від такого ризику в ФРН охорону забезпечує пенсійне страхування, страхування на випадок хвороби, від нещасних випадків, з безробіття, які відповідно до закону є обов'язковими для всіх робітників з найму. Допомогу тим, хто має потреби в соціальній допомозі, надають відповідні комуни. Система соціального страхування в Німеччині бере початок із соціального законодавства Бісмарка 80-х років XIX ст. У 1883 р. було створено страхування на випадок хвороби, у 1884 р. — страхування від нещасних випадків, а 1889 р. — страхування по старості та інвалідності (тобто прототип пенсійного забезпечення). Після Другої світової війни у ФРН склалася одна думка щодо реформи пенсійного страхування, яка була проведена у 1957 р. Основою її була так звана “динамізація пенсій”. Попередня пенсійна система базувалася на “процедурі акумуляування грошових коштів” з внесків робітників і роботодавців. Тобто ма-

лося на увазі, що пенсійне страхування являє собою тільки внесок у забезпечення власної старості. У новому пенсійному законі зазначається, по-перше, передбачені законом пенсійні виплати повинні забезпечити існування в старості і, по-друге, пенсіонери повинні приймати участь у зростанні загального добробуту.

За законом пенсії у ФРН обчислюються за формулою, відповідно до якої повинно бути забезпечено, що робітник з найму, який має дохід середнього рівня, після 40 років праці, тобто після 40 років виплат страхових внесків, отримує пенсію у розмірі 60 % свого останнього доходу бруто. Щоб пенсії забезпечили достатній рівень існування, вони щорічно в законодавчому порядку коригуються на рівень інфляції (зі зростанням цін) і відповідно змінам рівня заробітної платні. При розрахунку пенсії індивідуальний внесок застрахованої особи враховується таким чином, що використовуються дані щодо тривалості строку виплат внесків і їх розміру відповідно до середнього доходу всіх застрахованих осіб.

Обов'язковому страхуванню за системою пенсійного страхування робітників підлягають всі робітники, учні професійних училищ, кустарі, працюючи на дому і деякі спеціально обумовлені групи самотієвих підприємців. Страхування службовців включає всіх службовців, самотієвих викладачів, музикантів, діячів мистецтва та ін. Робітники гірничорудної промисловості страхуються товариством зі соціального страхування гірників.

Законодавством передбачена взаємна фінансова компенсація страхування робітників і службовців на той випадок, якщо в одній із страхових пенсійних організацій суми внесків будуть недостатні для покриття витрат. Якщо такі труднощі є в організаціях, то вирішити їх допомагає федеральна влада.

Другим важливим роком реформ пенсійного забезпечення став 1972 р. У Законі щодо пенсійної реформи 1972 р. замість жорсткої межі пенсійного віку в 65 років, чоловіки достроково без вирахувань можуть отримувати пенсію з 63-літнього віку, а жінки — з 60-літнього віку.

У 1989 р. пенсійна реформа у зв'язку із старінням населення внесла зміни в пенсійне законодавство. Основними положеннями цієї реформи, яка набрала чинності у 1992 р., є: основою для нарахування пенсій стала не оплата бруто, а оплата нетто (для врахування зростання тягаря податків і витрат із соціального страхування, від яких потерпають ті, хто сплачує пенсії); підвищення пенсійного віку після

2000 р. (65 років), а також підвищення і “автоматизація” федеральних субсидій. Але надана можливість працювати і після досягнення пенсійного віку і отримувати більш високу пенсію.

Україна теж пішла таким шляхом, але рівень заробітної платні в Україні суттєво (на порядок) нижче, ніж у Німеччині, що не дає можливості робити внески для отримання пенсії такого рівня, які б забезпечили не виживання, а достойну старість, тому пенсія в Україні для більшості пенсіонерів жебрацька. Для більшості пенсіонерів у доларовому еквіваленті щомісячна пенсія коливається від 60 дол. до 240 дол. У той час, як офіційний рівень інфляції у 2015 р. сягнув за відмітку більше 50 %, яка знецінює пенсії і провокує високу смертність в Україні, так як вижити на такі гроші не можливо. За офіційними даними середній вік чоловіків в Україні скоротився до 62 років, а жінок до 72 років. Якщо в Європі використання пенсій пенсіонерами розраховано в середньому на 18 років після виходу на пенсію, то як бачимо, в Україні — 2 роки, а у зв'язку із збільшенням пенсійного віку для чоловіків до 65 років, більшість працюючих чоловіків не доживає до пенсії. У Німеччині, якщо заходи із соціального страхування не дають ефекту, населення прибігає до соціальної допомоги. Відповідно до федерального Закону щодо соціальної допомоги вона включає в себе виплати, які необхідні для існування. Наприклад, для сім'ї з двома малолітніми дітьми така допомога включає: вартість квартплати, опалення, виплати на придбання одягу і продуктів харчування та ін. Така допомога надається комунами і благодійними товариствами.

Для того щоб програма приватного пенсійного страхування використовувала державні кошти та гарантії, необхідно, щоб вона задовольняла декільком вимогам. Насамперед, вона повинна бути сертифікована. У цьому випадку гарантується певний відсоток по вкладеннях, а значить, безпека для учасника програми. Сертифікація залежить від наступних критеріїв: 1) внески до стадії накопичення повинні бути безперервними, а інформація про стан накопичень надаватися щорічно; 2) продаж договору або передача його в заставу виключені; 3) виплата накопичених коштів починається не раніше строків, передбачених за Законом, або за виконанні 60 років; 4) перехід до іншої страхової компанії можливий тільки в стадії накопичення. Для отримання ж максимально можливої підтримки з боку держави учасник програми повинен обов'язково вносити якусь мінімально фіксовану суму щомісяця. Сьогодні вона коливається десь у межах 40 євро.

Пенсійне забезпечення в Німеччині має ті самі три рівні, що і в США, і відноситься до накопичувально-солідарної системи, яка включає солідарну (державну) пенсію, накопичувально-корпоративну і особисту (накопичувальну). Особливістю німецької моделі є те, що на підприємстві створюється самоврядний структурний підрозділ, що займається корпоративними і особистими пенсійними програмами працівників. Накопичені засоби йдуть на відновлення і модернізацію підприємства. Цю модель використовують в Австрії, Бельгії, Франції, Греції, Швеції та інших країнах. Але головна складова пенсії за віком у Німеччині це — **державна пенсія**, яка заснована на принципі солідарності поколінь. Ця система охоплює більше ніж 29 млн осіб. Внески до державного пенсійного фонду становлять 19,6 % до вирахування податків і їх здійснюють як роботодавці, так і застраховані громадяни на паритетних засадах. Тобто внесок застрахованої особи становить 9,8 % від заробітної платні. Системою державного страхування охоплені всі, хто працює за наймом, окрім державних службовців, яким пенсія нараховується і сплачується з державного бюджету. Більшість творчих громадян роблять внески до професійних страхових кас. З 2006 р. у зв'язку із зростанням середнього віку громадян (чоловіки — 77,5 років, жінки — 82 роки), пенсійний ценз у Німеччині підвищений з 65 років до 67 років. Середня державна пенсія становить 1270 євро, а граничний розмір — 2200 євро. Розмір державної пенсії залежить від трудового стажу і заробітної платні. У жінок до стажу враховується ще і виховання дітей. Починаючи з 2005 р. поступово вводиться оподаткування доходу для пенсій за віком. К 2040 р. ставки податку зрівняються з податком на заробітну платню. Після виходу на пенсію можна працювати, але на розмір пенсії додатковий заробіток не впливає.

У ФРН 17 млн осіб охоплені системою **виробничого пенсійного страхування**. Форми даного страхування можуть бути різні, так, наприклад, на деяких підприємствах профспілки домовляються з роботодавцями про те, що визначена частина заробітної платні йде до накопичувального фонду. Для утримання висококваліфікованих працівників деякі роботодавці приймають на себе всю суму внеску. Це вигідно для них, так як внески до системи виробничого страхування відраховуються із загальної суми, яка обкладається податком. Пенсійний виробничий фонд застрахований на випадок банкрутства.

**Приватне пенсійне страхування** у Німеччині існує давно. У 2001 р. в рамках реформи пенсійного забезпечення введена так звана

**“пенсія Рістера”**, яка отримала назву на честь міністра праці в уряді Герхарда Шрьодера. Це додаткове пенсійне страхування, в якому можуть брати участь всі, хто застрахований у державній системі. Цією системою охоплено приблизно 15 млн осіб. Держава стимулює дану пенсію за рахунок доплат і податкових привілеїв. Форм заохочення багато, наприклад, будівництво або купівля житла також розглядається як внесок до забезпечення за старістю. Велика кількість громадян Німеччини отримують одразу три пенсії — державну, виробничу і приватну.

**Пенсія удови/удівця і прожитковий мінімум.** Така пенсія становить до 55 % пенсії померлого подружжя. Її розмір залежить від власних доходів отримувача пенсії, а в багатьох випадках від тривалості шлюбу. Якщо в отримувача фінансовий стан не відповідає вимогам приватного страхування, і він був не охоплений державним страхуванням, то держава доплачує різницю між пенсією і прожитковим мінімумом. З 1 січня 2012 р. прожитковий мінімум становить 374 євро на одну особу і 674 євро на подружжя. Держава оплачує житло, опалення та інші житлові витрати. Наприклад, якщо старе подружжя живе в невеликій квартирі і сплачує за неї 500 євро, то вони можуть розраховувати на отримання від держави субсидій на загальну суму у 1174 євро.

**Пенсійна формула Німеччини.** Відповідно до законодавства Німеччини пенсійна формула (§ 64 шостої книги Соціального кодексу Німеччини (*SGB VI*)) слугує для обчислення встановленої законом індивідуальної щомісячної пенсії і має такий вигляд:

$$Rente = EP \cdot ZX \cdot RAF \cdot aRW, \quad (9.1)$$

де *Rente* — щомісячна пенсія в євро; *EP* — пенсійні бали; *ZX* — вихідний коефіцієнт; *RAF* — коефіцієнт, який визначає вид пенсії; *aRW* — актуальна вартість пенсійного балу.

**Приклад 1.** Розрахунок пенсії за віком для 2011 р.

Працівник, який народився у 1946 р., пропрацював у Західній Німеччині 45 років, справно відраховуючи у пенсійний фонд свої страхові внески. При цьому його зарплата завжди відповідала середньостатистичній зарплаті всіх застрахованих у даному пенсійному фонді, що дає йому за кожен рік 1 пенсійний бал. У віці 65 років восени 2011 р. він виходить на пенсію за віком (*RAF* = 1) відповідно до пенсійного законодавства Німеччини (*ZF* = 1). На момент виходу на пенсію (осінь 2011 р.) вартість пенсійного бала дорівнювала

$aRW = 27,47$  євро. Розрахунок місячної пенсії для періоду з осені 2011 р.:  $Rente = 45 \cdot 1 \cdot 1 \cdot 27,47 = 1236,15$  євро/місяць.

**Пенсійні бали EP.** Пенсійні бали EP відображають суму пенсійних відрахувань застрахованого за всі роки його трудової діяльності. У табл. 9.3 наведені дані для обчислення пенсійних балів за віком.

Таблиця 9.3

**Дані для обчислення пенсійних балів для пенсії за віком**

Рік	Тариф пенсійної страховки, %	Західна Німеччина		Східна Німеччина	
		Середньостатистична з/п, євро	Максимум	Середньостатистична з/п, євро	Максимум
2011	19,9	2555	5500	2240	4800
2012	19,6	2625	5600	2240	4800
2013	18,9	2695	5800	2275	4900
2014	18,9	2765	5950	2345	5000
2015	18,7	2835	6050	2415	5200

*Примітка.* Для інших видів пенсій використовуються інші таблиці.

Згідно § 63 шостої книги Соціального кодексу Німеччини (SGB VI), сума пенсійних відрахувань (внесків до пенсійного фонду) протягом одного року від зарплати, що дорівнює середньостатистичній річній зарплати всіх застрахованих у пенсійному фонді, дає 1 пенсійний бал. Таким чином, пенсійні бали відображають залежність пенсії від доходу: пенсійний бал, зароблений протягом одного календарного року, відображає ставлення індивідуального доходу застрахованої особи до середнього доходу застрахованих осіб того самого календарного року; дають змогу зіставити пенсійні відрахування за різні роки: для особи, яка претендує на пенсію, важлива відносна сума виплачених пенсійних відрахувань, а не рік сплати цих відрахувань; дає можливість створити динамічно залежну від доходів пенсію: пенсійні бали разом з актуальною вартістю пенсійного бала  $aRW$  складають основу динамічної, прив'язаної до доходу пенсійної системи.

**Приклад 2.** З 1 січня 2014 р. середньостатистична зарплата всіх застрахованих становила 2765 євро для Західної Німеччини і 2345 євро для Східної Німеччини. Якщо у застрахованої особи була така сама зарплата, то він заробив 1 пенсійний бал. Якщо зарплата

була в 2 рази менше, то він заробив 0,5 пенсійних бали. Якщо в 2 рази більше — то 2 бали і т. д. Але є обмеження, пенсійний бал не може бути більше певного значення. Для 2014 р. в Західній Німеччині максимільний пенсійний бал дорівнював 2,151899. Він обчислюється як відношення максимуму до середньостатистичної зарплати (5950/2765).

Для деяких періодів часу, як виховання дітей або догляд за хворим членом сім'ї, коли виплати пенсійних страховок не проводилися, так само передбачені певні правила розрахунку пенсійних балів.

При досягненні пенсійного віку застрахована особа виходить на пенсію за віком. Для обліку часу виходу на пенсію використовується вихідний коефіцієнт  $ZF$  (табл. 9.4). Коефіцієнт  $ZF = 1$ , якщо вихід на пенсію стався у віці, відповідно німецькому пенсійному законодавству. При більш ранньому виході на пенсію коефіцієнт  $ZF$  буде менше 1, а при більш пізньому виході — більше 1. При передчасному виході на пенсію вихідний коефіцієнт  $ZF$  зменшується на 0,003 за кожний календарний місяць передчасного виходу. Це відповідає зменшенню пенсії на 0,3 % за кожний місяць. Дане зменшення пенсії поширюється на весь період виплати пенсії, і надалі не залежить від віку одержувача. При більш пізньому виході на пенсію вихідний коефіцієнт  $ZF$  збільшується на 0,005 за кожний календарний місяць, наступний після досягнення встановленого законом пенсійного віку.

Таблиця 9.4

**Вихідний коефіцієнт  $ZF$  для пенсії за віком**

Вихід на пенсію	$ZF$
1	2
Раніше на 4 роки	0,856
Раніше на 3 роки	0,892
Раніше на 2 роки	0,928
Раніше на 1 рік	0,964
Раніше на 3 міс.	0,991
Раніше на 2 міс.	0,994
Раніше на 1 міс.	0,997
За досягненням пенсійного віку	1,000
Пізніше на 1 міс.	1,005

Закінчення табл. 9.4

1	2
Пізніше на 2 міс.	1,010
Пізніше на 3 міс.	1,015
Пізніше на 1 рік	1,060
Пізніше на 2 роки	1,120
Пізніше на 3 роки	1,180
Пізніше на 4 роки	1,240

Даний коефіцієнт був внесений до пенсійної формули в 1992 р.

Це відповідає збільшенню пенсії на 0,5 % за кожний місяць. Починаючи з 1 січня 2001 р., коефіцієнт *ZF* введений так само для розрахунку інших видів пенсій. Порядок розрахунку і величина коефіцієнта *ZF* для них визначаються відповідними правилами німецького пенсійного законодавства.

**Коефіцієнт *RAF*.** Коефіцієнт *RAF* був внесений до пенсійної формули у 1992 р. і визначає вид пенсії. Завдяки даному коефіцієнту з'явилася можливість використовувати пенсійну формулу для розрахунків інших видів пенсій (табл. 9.5).

Таблиця 9.5

#### Коефіцієнт виду пенсії *RAF*

Вид пенсії	<i>RAF</i>
Пенсія за віком	1,0
Пенсія у зв'язку з виховуванням дитини	1,0
Пенсія у зв'язку з повною непрацездатністю	1,0
Пенсія у зв'язку з частковою непрацездатністю	0,5
Пенсія вдови/вдівця велика	0,55
Пенсія вдови/вдівця мала	0,25
Пенсія сироти	0,2
Пенсія напівсироти	0,1

**Вартість пенсійного бала *aRW*.** Актуальна вартість пенсійного бала розраховується щорічно і публікується 1 липня. Величина актуальної вартості пенсійного бала залежить від розміру зарплат, від рівня відрахувань до пенсійного фонду страховок і від демографічної ситуації в країні (табл. 9.6).



Таблиця 9.6

Вартість пенсійного бала *aRW*

Термін	Східна Німеччина		Західна Німеччина		
	<i>aRW</i>	Зміни до попереднього року, %	<i>aRW</i>	Зміни до попереднього року, %	Від середньої зарплати, %
1960			6,34 DM		56,1
1970			12,90 DM		52,2
1980			27,39 DM		50,2
1990	15,96DM		39,58 DM		51,0
01.01.92–30.06.92	23,57 DM		41,44 DM		
01.07.92–31.12.92	26,57 DM		42,63 DM		
01.01.93–30.06.93	28,19 DM	19,6	42,63 DM	2,87	
01.07.93–31.12.93	32,17 DM	21,08	44,49 DM	4,36	
01.01.94–30.06.94	33,34 DM	18,27	44,49 DM	4,36	
01.07.94–31.12.94	34,49 DM	7,21	46,0 DM	3,39	
01.01.95–30.06.95	35,45 DM	6,33	46,00 DM	3,39	
01.07.95–31.12.95	36,33 DM	5,33	46,23 DM	0,50	
01.01.96–30.06.96	37,92 DM	6,97	46,32 DM	0,95	
01.07.96–30.06.97	38,38 DM	5,64	46,67 DM	0,95	
01.07.97–30.06.98	40,51 DM	5,55	47,44 DM	1,65	
01.07.98–30.06.99	40,87 DM	0,89	47,65 DM	0,44	
01.07.99–30.06.2000	42,01 DM	2,79	48,29 DM	1,34	49,0
01.07.2000–30.06.2001	42,26 DM	0,60	48,58 DM	0,60	48,60
01.07.2001–31.12.2001	43,15 DM	2,11	49,51	1,91	48,4
01.01.2002–30.06.2002	22,06224 €		25,31406 €		
01.07.2002–30.06.2003	22,70 €	2,89	25,86 €	2,16	48,7
01.07.2003–30.06.2007	22,97 €	1,19	26,13 €	1,04	
01.07.2007–30.06.2008	23,09 €	0,52	26,27 €	0,54	47,4
01.07.2008–30.06.2009	23,34 €	1,08	26,56 €	1,10	46,80
01.07.2009–30.06.2011	24,13 €	3,38	27,20 €	2,41	47,60
01.07.2011–30.06.2012	24,37 €	0,99	27,47 €	0,99	
01.07.2012–30.06.2013	24,92 €	2,26	28,07 €	2,18	
01.07.2013–30.06.2014	25,74 €	3,29	28,14 €	0,25	
3 01.07.2014	26,39 €	2,53	28,61€	1,67	

Для розрахунку актуальної вартості пенсійного бала використується окрема формула. Використовуючи формулу 9.1 і значення відповідних коефіцієнтів, можна обчислити розмір пенсії станом на 2015 р.

### **Японська пенсійна модель пенсійного забезпечення**

Дану модель можна назвати “умовно-накопичувальною”, тому що де-юре — це солідарна модель, а де-факто — накопичувальна, в якій держава “своєрідно” узяла на себе функції недержавного пенсійного фонду. Деяким аналогом для японської пенсійної системи може служити пенсійна система США для урядових чиновником. В Японії основою пенсійної системи є державне соціальне забезпечення, що фінансується з бюджету, але забезпечене за рахунок пенсійних внесків самих працівників і працедавців. У зв’язку із старінням населення і зростанням числа пенсіонерів в Японії функціонує дворівнева модель. Основу базової пенсії складають пенсійні внески застрахованих громадян, підприємців і дотації держави (приблизно одна третина). Розмір базової пенсії встановлюється законодавчо щорічно 1 квітня у твердій сумі. Розмір пенсії достатній для задоволення основних запитів. Джерелом фінансування додаткових пенсій другого рівня є внески роботодавців і працівників, але виступають вони у формі додаткових пенсій: державної і корпоративної. Ця модель характерна для Великої Британії, Австралії, деяких країн Північної Європи.

## **9.2. Організація пенсійного забезпечення і пенсійних послуг в Україні**

Згідно із Законом “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування” система пенсійного забезпечення в Україні складається з трьох рівнів. Перший рівень — *солідарна система* загальнообов’язкового державного пенсійного страхування, що базується на засадах солідарності і субсидування та здійснення виплати пенсій і надання соціальних послуг за рахунок коштів Пенсійного фонду України на умовах та в порядку, передбачених Законом. Другий рівень — *накопичувальна система* загальнообов’язкового державного пенсійного страхування, що базується на засадах накопичення коштів застрахованих осіб у Накопичувальному фонді та здійснення

фінансування витрат на оплату договорів страхування довічних пенсій і одноразових виплат на умовах та в порядку, передбачених Законом (з 1 січня 2009 р.). Третій рівень — *система недержавного пенсійного забезпечення*, що базується на засадах добровільної участі громадян, роботодавців та їх об'єднань у формуванні пенсійних накопичень з метою отримання громадянами пенсійних виплат на умовах та в порядку, передбачених законодавством про недержавне пенсійне забезпечення. Перший та другий рівні системи пенсійного забезпечення в Україні становлять систему загальнообов'язкового державного пенсійного страхування. Другий та третій рівні системи пенсійного забезпечення в Україні становлять систему накопичувального пенсійного забезпечення.

З 1 січня 2004 р. набрав чинності Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення”. Система недержавного пенсійного забезпечення — це складова системи накопичувального пенсійного забезпечення, яка ґрунтується на засадах добровільної участі фізичних та юридичних осіб у формуванні пенсійних накопичень з метою отримання учасниками даної системи додаткових до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування пенсійних виплат. До основних принципів недержавного пенсійного забезпечення, зокрема, належать: добровільне створення недержавних пенсійних фондів (далі — недержавний пенсійний фонд (НПФ)) юридичними та фізичними особами, об'єднаннями фізичних осіб та об'єднаннями юридичних осіб; добровільна участь фізичних осіб у системі недержавного пенсійного забезпечення та вибір виду пенсійної виплати відповідно до Закону; добровільне прийняття роботодавцем рішення про здійснення пенсійних внесків на користь своїх працівників до системи недержавного пенсійного забезпечення; економічна зацікавленість роботодавця у здійсненні пенсійних внесків на користь своїх працівників до системи недержавного пенсійного забезпечення; зацікавленість фізичних осіб у державному пенсійному забезпеченні.

В Україні система пенсійного забезпечення регулюється, крім зазначеного, Конституцією України, відповідними Законами такими як: “Про пенсійне забезпечення”, “Про недержавне пенсійне забезпечення” та інші, а також підзаконними актами.

***Види недержавних пенсійних фондів та порядок їх діяльності і надання послуг.*** В Україні відповідно до законодавства, можуть створюватися такі види недержавних пенсійних фондів: *відкритий пенсійний фонд; корпоративний пенсійний фонд; професійний пенсійний фонд.*

**Недержавний пенсійний фонд** — юридична особа, створена відповідно до Закону, яка має статус неприбуткової організації (не підприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснює пенсійні виплати учасникам зазначеного фонду у визначеному цим Законом порядку. Учасниками недержавного пенсійного забезпечення можуть бути фізичні особи, які самостійно сплачують пенсійні внески на свою користь, мають право самостійно вибирати пенсійний фонд — це може бути відкритий або професійний НПФ (за умови відповідності учасника визначенню у статуті професійного НПФ). У разі, якщо роботодавець здійснює пенсійні внески на користь своїх працівників до корпоративного чи професійного пенсійних фондів, працівник має право самостійно сплачувати додаткові внески на свою користь до такого фонду. Фізична особа може бути учасником кількох пенсійних фондів одночасно та сплачувати пенсійні внески до вибраних фондів у розмірах та порядку, встановлених пенсійним контрактом, відповідно до умов вибраних пенсійних схем цих НПФ. Учасниками недержавних пенсійних фондів можуть бути як громадяни України, так й іноземці та особи без громадянства. Важливим фактором недержавного пенсійного забезпечення є те, що обслуговування недержавного пенсійного фонду здійснюється кількома професійними учасниками фінансового ринку, які виконують різні, визначені Законом функції щодо управління активами недержавного пенсійного фонду, адміністрування його діяльності та зберігання пенсійних активів. До таких учасників віднесені:

- безпосередньо недержавний пенсійний фонд (в особі Ради НПФ);
- адміністратор (підписує з вкладником пенсійний контракт і з учасником договір на виплату пенсії, а також з Радою НПФ договір на адміністрування пенсійного фонду);
- банк-зберігач (договір з Радою фонду на обслуговування);
- інвестиційна компанія (компанія з управління активами пенсійного фонду (КУА) — договір з Радою НПФ на управління активами).

Функції і послуги, які пов'язані з недержавним пенсійним забезпеченням в Україні, передбачені Законом “Про недержавне пенсійне забезпечення” та іншими законодавчими актами. У зв'язку з ліквіда-

цією у 2015 р. Держфінпослуг у всіх законодавчих актах, які пов'язані з діяльністю у сфері недержавного пенсійного забезпечення, відбулися відповідні зміни.

**Формування пенсійних активів НПФ.** Формування пенсійних активів НПФ здійснює за рахунок активів у грошових коштах, цінних паперах та інших активах, не заборонених законодавством, відповідно до затверджені інвестиційної декларації, яка визначає інвестиційну політику фонду. В інвестиційній декларації відображається склад активів пенсійного фонду, основні напрями інвестування пенсійних активів та обмеження інвестиційної діяльності з пенсійними активами, встановлені в межах загальних вимог та обмежень інвестиційної діяльності, визначених ст. 47, 48, 49 Закону України “Про недержавне пенсійне забезпечення” та Положенням щодо вимоги до осіб, які здійснюють професійну діяльність з управління активами недержавних пенсійних фондів щодо складу та структури зазначених активів, затвердженим рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 грудня 2003 р. № 560.

Існують відповідні обмеження щодо інвестування пенсійних коштів. Законом було дозволено здійснювати інвестиції в цінні папери тільки відповідних емітентів (табл. 9.7).

Таблиця 9.7

**Обмеження інвестування в цінні папери**

№ пор.	Вид пенсійного активу	Обмеження інвестування – не більше ніж: (у відсотках до загальної вартості пенсійних активів)
1	2	3
1	Банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати банків	40 (10 в одному банку)
2	Цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України	50
3	Облігації місцевих позик	20
4	Облігації українських емітентів	40
5	Акції українських емітентів	40
6	Цінні папери іноземних емітентів	20
7	Іпотечні цінні папери	40
8	Об'єкти нерухомості	10
9	Банківські метали	10

1	2	3
10	Інші активи, не заборонені законодавством України	5
11	Цінні папери одного емітента (крім цінних паперів, погашення та отримання доходу за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, та у випадках, визначених Законом України “Про недержавне пенсійне забезпечення”)	5
12	Цінні папери засновника корпоративного НПФ	10 % – протягом перших 5 років роботи, потім – 5 %

Джерело: Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення”.

З метою захисту прав учасників пенсійного фонду Законом було заборонено формувати пенсійні активи за рахунок позикових (кредитних) коштів, було заборонено надавати майнові гарантії, забезпечені пенсійними активами, укладати угоди купівлі-продажу або міни пенсійних активів з обов’язковою умовою зворотного викупу, за рахунок пенсійних активів емітувати будь-які боргові цінні папери та похідні цінні папери, придбати цінні папери, емітовані особами, з якими пенсійним фондом укладено договори на надання послуг (зокрема: зберігач, адміністратор, КУА, аудитор, засновники та ін.). Компанія з управління активами здійснювала інвестування активів пенсійного фонду з урахуванням прибутковості та надійності інвестицій.

**Пенсійний контракт.** Для того, щоб стати вкладником пенсійного фонду, необхідно укласти пенсійний контракт, тобто договір між пенсійним фондом та його вкладником. Пенсійний контракт укладається у письмовій формі від імені пенсійного фонду його адміністратором. Кожний вкладник фонду може укласти один або кілька пенсійних контрактів з адміністратором (адміністраторами) одного чи кількох пенсійних фондів на користь їх учасників. Вкладник, який є учасником фонду, має право вимагати зміни його умов або розірвати укладений контракт в односторонньому порядку. Однак, у разі розірвання пенсійного контракту, такий вкладник зобов’язаний укласти новий пенсійний контракт з іншим НПФ або договір із страховою організацією чи відкрити у банку пенсійний депозитний рахунок. У пенсійному контракті зазначається вибрана вкладником пенсійна схема, визначається строк його дії та умови

зміни і розірвання, порядок розрахунків між пенсійним фондом та учасником фонду у разі дострокового розірвання пенсійного контракту або ліквідації пенсійного фонду. Пенсійний контракт набирає чинності з моменту його підписання вкладником фонду та адміністратором і припиняє дію при настанні умов, визначених ст. 58 Закону “Про недержавне пенсійне забезпечення”.

**Пенсійні схеми в Україні.** Учасник пенсійного фонду вільно вибирає пенсійну схему, яка визначає умови та порядок недержавного пенсійного забезпечення учасника фонду, та підписує пенсійний контракт. Пенсійний фонд може використовувати кілька пенсійних схем, які підлягають обов’язковій реєстрації в установі Регулятора. Вкладники фонду мають право на зміну пенсійної схеми, але не частіше одного разу на 6 місяців. Учасники фонду можуть вибирати такі види (схеми) пенсійних виплат: пенсія на визначений строк; одноразова пенсійна виплата; довічна пенсія. *Пенсія на визначений строк та одноразова пенсійна виплата* виплачуються учаснику пенсійного фонду адміністратором фонду від імені фонду. Довічна пенсія виплачується учаснику виключно страховою організацією, яка вибирається учасником пенсійного фонду після досягнення пенсійного віку.

Розміри пенсійних виплат визначаються, виходячи із сум пенсійних коштів, що обліковуються на індивідуальному пенсійному рахунку учасника фонду, тривалості виплати та формули розрахунку величини пенсії на визначений строк згідно з методикою, затвердженою ДКРРФПУ.

**Право на пенсійні виплати.** Пенсійні виплати здійснюються страхувальнику чи його спадкоємцям у грошовій формі за рахунок грошових коштів, які накопичені у фонді та обліковуються на індивідуальному пенсійному рахунку страхувальника, за умови набуття права на недержавну (додаткову) пенсію відповідно до діючого законодавства України. Підставою для отримання пенсійних виплат може бути: досягнення учасником фонду пенсійного віку, визначеного ним у заяві про пенсійні виплати. Пенсійний вік, що визначається учасником фонду, може бути меншим або більшим від пенсійного віку, який дає право на пенсію за загальнообов’язковим державним пенсійним страхуванням, не більше ніж на 10 років, якщо інше не визначено законами; визнання учасника фонду інвалідом. У разі набуття учасником фонду права на отримання пенсії по інвалідності за системою загальнообов’язкового державного пенсійного страхування учасник має право визначити свій пенсійний вік після настання

інвалідності без урахування обмежень та подати відповідну заяву адміністратору. Повинно бути медично-підтверджений критичний стан здоров'я (онкозахворювання, інсульт тощо) учасника фонду. У разі виїзду учасника фонду на постійне проживання за межі України, учасник має право отримати одноразову пенсійну виплату без обмежень щодо пенсійного віку та подати відповідну заяву адміністратору. У разі смерті учасника фонду пенсійна виплата здійснюється його спадкоємцям. *Виплата пенсії на визначений строк*, що здійснюється за рахунок коштів пенсійного фонду, розпочинається з дня досягнення учасником фонду віку, визначеного в його заяві, із здійсненням першої виплати протягом 45 робочих днів. *Одноразова пенсійна виплата* здійснюється за умов, визначених ст. 65 Закону. Законом заборонена відмова або затримка у здійсненні пенсійних виплат, крім випадків, передбачених Законом. У разі відмови або затримки пенсійних виплат учасник фонду має право оскаржити дії осіб, які здійснюють пенсійні виплати, до органу з регулювання ринків фінансових послуг України або до суду. Порухення строків здійснення пенсійних виплат є підставою для застосування санкцій, встановлених Законом. Пенсійні виплати з пенсійного фонду здійснюються незалежно від отримання виплати за загальнообов'язковим пенсійним страхуванням або з інших джерел.

***Пенсія на визначений строк.*** Виплата пенсії на визначений строк здійснюється адміністратором пенсійного фонду: 1) за бажанням учасника фонду, який має право на отримання пенсійних виплат відповідно до його заяви; 2) на вимогу учасника фонду (з дня виникнення у нього права згідно з умовами пенсійного контракту на страхування довічної пенсії, якщо придбання довічного ануїтету може негативно вплинути на розмір пенсійних виплат). Пенсія на визначений строк розраховується, виходячи із строку не менше, як десять років від початку здійснення першої виплати. Виплата даної пенсії може здійснюватися з такою періодичністю: щомісячно; щоквартально; один раз на шість місяців. У разі прийняття учасником рішення про виплату пенсії на визначений строк фондом, учасник подає заяву встановленого зразка адміністратору фонду. Виплата пенсії здійснюється адміністратором фонду від імені фонду в грошовій формі шляхом перерахування коштів на власний рахунок учасника у банку або поштовим переказом за бажанням учасника.

Протягом періоду виплати пенсії на визначений строк учасник фонду у будь-який час може: 1) перейти до іншого пенсійного фонду



з метою подальшого отримання пенсії вибраного виду. При цьому пенсійний фонд, до якого перейшов учасник фонду, продовжує виплату такої пенсії протягом строку, що залишився; 2) укласти із страховою організацією договір страхування довічної пенсії з оплатою такого договору за рахунок пенсійних коштів, які обліковуються на його індивідуальному пенсійному рахунку в пенсійному фонді.

**Одноразова пенсійна виплата.** Пенсійна виплата може здійснюватися адміністратором одноразово на вимогу учасника фонду в разі: 1) медично-підтвердженого критичного стану здоров'я (онкозахворювання, інсульт тощо) або настання інвалідності учасника фонду; 2) коли сума належних учаснику фонду пенсійних коштів на дату настання пенсійного віку учасника фонду не досягає мінімального розміру суми пенсійних накопичень, встановленого Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України; 3) виїзду учасника фонду на постійне проживання за межі України; 4) смерті учасника фонду.

Для отримання пенсійної виплати, що здійснюється *одноразово*, учасники фонду, а у разі смерті учасника — його спадкоємці, подають адміністратору заяву та документи, які підтверджують їхнє право на отримання цієї виплати згідно із законодавством України. Пенсійна виплата провадиться протягом п'яти робочих днів після отримання відповідної заяви та документів і визначається, виходячи із суми пенсійних коштів, які обліковуються на індивідуальному пенсійному рахунку учасника фонду на день подання заяви на отримання такої виплати.

У разі порушення строку пенсійної виплати адміністратор за власний рахунок сплачує отримувачу пенсійної виплати, що здійснюється одноразово, пеню в розмірі подвійної облікової ставки Національного банку України в розрахунку на 1 день від суми, що підлягала виплаті, за кожний день прострочення платежу у порядку, визначеному регулюючим органом.

**Довічна пенсія.** Учасник фонду при досягненні пенсійного віку має право отримувати довічну пенсію (довічний анuitет). Довічна пенсія виплачується учаснику фонду страховою організацією, з якою цей учасник уклав договір страхування довічної пенсії, за рахунок грошових коштів, перерахованих страховій організації. Договір страхування довічної пенсії укладається між учасником фонду та страховою організацією згідно із законодавством про страхування з урахуванням вимог, передбачених Законом та пенсійним контрак-

том, після настання пенсійного віку, визначеного учасником фонду відповідно до Закону.

Учасник письмово повідомляє адміністратора фонду про вибрану ним страхову організацію та подає йому письмову заяву встановленого зразка про перерахування до цієї страхової організації належних йому коштів у сумі, що обліковується на його індивідуальному пенсійному рахунку на день настання пенсійного віку учасника фонду. Учасник фонду має право перерахувати до страхової організації свої пенсійні кошти повністю або частково. У разі несвоєчасного перерахування пенсійних коштів учасника фонду страховій організації адміністратор за власний рахунок сплачує учаснику фонду пеню в розмірі подвійної облікової ставки Національного банку України в розрахунку на 1 день від суми, що підлягає перерахуванню, за кожний день прострочення платежу. У разі, коли сума пенсійних коштів, що підлягає перерахуванню страховій організації, не досягає встановленого розміру мінімальної суми пенсійних накопичень, учасник фонду (а в разі смерті — спадкоємці) має право отримати належні йому пенсійні кошти як одноразову пенсійну виплату.

**Формула обчислення пенсії в Україні у 2015 р.** Для порівняння з німецькою методикою обчислення пенсії розглянемо загальний принцип розрахунку пенсії за віком в Україні за новою редакцією пенсійного Закону України № 1058-IV, введеного в дію 1 жовтня 2011 р.

**Головна формула розрахунку пенсії.** Розмір пенсії за віком в Україні проводиться за наступною головною формулою:

$$\Pi = Z_c \cdot K_{\text{зн}} \cdot K_c, \quad (9.2)$$

де  $\Pi$  — розмір пенсії у гривнях;  $Z_c$  — середня заробітна плата в Україні за три календарні роки перед роком звернення за пенсією;  $K_{\text{зн}}$  — коефіцієнт заробітної плати;  $K_c$  — коефіцієнт стажу.

Таким чином, пенсія розраховується шляхом перемноження трьох показників: 1) середньої місячної заробітної плати в Україні за три календарні роки до призначення пенсії; 2) коефіцієнта заробітної плати; 3) коефіцієнта стажу.

**Коефіцієнт стажу.** Тривалість робочого стажу пенсіонера враховується шляхом обчислення коефіцієнта стажу. Коефіцієнт стажу для розрахунку пенсії визначають за формулою:

$$K_c = C_p \cdot 0,0135, \quad (9.3)$$

де  $C_p$  — стаж, виражений в роках.

**Заробітна плата для розрахунку пенсії. Місячний коефіцієнт заробітної плати.** За кожен місяць стажу (всі місяці після 1 липня 2000 р., а також, за бажанням пенсіонера, 60 місяців зі стажу до 1 липня 2000 р.) обчислюється місячний коефіцієнт заробітної плати  $K_{3M}$  за формулою

$$K_{3M} = Z_B / Z_C \quad (9.4)$$

де  $K_{3M}$  — місячний коефіцієнт заробітної плати пенсіонера;  $Z_B$  — заробітна плата пенсіонера за якийсь місяць;  $Z_C$  — середня заробітна плата в Україні за той самий місяць.

**Період, за який враховується заробітна плата.** У період, за яким обчислюється заробітна плата для розрахунку пенсії, обов'язково входить весь стаж після 1 липня 2000 р. Крім того, за бажанням пенсіонера (якщо йому це вигідно), у цей період можна включати будь-які 60 місяців поспіль зі стажу до 1 липня 2000 р. З цього періоду дозволяється виключити до 10 % місяців поспіль з “найгіршими” місячними коефіцієнтами заробітної плати. Кількість місяців, які залишилися після процедури виключення, і є періодом, за яким буде обчислюватися заробітна плата для розрахунку пенсії. Позначимо цю кількість місяців буквою  $N$ .

**Коефіцієнт заробітної плати.** На підставі місячних коефіцієнтів заробітної плати обчислюється середній місячний коефіцієнт заробітної плати за весь період з  $N$  місяців, за який враховується заробітна плата. Для цього підсумовують щомісячні коефіцієнти зарплати за всі місяці цього періоду з  $N$  місяців і результат ділять на число  $N$  — кількість місяців у цьому періоді:

$$K_{3п} = (K_{31} + K_{32} + \dots + K_{3n}) / N \quad (9.5)$$

Цей коефіцієнт і називають коефіцієнтом заробітної плати.

**Приклад розрахунку пенсії в Україні.** Проведемо дуже умовний розрахунок пенсії “середньостатистичного” пенсіонера. Цей “середній” пенсіонер:

1) має робочий стаж 40 років, тобто працював з 18 і до 60 років з невеликими перервами. Коефіцієнт стажу  $K_C$  буде дорівнювати:

$$K_C = 480 \cdot 1,35 / (100 \cdot 12) = 40 \cdot 0,0135 = 0,54;$$

2) протягом усіх 40 років отримував зарплату, яка в точності дорівнювала середній по країні. Так як зарплата нашого пенсіонера завжди дорівнювала середній заробітній платі, то всі місячні коефіцієнти зарплати у нашого пенсіонера дорівнюють одиниці. Тому виби-

рати найкращий період для *обчислення зарплати не потрібно* — усі місяці в цьому сенсі однакові. Отже,  $K_{\text{зп}} = 1$ ;

3) підставляємо ці коефіцієнти у головну формулу розрахунку пенсії:

$$П = Z_c \cdot K_{\text{зп}} \cdot K_c = Z_c \cdot 1 \cdot 0,54 = 0,54 \cdot Z_c.$$

**“Середня” пенсія в Україні.** Проведений розрахунок дає можливість зробити такі висновки. 1. “Середній” чоловік, що пропрацював 40 років і отримував середню по країні зарплату, отримуватиме пенсію у розмірі приблизно 54 % від середньої зарплати по країні за останні три роки до року призначення пенсії. 2. Отже, призначуваний розмір пенсії середнього чоловіка в Україні у два рази менше, ніж середня заробітна плата в країні. Середня заробітна плата для призначення пенсії у 2014 р. (середня за 2011–2013 рр.) становить 2700,98 грн. 3. Якщо середня заробітна плата пенсіонера була більше або менше середньої заробітної плати по країні, то і пенсія збільшується або зменшується пропорційно. 4. Щоб отримувати пенсію, яка дорівнює середній заробітній платі по країні при стажі 40 років, потрібно було мати середню заробітну плату у два рази більшу, ніж середня по Україні. Щомісячна пенсія за прикладом становить:

$$П = Z_c \cdot K_{\text{зп}} \cdot K_c = 2700,98 \text{ грн} \cdot 1 \cdot 0,54 = 1458,53 \text{ грн}.$$

**Державний нагляд та контроль у сфері недержавного пенсійного забезпечення в Україні.** Враховуючи важливу соціальну роль інституту недержавного пенсійного забезпечення, необхідність збереження пенсійних коштів і створення умов для їх примноження, передбачено три напрями захисту пенсійних коштів учасників недержавного пенсійного забезпечення, а саме:

1. **Законодавчі обмеження.** Встановлено вимогу щодо диверсифікації напрямів інвестування пенсійних активів. Заборонено нецільове використання пенсійних активів. Встановлено вимогу розмежування та відокремлення активів пенсійного фонду від активів його засновників і роботодавців-платників, адміністратора, КУА, страхових організацій з метою унеможливлення банкрутства НПФ. НПФ не може бути проголошений банкрутом і ліквідований за законодавством про банкрутство.

2. **Системні вимоги.** Встановлено високі вимоги до порядку створення, ліцензування та функціонування адміністратора, КУА, зберігача. Забезпечується чітке розділення функцій накопичення, збері-

гання та управління активами НПФ, а також внутрішній контроль за діяльністю суб'єктів, які надають послуги НПФ.

3. *Регуляторні заходи.* Діяльність у сфері НПЗ мають право здійснювати тільки суб'єкти, працівники яких мають відповідну кваліфікацію і отримали кваліфікаційне свідоцтво. Державний нагляд та контроль у сфері недержавного пенсійного забезпечення (Закону) здійснюють [2, ст. 67] за діяльністю недержавних пенсійних фондів, страхових організацій та банківських установ — орган з регулювання ринків фінансових послуг України; за діяльністю осіб, які здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та зберігачів — новий Регулятор; контроль за дотриманням законодавства про захист економічної конкуренції у сфері недержавного пенсійного забезпечення — Антимонопольний комітет України.

***Асоціація адміністраторів недержавних пенсійних фондів України і її основні функції.*** Метою діяльності асоціації є: сприяння розвитку недержавного пенсійного забезпечення; розробка, впровадження, виконання членами Асоціації правил, вимог та стандартів здійснення недержавного пенсійного забезпечення; запровадження громадського контролю за діяльністю у сфері недержавного пенсійного забезпечення. Для забезпечення ефективного управління пенсійними активами потрібно створити необхідні і достатні правові, економічні та організаційні передумови, які б мінімізували ризики втрати пенсійних накопичень та/або їх знецінення.

***Управління пенсійними активами.*** Так як процес управління активами недержавних пенсійних фондів, як і інших інституційних інвесторів (пайових та корпоративних інвестиційних фондів, страхових компаній, довірчих товариств тощо), пов'язаний з інвестуванням, то використовується стандартний підхід з управління інвестиціями (див. портфельну теорію Марковіца в розд. 10), у даному випадку інвестуванням пенсійних коштів. Це: формулювання інвестиційних цілей; формування інвестиційної політики; обрання портфельної стратегії; вибір об'єктів інвестування; вимір і оцінка ефективності інвестицій [16, с. 295]. Основний принцип формування інвестиційного портфеля є диверсифікація доходів і ризиків. Тобто вибір з множини ефективних портфелів — оптимального портфеля [16, с. 80].

*Інвестиційною метою* пенсійного фонду є забезпечення виконання поточних зобов'язань перед учасниками щодо нарахування та виплати пенсій, а також збереження та примноження пенсійних нако-

пичень шляхом розміщення пенсійних коштів у дохідні активи. Для перехідної економіки з високим рівнем інфляції (понад 7 %), а в Україні на період 2015 р. більше 50 %, необхідним є підтримання такої прибутковості інвестицій, яка б компенсувала інфляційне знецінення накопичених коштів та забезпечувала дохід, достатній для відшкодування операційних і адміністративних витрат (сплата винагороди компанії з управління активами та відшкодування витрат іншим суб'єктам, що здійснюють обслуговування НПФ (адміністратор, банк-зберігач, аудитор та ін.) і приносила ще 2–3 % чистого прибутку.

Формування основних напрямів *інвестиційної політики* пенсійного фонду для досягнення вибраних цілей виходить з необхідності розподілу (диверсифікації) коштів пенсійного фонду (інвестиційних ресурсів) між різними видами активів: акції, облігації, банківські депозити, іноземні цінні папери тощо. При формуванні інвестиційної політики компанія з управління активами повинна враховувати обмеження щодо інвестування коштів, які розміщуються у певні види активів або в активи певних емітентів, що встановлюються законодавством та регулюючими органами, а також радою пенсійного фонду, і відображаються в інвестиційній декларації.

Портфельна стратегія, яка обирається компанією з управління активами, повинна відповідати інвестиційним цілям пенсійного фонду, кошти якого передані в управління, його інвестиційній політиці, і може бути активною або пасивною. Пасивна портфельна стратегія передбачає володіння цінними паперами протягом відносно тривалого часу з невеликими змінами портфеля. Часто портфелі менеджерів, які дотримуються пасивної стратегії, забезпечують максимальну відповідність структури його активів структурі вибраного ринкового індексу. Активна портфельна стратегія використовує доступну інформацію і методи прогнозування для підвищення ефективності портфеля порівняно з пасивною стратегією, та ґрунтується на спробах “обіграти” ринок. У цьому разі важливим завданням інвестиційного керуючого є пошук недооцінених ринком активів із значним потенціалом зростання, а також здійснення активних операцій, внаслідок яких кошти від продажу цінних паперів, що зупинилися у ціновому зростанні, будуть реінвестовані в інші об'єкти.

*Вибір активів* для інвестування, у які розміщуються кошти пенсійного фонду, здійснюється відповідно до вибраної портфельної стратегії з урахуванням існуючих кількісних обмежень за окремими інстру-

ментами інвестування та оцінкою їх якісних інвестиційних характеристик (надійність, дохідність, ліквідність), з метою забезпечення максимальної ефективності інвестиційного портфеля. На сьогодні найбільш надійними об'єктами інвестування в Україні виглядають державні та муніципальні боргові цінні папери та банківські депозити. Що стосується дохідності цих боргових паперів, то вона не забезпечує покриття втрат від інфляції та відшкодування витрат з обслуговування НПФ. Тому для досягнення цілей фонду частину пенсійних коштів доводиться інвестувати у більш ризиковані, але й більш дохідні активи — корпоративні цінні папери: акції та облігації українських підприємств. Водночас, інвестування в державні цінні папери є не найкращим напрямом використання пенсійних накопичень, оскільки основна частина залучених державою коштів спрямовується, зазвичай, на вирішення соціальних програм (виплату пенсій, заробітної плати, стипендій тощо) або фінансування інших непродуктивних витрат. Тому більш перспективним з погляду завдань соціально-економічного розвитку країни є інвестування коштів у реальний сектор економіки, створення нових робочих місць, тобто продуктивне їх використання на цілі економічного зростання.

*Вимір та оцінка ефективності* інвестування пенсійних коштів полягає у порівнянні дохідностей інвестиційних портфелів НПФ з урахуванням ризику. Вимірювання дохідності здійснюється за показником вартості одиниці пенсійних внесків. Останній обчислюється як результат поділення чистої вартості пенсійних активів на дату оцінки на кількість одиниць пенсійних внесків.

*Оцінка дохідності* інвестиційного портфеля фонду забезпечується шляхом: співставлення показника вартості одиниці пенсійних внесків, обчисленого на дату оцінки, з показником вартості одиниці пенсійних внесків, обчисленим на початок періоду, за який вимірюється дохідність інвестицій; приріст цього показника, виражений у відсотках, характеризує рівень номінальної дохідності інвестиційного портфеля фонду (без корекції на інфляцію) за період, що аналізується; співставлення показника номінальної дохідності інвестиційного портфеля фонду з офіційно визначеним показником (індексом) інфляції за відповідний період. Позитивне значення цього співставлення (перевищення, виражене у процентних пунктах) характеризує рівень реальної дохідності інвестиційного портфеля (бажано, щоб таке перевищення становило не менш як 2–3 процентних пункти); співставлення динаміки вартості одиниці пенсійних внесків з динамікою показника (рин-

кового індексу), в основі якого знаходиться певний набір (“кошик”) інвестиційних інструментів.

За базовий показник у міжнародній практиці, як правило, вибирається один із загальновідомих (загальноновизнаних) фондових індексів, наприклад, індекс *Standard & Poor's 500 (S & P 500)* або один із спеціальних індексів, орієнтованих на конкретні типи інвесторів. В Україні функцію такого показника частково може виконувати індекс ПФТС. Для зручності порівняння за умовну одиницю бажано прийняти відповідно, значення вартості одиниці пенсійних внесків на початок діяльності фонду та значення індексу ПФТС на цю саму дату, та відстежувати їх співвідношення у часі.

Однак застосування індексу ПФТС є коректним лише стосовно частини інвестиційного портфеля пенсійного фонду, представленої акціями українських емітентів. Що стосується боргових цінних паперів та банківських інструментів, то вони у цьому випадку виявляються за межами об'єктів співставлення. З метою врахування боргових зобов'язань у портфелі пенсійного фонду можна користуватись “композиційним” (зведеним) індексом фондового ринку, який розраховується на основі таких ваг: індекс акцій ПФТС – 40 % (відповідає питомій вазі акцій у портфелі фонду); індекс облігацій (наприклад, *KINBOND*) – 60 % (відповідає питомій вазі боргових цінних паперів та банківських інструментів у портфелі фонду).

Випередження графіку зростання вартості одиниці пенсійних внесків над графіком зростання композиційного індексу показує проміжки, коли дохідність портфеля пенсійного фонду була вищою над динамікою дохідності сумірного сегмента фінансового (фондового) ринку; співставлення показників номінальної дохідності інвестиційного портфеля окремого пенсійного фонду із середніми показниками номінальної дохідності портфелів інших пенсійних фондів (бажано з урахуванням рівнів інвестиційних ризиків). Перевищення середньоринкових показників дохідності є свідченням успішної роботи компанії з управління активами відносно інших керуючих активами (за умови сумірності показників інвестиційних ризиків).

### **Питання для самоконтролю**

1. Які види пенсійного забезпечення використовуються в різних країнах?
2. Які переваги має накопичувально-солідарна система і в яких країнах вона застосовується?



3. Чому системи пенсійного забезпечення США, Німеччини, Швеції вважаються соціально орієнтованими?
4. Які види пенсійних програм і схем використовуються в США?
5. У чому полягає різниця між пенсійними схемами в США зі встановленими внесками і встановленими виплатами? Що дають такі схеми застрахованій особі?
6. Хто страхує пенсії у США, і з чим це пов'язано?
7. У чому полягають переваги змішаної пенсійної схеми у США перед класичними схемами?
8. Які існують пенсійні програми федерального уряду США і штатів?
9. Яке законодавче забезпечення пенсійного страхування в США?
10. Що таке пенсійний фонд і донорський фонд у США?
11. Управління пенсійними активами в США,
12. Яка спрямованість економічної системи і політичного ладу в Федеративній Республіці Німеччини (ФРН)?
13. Основні засади пенсійного страхування в ФРН.
14. Державне пенсійне забезпечення Німеччини і його характеристика.
15. Виробниче пенсійне страхування в Німеччині і його зміст.
16. Приватне пенсійне страхування в ФРН і його характеристика.
17. Державне заохочення в ФРН на участь у приватному пенсійному страхуванні.
18. Управління пенсійними активами в ФРН,
19. Основні засади обчислення пенсії в Німеччині.
20. Японська пенсійна система та її зміст. Основні переваги і недоліки.
21. Чилійська пенсійна система та її зміст. Основні переваги і недоліки.
22. Організація пенсійного забезпечення в Україні. Чому існуюча пенсійна система в Україні не забезпечує нормальне існування для пенсіонерів?
23. Які основні принципи організації недержавного пенсійного забезпечення в Україні?
24. Види недержавних пенсійних фондів в Україні; основні засади їх створення і участі в них.
25. Учасники недержавного пенсійного забезпечення в Україні і їх послуги.

26. Основні засади формування пенсійних активів НПФ в Україні та їх управління.
27. Основні пенсійні схеми для страхувальників в Україні.
28. Довічна пенсія, що вона дає застрахованій особі і принцип її формування.
29. Регулювання і контроль в Україні недержавного пенсійного забезпечення.
30. Як обчислюється довічна пенсія в Україні?

### **Контрольні завдання**

#### *Завдання 1*

Працівник, який народився у 1950 р., пропрацював у Західній Німеччині 50 років, справно відраховуючи у пенсійний фонд свої страхові внески. При цьому його зарплата завжди відповідала середньостатистичній зарплати всіх застрахованих у даному пенсійному фонді, що дає йому за кожен рік 1 пенсійний бал. У віці 65 років восени 2015 р. він виходить на пенсію за віком ( $RAF = 1$ ) відповідно до пенсійного законодавства Німеччини ( $ZF = 1$ ). На момент виходу на пенсію (осінь 2015 р.) = ?

Обчислити вартість пенсійного бала  $aRW$  при виході на пенсію. Яку пенсію буде отримувати даний працівник?

#### *Завдання 2*

Обчислити пенсію державного обов'язкового пенсійного забезпечення в Україні, якщо працівник народився 5 січня 1950 р., має 50 років трудового стажу і в 65 років виходить на пенсію (грудень 2015 р.). Середня заробітна платня протягом останніх 60 місяців у працівника була 4000 грн.

### **Література**

1. *Цивільний кодекс України* від 16.01.2003 р. № 435-IV (зі змін. і доп.).
2. *Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення”* від 09.07.2003 р. № 1057-IV у ред. станом на 20.07.2014 р.
3. *Закон України “Про пенсійне забезпечення”* від 06.12.1992 р. № 1788-12 у ред. станом на 01.04.2015 р.
4. *Закон України “Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування”* № 1058-15 у ред. станом на 01.04.2015 р.

5. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2001 р. № 2121-III (із змін. і доп.).
6. Закон України “Про страхування” від 07.03.1996 р. № 85/96ВР (зі змін. та доп.).
7. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12.07.2001 р. № 2664-III (зі змін. та доп.).
8. Положення “Про порядок державної реєстрації недержавних пенсійних фондів”: затв. розпорядженням Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 186 від 29.12.2003 р.
9. Положення “Про інвестиційну декларацію недержавного пенсійного фонду”: затв. розпорядженням ДКРРФПУ № 139 від 27.11.2003 р.
10. Директива 2006/48/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 14 червня 2006 року про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ (виправлене видання) (текст дотичний ЄЕП).
11. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21 квітня 2004 року про ринки фінансових послуг, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС.
12. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги. — СПб.: Питер, 2000. — 752 с.
13. Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 932 с.
14. Ченг Ф. Ли, Финнерти Джозеф И. Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 686 с.
15. <http://www.rada.gov.ua>
16. <http://www.ukrstat.gov.ua>
17. <http://www.minfin.gov.ua>
18. <http://www.finance.com.ua>
19. <http://www.uainsur.com.ua>

### ПОСЛУГИ РИНКУ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ

#### 10.1. Розвиток теорії інвестування

Для обґрунтування і забезпечення механізму надання послуг з фінансового інвестування через фондовий ринок (ринок цінних паперів) зарубіжними вченими була проведена велика робота. Розвиток методів, які використовуються при фінансовому інвестуванні аналітиками-практиками, відбувається при постійному суперництві з ученими, які розробили не одну теорію, покликану пояснити процес інвестування.

Значний вклад у теорію інвестування вніс Г. Марковіц, який звернувся до проблеми формування портфеля активу, що приносить дохід, який можна оцінити з аналітичної точки зору. Він довів, що поряд з очікуваним доходом від цінних паперів необхідно розглядати ризик, а також розробив формальну модель взаємозв'язку між ризиком і нормою прибутку з метою виміру впливу цих чинників на вибір інвестора. Г. Марковіц починає розгляд своєї теорії із зауваження про те, що майбутня норма прибутку за цінними паперами може бути, в принципі, оцінена, а ризик він прирівнює до міри мінливості в розподілі прибутку. Він також довів, що за певних умов між ризиком і доходом існує лінійна залежність. На підставі використання співвідношення між цими змінними Г. Марковіц розробив схему визначення кількості цінних паперів кожного виду при формуванні інвестиційного портфеля. Цей підхід дає інвесторові можливість знайти компромісне рішення між ризиком і доходом. У своїй теорії Г. Марковіц виходив з того припущення, що раціональний інвестор чинитиме опір збільшенню ризику без відповідного пропорційного збільшення доходу.

Взаємозв'язок між бухгалтерським і ринковим підходом до виміру ризику свідчать дослідження, проведені в США такими професорами, як В. Бівер, Р. Кеттлер і М. Шолес, які показали, що такі бухгалтерські методи визначення ризику, як розрахунки коефіцієнтів дивідендного виходу, капіталізації, покриття і приросту активів відбиваються на ринкових вимірниках ризику, до яких відноситься **бета-коефіцієнт** (*чинник-бета* або *β-коефіцієнт*). Вони також зробили висновок про те, що “стратегія ранжування портфельів активів

за мірою їх бухгалтерського ризику за своєю суттю еквівалентна стратегії ранжування тих же самих портфелів за мірою їх ринкового ризику”.

Роберт Бовман проілюстрував теоретичне положення про взаємозв'язок між систематичним ризиком і часткою позикових засобів у капіталі підприємства та іншими бухгалтерськими вимірниками ризику.

Барр Розенберг першим використав “фундаментальні бета-коефіцієнти”, що є функцією показників діяльності підприємства, які змінюються, таких як його доходів, фінансової структури, темпів зростання та ін. В. Шарп і Дж. Лінтнер розширили теорію портфеля активів, створивши модель оцінки капітальних активів (*Capital Asset Pricing Model* — *CAPM*), яка пояснює, яким чином капітальні активи оцінюються так, щоб забезпечувати інвесторові велику норму прибутку за більший ризик. Вона ґрунтується на припущенні, що інвестори прагнуть так сформувати свій портфель, щоб він давав максимально можливий прибуток за конкретним рівнем ризику.

**Гіпотеза ефективного ринку** (*Efficient market hypothesis* — *EMH*) розглядає реакцію ринкових цін на фінансову та іншу інформацію. Основою даної гіпотези служить теорія “*випадкових блукань*”, яка стверджує, що в будь-який заданий момент часу в майбутньому розмір і напрям наступної зміни цін відбувається довільно і не має відношення до тієї інформації, що існує на даний момент часу про інвестиції. Похідною від неї є гіпотеза, відома як слабка форма *EMH*, згідно якої поточні ціни повністю відображають інформацію, що міститься у тимчасових рядах цін. У своїй напівсильній формі *EMH* передбачає, що ціни повністю враховують всю доступну суспільству інформацію. Міцна форма *EMH* відстоює точку зору, згідно якої ціни відображають, навіть так звану, конфіденційну — “внутрішню інформацію”, тобто всю інформацію, включаючи недоступну для широкого кола.

Усі форми *EMH* піддавалися багаточисельним й інтенсивним емпіричним перевіркам, в результаті яких були отримані докази на користь слабкої і напівсильної форми *EMH*.

Дж. Лорье і М. Хамільтон виділили три моменти на підтримку гіпотези напівсильної форми *EMH*: 1) поділення активів на частини ще не гарантує здобуття додаткового прибутку для інвесторів; 2) вторинна пропозиція цінних паперів для продажу знижує їх ринкову вартість, оскільки породжує уявлення про те, що продають особи, обізнані про негативні чинники; 3) зростання доходу може бути

передбаченим, виходячи з вартості цінних паперів підприємства ще до того, як буде представлений його звіт про річний прибуток. Практика показала, що жодне з цих тверджень не суперечить інтуїції досвідчених аналітиків і учасників ринку.

### **Інвестиційний процес**

Інвестиційним процесом вважається набір послідовних дій інвестора з метою ухвалення інвестиційного рішення з приводу вибору цінних паперів для інвестування вільних грошових коштів, а також обсягів і термінів інвестування. Даний процес складається з таких етапів:

- 1) вибір інвестиційної політики;
- 2) аналіз ринку цінних паперів;
- 3) формування портфеля цінних паперів;
- 4) перегляд портфеля цінних паперів;
- 5) оцінка ефективності портфеля цінних паперів.

1. **Вибір інвестиційної політики.** Перший етап – вибір інвестиційної політики (*investment policy*) включає визначення мети для інвестора і обсягу грошових коштів, що інвестуються. Цілі інвестування повинні формулюватися з урахуванням як прибутковості, так і ризику. Цей етап інвестиційного процесу, зазвичай, завершується вибором потенційних видів фінансових активів для включення в інвестиційний портфель. Даний вибір повинен враховувати поряд із загальними міркуваннями (отримати прибуток або зберегти вартість активів) цілі інвестування, обсяг засобів, що інвестуються, ризики і статус інвестора як платника податків.

2. **Аналіз ринку цінних паперів.** Другий етап – аналіз ринку цінних паперів включає вивчення окремих видів цінних паперів для формування ефективного інвестиційного портфеля. Однією з цілей даного дослідження є визначення тих цінних паперів, які представляються неправильно оціненими у нинішній момент. На практиці існує безліч підходів до аналізу цінних паперів, проте їх основна частина відноситься до двох основних напрямів. Перший напрям – це *фундаментальний (фінансовий) аналіз (fundamental analysis)*, а другий – *технічний аналіз (technical analysis)*.

Даний аналіз починається з вибору галузі для інвестування з врахуванням її перспектив. З точки зору безпеки слід віддавати перевагу тим галузям промисловості, які витримали випробування часом і мають багатообіцяюче майбутнє. Інвестор середньої руки у міру сво-

їх можливостей, купуючи акції старих і перевірених компаній, сприяє зростанню нових галузей промисловості, оскільки вклади у старі цінні папери звільняють для вкладення в нових галузях, що рівносильно переказу грошей у новий ринок цінних паперів. Проте не кожна стара галузь промисловості має хороші перспективи розвитку. Тому наступним кроком інвестора буде визначення найбільш перспективних і прибуткових галузей.

Інвестор повинен вкладати свої гроші саме в той період, коли промисловість лише починає виходити із стану депресії. Але, водночас, деякі старі галузі промисловості можуть бути так сильно уражені попередньою кризою, що їм знадобиться деякий час для відновлення своєї прибутковості. Для визначення найбільш перспективних галузей необхідно визначити і проаналізувати наступні чинники: 1) майбутній попит; 2) загальні можливості галузі в цілому; 3) конкуренцію в галузі і поріднених галузей; 4) стабільність ринку; 5) урядові укази.

**3. Формування портфеля цінних паперів.** Третій етап інвестиційного процесу — формування портфеля (*portfolio construction*) цінних паперів включає визначення конкретних інвестиційних інструментів (активів) для вкладення коштів, а також пропорцій розподілу капіталу, що інвестується, між активами. На даному етапі інвестор стикається з проблемами селективності, вибору часу операцій і диверсифікації. Під *селективністю (selectivity)*, що називається також мікропрогнозуванням, розуміється аналіз цінних паперів і пов'язане з ним прогнозування динаміки цін окремих видів цінних паперів. *Вибір часу операцій (timing)*, що називається також макропрогнозуванням, включає прогнозування тенденцій зміни рівня цін на акції у порівнянні з цінами для фондових інструментів з фіксованим доходом, такими як, наприклад, корпоративні облігації. *Диверсифікація (diversification)* полягає у формуванні інвестиційного портфеля так, щоб за певних умов і обмежень мінімізувати ризик і отримати оптимальний дохід або зберегти вкладений капітал.

**4. Управління інвестиційним портфелем.** Четвертий етап інвестиційного процесу — управління інвестиційним портфелем передбачає періодичний *перегляд портфеля (portfolio revision)* і пов'язаний з періодичним повторенням трьох попередніх етапів. Це зумовлено тим, що цілі інвестора з часом можуть мінятися, зазнають зміни зовнішні чинники, внаслідок чого поточний портфель перестане бути ефективним. Цілком можливо, що інвесторові необхідно

буде сформувати новий портфель, продавши конкретну частину цінних паперів і придбавши конкретні нові. На рішення інвестора також може вплинути і зміна курсу цінних паперів протягом певного часу. Рішення щодо перегляду портфеля може залежати також від розміру витрат трансформації портфеля і від очікуваного зростання прибутковості переглянутого портфеля.

**5. Оцінка ефективності портфеля.** П'ятий етап інвестиційного процесу — оцінка ефективності портфеля (*portfolio performance evaluation*) є продовженням четвертого етапу і включає періодичну оцінку як отриманої прибутковості портфеля в цілому і окремих інвестиційних інструментів, так і показників ризиків, з якими стикається інвестор. При цьому використовуються прийнятні співвідношення показників ризику і прибутковості, а також відповідні стандарти для порівняння.

Водночас Френк Дж. Фабоцци вважає, що інвестиційний процес складається з такої послідовності етапів: 1) формулювання інвестиційних цілей; 2) формування інвестиційної політики; 3) вибір портфельної стратегії; 4) вибір активів для включення їх до портфеля; 5) вимірювання і оцінка ефективності інвестицій.

Перший етап процесу управління фінансовими інвестиціями — *формулювання інвестиційних цілей*, залежить від задач фінансового інституту, який здійснює інвестування своїх грошових коштів або коштів клієнтів у відповідні активи. Наприклад, зобов'язаннями пенсійного фонду є в майбутньому необхідність сплачувати своїм учасникам без затримки пенсію, тобто фонд має "*потік зобов'язань*". Тому інвестиційною метою фонду може бути умова, що майбутні надходження, які генеруються інвестиційним портфелем, будуть достатніми для виконання своїх зобов'язань. Для страхової компанії, яка займається страхуванням життя (*life insurance company*), інвестиційною метою буде виконання всіх зобов'язань за проданими страховими полісами і отримання доходу. Банки та інші кредитні установи акумулюють активи у вигляді грошових коштів за допомогою випуску депозитних сертифікатів або облігацій. Дані грошові кошти в подальшому інвестуються у ринкові цінні папери або надаються позичальникам у вигляді кредитів. Інвестиційною метою таких кредитних установ буде наступна умова: дохідність даних інвестицій повинна бути вищою, ніж вартість залучення коштів.

**Формування інвестиційної політики** є другим важливим етапом управління фінансовими інвестиціями і використовується для



досягнення вибраної мети. Він починається з прийняття *рішення щодо розміщення активів (asset allocation decision)*. Тобто інвестор повинен вирішити, яким чином розподілити наявні в нього грошові фонди між основними класами активів. До основних класів активів, зазвичай, включають акції (*stocks*), облігації (*bonds*), нерухомість (*real estate*) та іноземні цінні папери (*foreign securities*). Деякі інвестори включають до свого портфеля ще й золото.

При формуванні інвестиційної політики необхідно враховувати обмеження, які встановлюють клієнти і органи регулювання. Наприклад, клієнт може задати рівень диверсифікації і захищеності свого портфеля, тобто обмежити частку коштів, які інвестуються у визначений клас активів або в активи визначеного емітента. Прикладом обмеження з боку органів регулювання може слугувати перелік припустимих класів або видів активів, в які фінансовий інститут може вкладати свої грошові фонди. Такі обмеження можуть встановлюватися для банківських установ, страхових компаній, пенсійних фондів та інвестиційних компаній. Оподаткування і принципи складання фінансової звітності теж враховується при розробці інвестиційної політики. Наприклад, для фінансових інститутів, які звільнені від оподаткування, немає сенсу інвестувати кошти в активи, які дають звільнення від оподаткування в обмін на меншу дохідність.

Третім етапом управління фінансовими інвестиціями є ***вибір портфельної стратегії***, яка відповідала би цілям клієнта й інвестиційній політиці. Існує безліч портфельних стратегій, але всі вони можуть бути зведені у дві великі групи — активні стратегії і пасивні стратегії. *Активні стратегії (active portfolio strategies)* використовують всю доступну інформацію і методи прогнозування для підвищення ефективності інвестицій у порівнянні із звичайною диверсифікацією. Суттєвим моментом для таких стратегій є прогнозування всіх факторів, які можуть вплинути на інвестиційні характеристики даного класу активів. Активні стратегії при роботі із звичайними акціями можуть включати прогнозування майбутніх доходів (прибутків), дивідендів або співвідношення ціни і доходу. Облігаційні стратегії вимагають прогнозування майбутнього рівня відсоткових ставок. Стратегії роботи з іноземними цінними паперами використовують в очікуванні обмінних курсів валют.

*Пасивні портфельні стратегії (passive portfolio strategy)* використовують мінімальну інформацію щодо майбутнього. В основі таких

стратегій лежить диверсифікація інвестиційного портфеля, яка забезпечує максимальну відповідність його дохідності вибраному ринковому індексу. Під ринковим індексом будемо розуміти деяку усереднену характеристику, що відображає поведінку визначеної групи активів. Ті, хто використовує пасивні стратегії, вважають, що вся доступна інформація на ринку знаходить своє відображення в ринкових котированнях цінних паперів.

В останні десятиріччя з'явилися стратегії, які включають в себе як елементи активних стратегій, так і елементи пасивних стратегій. Наприклад, пасивні стратегії використовуються для управління “ядром” портфеля, а активні стратегії — для управління іншою частиною портфеля.

Для управління інвестиційними портфелями з облігацій часто використовуються так звані структурні портфельні стратегії. **Структурна портфельна стратегія** (*structured portfolio strategy*) допомагає сформувати портфель таким чином, щоб забезпечити визначений потік платежів у майбутньому. Дані стратегії використовуються в тих випадках, коли є необхідність сформувати майбутній потік надходжень від інвестицій (активний потік) залежно від потоку зобов'язань. Наприклад при формуванні портфеля іпотечних облігацій.

Перед інвестором завжди стоїть питання, яку стратегію вибрати для управління інвестиціями? Відповідь на це питання залежить: від уявлення клієнта або менеджера фінансової або іншої компанії щодо цінової ефективності ринку, а також від природи зобов'язань клієнта.

**Вибір активів** для інвестування — четвертий етап в управлінні фінансовими інвестиціями. Він полягає у визначенні тих активів, що будуть включені до портфеля, і задаванні параметрів портфеля, тобто його загальної вартості, скільки грошей вкласти в ті чи інші активи. Це вимагає оцінки окремих фінансових активів, які можуть бути включені до портфеля на так звану “інвестиційну привабливість”. У випадку застосування активної стратегії задачею інвестиційного менеджера є пошук недооцінених фінансових активів. На даному етапі менеджер спрямовує свої зусилля на вибір серед множини *ефективних портфелів* — *оптимального портфеля*. **Ефективний портфель** являє собою портфель, який має найбільшу очікувану дохідність за заданим рівнем ризику, або найменший ризик за заданою дохідністю, яка очікується. **Оптимальний портфель** будується на основі співвідношення в ньому безризикових і ризикових активів. Процедура

визначення складу оптимального портфеля починається з графічного визначення інвестором рівня його очікуваної дохідності. Здійснивши цю операцію, інвестор може визначити два “кутових” портфеля з очікуваними дохідностями, що входять до даного рівня. Тобто визначається “кутовий” портфель, який має найближчу очікувану дохідність більшу, ніж в оптимального портфеля (найближчий “кутовий” портфель, який розташований вище оптимального портфеля —  $C_1$ ) і кутовий портфель з найменшою очікуваною дохідністю (найближчий “кутовий” портфель, який розташований нижче оптимального портфеля —  $C_2$ ) (рис. 10.1).

У точці  $O$  портфель має оптимальне співвідношення ризику і доходу. Наступний крок — це визначення, яку вагу в оптимальному портфелі має кожний з кутових портфелів.

**Оцінка ефективності інвестицій** є останнім етапом процесу управління фінансовими інвестиціями. Але це формально, так як інвестиційний процес на практиці є безперервний процес повторення всіх перелічених етапів з метою оновлення портфеля. На даному етапі обчислюється реальна дохідність портфеля, яка співставляється з вибраним *базисним показником*, яким слугує деяка кількісна характеристика поведінки вибраного набору фінансових активів. За базисний показник може слугувати будь-який із загальновідомих фондових індексів. На практиці в США, Японії та інших розвинених країнах світу інституційні інвестори разом з фірмами розробили спеціальні індекси, які зорієнтовані на конкретних клієнтів. Якщо порт-

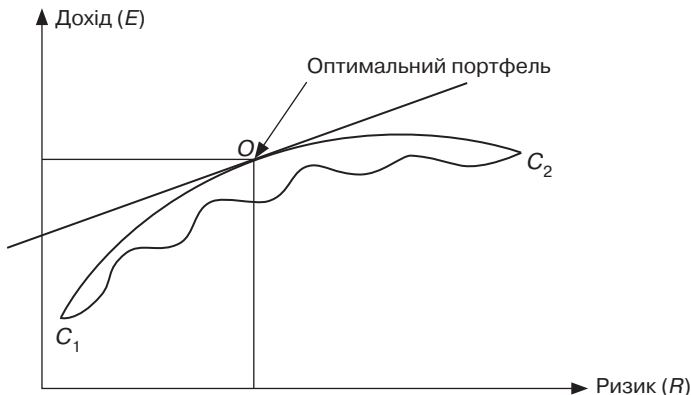


Рис. 10.1. Побудова оптимального портфеля

фель характеризує кращі показники, ніж базисний показник, то це ще не означає, що він задовольняє вимогам клієнта. Таке покращання можуть давати спекулятивні цінні папери, що включені до портфеля, у той час як до індексу включені цінні папери найкращих компаній. Управління інвестиційним портфелем пов'язано з визначенням його ефективності і переглядом структури портфеля, тобто інвестор звільняється від менш дохідних цінних паперів і купує більш дохідні (можуть бути і в майбутньому). Але буває і виключення з цього правила.

Як бачимо, два розглянуті підходи до управління фінансовими інвестиціями не протирічять один одному, а навпаки, з різних точок зору, доповнюють один одного.

## 10.2. Теорія інвестиційного портфеля

Автором *теорії інвестиційного портфеля* є Гаррі Марквіц<sup>1</sup>, перші праці якого з даного питання з'явилися у 1952 р. За розвиток портфельної теорії він і В. Шарп отримали в 1990 р. Нобелівську премію в галузі економіки (за внесок у теорію ринку капіталу)<sup>2</sup>. За визначенням Марквіца: *“Інвестиційний портфель — це набір фінансових та інших активів для досягнення відповідної мети інвестора”*.

Розглянемо деякі основні положення портфельної теорії, як вже зазначалося, інвестори, формуючи інвестиційний портфель, прагнуть максимізувати очікувану дохідність своїх інвестицій за визначеним, прийнятним для них рівнем ризику. Портфель, який задовольняє цим вимогам, називається *ефективним портфелем (efficient portfolio)*. Для побудови ефективного портфеля за теорією необхідно зробити ряд припущень щодо принципів прийняття інвестиційних рішень. Передусім вважатимемо, що *інвестор запобігає ризику (risk averse)*, тобто з двох варіантів інвестування з однаковим рівнем дохідності, але з різними рівнями ризику він вибере той, де ризик буде

---

<sup>1</sup> Harry M. Markowitz. Portfolio Selection // Journal of Finance. — 1952. — March. — P. 77–91; Portfolio Selection, Cowles Foundation Monograph 16. — New York: John Wiley & Sons, 1959.

<sup>2</sup> William Sharpe, Portfolio Theory and Capital Markets. — New York: McGrawHill, 1970. Див. також: *Інвестиції* / Уильям Ф. Шарп і др. — М.: ИНФРА-М, 1997; *Фрэнк Дж. Фабоцци. Управление инвестициями.* — М.: ИНФРА-М, 2000. — С. 65–90.

менший. Якщо інвестор стоїть перед вибором одного з ефективних портфелів, то *оптимальний портфель* (*optimal portfolio*) буде найприйнятнішим. Інвестиційний портфель за визначенням ефективний у такому разі: 1) жодний інший портфель не обіцяє такого самого доходу з меншим ризиком; 2) жодний інший портфель не обіцяє вищого доходу з тим самим рівнем ризику. Ці два правила називаються *принципом домінування* (*dominance principle*), який широко використовується в інвестиційному аналізі. Для визначення переваг інвестора Г. Марковіц застосував функцію корисності. У теорії портфеля *функція корисності* відображає переваги суб'єкта за певним ставленням до ризику і уявленнями про очікувані дохідності. У графічній формі функція корисності зображають у вигляді *кривих байдужості* (*indifference curve*). Криві становлять набір ефективних портфелів за різними комбінаціями ризику і дохідності. Тобто інвестору буде байдуже, який з портфелів на даних кривих він вибере, так як вищий ризик буде компенсовано вищою дохідністю. Марковіц вивів формулу для визначення дохідності портфеля за один період, яка математично записується так:

$$R_p = \sum_{g=1}^G W_g R_g, \quad (10.1)$$

де  $R_p$  — дохідність портфеля  $p$  за один період;  $R_g$  — дохідність активу  $g$  за один період;  $W_g$  — вага активу  $g$  у портфелі (частка ринкової вартості активу  $g$  у загальній ринковій вартості всього портфеля);  $G$  — кількість активів у портфелі.

Рівняння (10.1) показує, що дохідність портфеля  $R_p$ , який складається з  $G$  активів, дорівнює сумі всіх зважених дохідностей, що входять до портфеля. Зазначена дохідність називається *дохідністю за період володіння* (*holding period return*), або *реалізованою дохідністю*.

Існує і такий підхід до визначення дохідності портфеля:

$$R_p = \frac{P_1 - P_0}{P_0}, \quad (10.2)$$

де  $P_0$  — сукупна ціна купівлі всіх цінних паперів, які входять до портфеля в момент  $t$ ;  $P_1$  — сукупна ринкова вартість цінних паперів у момент  $t = 1$  (сукупний грошовий дохід від володіння цінними паперами з моменту від  $t = 0$  до  $t = 1$ ).

Звідси:

$$P_1 = P_0 (1 + R_p). \quad (10.3)$$

Рівняння (10.1) визначає реалізовану дохідність портфеля за певний проміжок часу. Але при управлінні портфелем інвестор бажає знати очікувану дохідність портфеля. Найпростішою формулою розрахунку дохідності, яка очікується від володіння одним цінним папером, така:

$$\begin{array}{l} \text{Дохідність, яка} \\ \text{очікується} \\ \text{за період володіння} \end{array} = \frac{\text{Дохідність, яка очікується за період володіння}}{\text{Поточна дохідність}}. \quad (10.4)$$

Тоді:

$$\begin{array}{l} \text{Поточна} \\ \text{дохідність} \end{array} = \frac{\text{Дохідність, яка очікується наприкінці періоду}}{1 + \text{Дохідність, яка очікується за період володіння}}. \quad (10.5)$$

Але нас цікавить, як визначається очікувана дохідність нашого портфеля. За Марковіцем, *очікувана дохідність портфеля* — це зважена сума дохідностей активів, які очікуються, і які входять до портфеля, тобто:

$$E(R_p) = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2) + \dots + w_G E(R_G), \quad (10.6)$$

де  $E()$  — математичне значення очікуваної величини, тому іноді кажуть, що  $E(R_p)$  є дохідністю портфеля, яка очікується за визначений період. При цьому вага очікуваної дохідності кожного активу визначається як частка ринкової вартості окремого активу в загальній вартості портфеля.

Символ “ $E$ ” в теорії імовірності, зазвичай, використовується для зазначення *оператора математичного очікування*. Якщо  $X$  — деяка випадкова величина, то  $E(X)$  означає її математичне очікування, або, як ще кажуть, очікуване середнє значення випадкової величини.

Очікувана дохідність одного ризикованого активу визначається таким чином. Задается розподіл ймовірностей для можливих значень реалізованої дохідності. Зауважимо, що розподіл ймовірностей — це функція, яка зіставляє кожне можливе значення дохідності та ймовірності її реалізації. За заданим розподілом ймовірності очікуване значення випадкової величини є зважене середнє її можливих значень, причому роль ваг грають ймовірності реалізації даних значень. Замість терміна “очікуване значення дохідності активу” будемо використовувати термін “очікувана дохідність активу”. Математичне очікування дохідності активу можна записати так:

$$E(R_i) = p_1 r_1 + p_2 r_2 + \dots + p_n r_n, \quad (10.7)$$

де  $r_1, r_2, \dots, r_n$  – є  $n$  можливе значення дохідності  $i$ -го активу;  $p_1, p_2, \dots, p_n$  – ймовірність реалізації значень дохідності  $n$  для  $i$ -го активу;  $n$  – число можливих значень дохідності.

**Приклад.** Припустимо, інвестор має бажання придбати акції компанії X, розподіл ймовірностей дохідностей яких за визначений термін наступний (табл. 10.2).

Таблиця 10.2

**Розподіл ймовірностей дохідності для акцій компанії X**

$n$	Дохідність, %	Ймовірність реалізації
1	15	0,50
2	10	0,30
3	5	0,13
4	0	0,05
5	-5	0,02
Повна		1,00

Підставимо значення з даної таблиці у формулу (10.7):

$$E(R_x) = 0,50 (15 \%) + 0,30 (10 \%) + 0,13 (5 \%) + 0,05 (0 \%) + 0,02 (-5 \%) = 11,0 \%$$

Тобто, 11,0 % – це є очікувана, або середня дохідність акцій компанії X.

Для прикладу обчислювання очікуваної дохідності портфеля розглянемо портфель, який складається з трьох активів (табл. 10.3).

Таблиця 10.3

**Інвестиційний портфель з трьох активів**

Актив	Ринкова вартість, млн гр. од.	Дохідність, %
1	6,0	12,0
2	8,0	10,0
3	11,0	5,0

Загальна ринкова вартість портфеля дорівнює 25,0 млн гр. од. Таким чином:

$$R_1 = 12,0 \%; \quad w_1 = 6,0/25,0 = 0,24 \cdot 100 \% = 24,0 \%;$$

$$R_2 = 10,0 \%; \quad w_2 = 8,0/25,0 = 0,32 \cdot 100 \% = 32,0 \%;$$

$$R_3 = 5,0 \%; \quad w_3 = 11,0/25,0 = 0,44 \cdot 100\% = 44,0 \%.$$

$$\text{Сума всіх ваг} = 1,0 = (0,24 + 0,32 + 0,44).$$

Підставимо всі значення в рівняння (10.6) і отримаємо таку очікувану дохідність портфеля:  $R_p = 0,24 (12 \%) + 0,32 (10 \%) + 0,44 (5,0 \%) = 8,28 \%$ .

**Визначення ризику інвестиційного портфеля.** Другим важливим значенням, яке необхідно визначати інвесторам (емітентам), є ризик портфеля. Термін “*ризик*” у цьому контексті означає “схильність до небезпеки, збитків, втрат і т. ін.” Марковіч ввів для визначення ризику загальновідому статистичну величину — *варіацію* як міру можливих відхилень від очікуваного значення (середнього), а також величину *стандартного відхилення і коваріації*. Формула для визначення варіації дохідності  $i$ -го активу записується так:

$$\text{var}(R_i) = \sum_{n=1}^N p_n [r_n - E(R_i)]^2, \quad (10.8)$$

де  $r_n$  — можливе значення дохідності  $i$ -го активу;  $p_n$  — ймовірність реалізації значення дохідності  $n$  для  $i$ -го активу;  $N$  — кількість можливих значень дохідності.

**Варіація, або дисперсія,** випадкової величини слугує мірою розкиду її значень навколо середнього значення. Для дохідності (як випадкової величини) варіація, яка оцінює “*ступінь відхилення*”, є мірою ризику, пов’язаного з цією дохідністю. Варіація враховує не тільки розмір відхилень можливих значень дохідностей, а й ймовірність такого відхилення. Крім того, було виведено формулу для вимірювання ризику портфеля з двох або більше активів. З огляду на те, що варіація має розмірність квадрату вимірюваної величини, її прийнято перетворювати в стандартне відхилення, тобто добувати корінь. *Стандартне відхилення* визначається за формулою:

$$SD(R_i) = \sqrt{\text{var}(R_i)}. \quad (10.9)$$

**Коваріація** є математичним терміном і в нашому контексті означає взаємозв’язок дохідностей двох активів. Це безрозмірна величина і для її виміру немає спеціальних одиниць. *Позитивна коваріація* означає, що дохідність двох активів змінюється (у середньому) в одному напрямку, а *негативна* — у протилежних.

Очікуваний дохід і дисперсія величини доходу надають інформацію щодо ймовірності розподілу дохідності, притаманної для відповідного цінного паперу. Дисперсія значення дохідності для окремого фінансового активу є середньозважене квадратичне відхилення можливих значень доходу від їх очікуваного (або середнього) зна-



чення, де ймовірності розподілу значень доходу використовуються як ваги. Чим більше значення дисперсії значень доходу, тим більша ймовірність відхилення фактичного значення від очікуваного, а отже, тим більший ризик вкладення коштів у цінний папір.

Дисперсія значень доходу для окремого фінансового активу розраховується за наступною формулою:

$$\sigma_i^2 = \sum_{K=1}^N P_K \cdot (R_{iK} - E(R_i))^2, \quad (10.10)$$

де  $R_{iK}$  — дохідність  $i$ -го цінного паперу за період  $k$ ;  $P_K$  — ймовірність отримання норми доходу  $R_{iK}$ ;  $N$  — загальна кількість можливих норм доходу.

Дисперсія між значеннями доходу будь-яких двох фінансових активів визначається як зважена середня двох різних відхилень, тобто відхилень фактичної норми доходу  $i$ -го фінансового активу від її очікуваного доходу і відхилення фактичної норми доходу  $j$ -го фінансового активу від очікуваного доходу. Ваги визначаються спільною ймовірністю значень доходу для двох фінансових активів.

$$\sigma_{ij} = \sum_{K=1}^N P_K \cdot (R_{iK} - E(R_i)) \cdot (R_{jK} - E(R_j)), \quad (10.11)$$

де  $\sigma_{ij}$  — дисперсія значень доходу  $i$ -го і  $j$ -го фінансового активу;  $P_K$  — спільна ймовірність значень доходу  $R_{iK}$  і  $R_{jK}$ ;  $N$  — загальне число можливих значень доходу.

Портфельний ризик характеризується поняттям дисперсії, також як і дисперсія дохідності — вкладення в окремий фінансовий актив. Проте розрахунок дисперсії для портфельних інвестицій має свою специфіку. Дисперсія очікуваного доходу портфеля дорівнює сумі дисперсій кожного із фінансових активів, що входять до нього, та їх коваріації. Дисперсія доходу для портфеля може бути розрахована за наступними формулами:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \cdot \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i \cdot x_j \cdot \sigma_{ij}, \quad i \neq j \quad (10.12)$$

або

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N x_i \cdot x_j \cdot \sigma_{ij}. \quad (10.13)$$

Дисперсія значень дохідності показує зв'язок між двома змінними. Однак вона не забезпечує будь-якої інформації щодо щільності

взаємозв'язку між ними. Для цих цілей використовують коефіцієнт кореляції. Тобто, окрім коваріації використовується поняття кореляції між дохідностями активів, яке аналогічне поняттю їх коваріації.

**Кореляція дохідностей активів  $i$  і  $j$**  визначається як коваріація двох активів, поділена на добуток їх стандартного відхилення:

$$\text{cov}(R_i, R_j) = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{SD(R_i)SD(R_j)}. \quad (10.14)$$

Коефіцієнт кореляції між значеннями доходу будь-яких двох цінних паперів є відносна статистична величина напряму і сили взаємозв'язку між нормами доходу. Знак коефіцієнта кореляції відображає напрям і щільність зв'язку між значеннями доходу цінних паперів. Значення коефіцієнта відображає силу взаємозв'язку між ними. Коефіцієнт кореляції змінюється в межах від  $-1$  до  $+1$ . Чим ближче коефіцієнт кореляції до  $-1$  або  $1$ , тим сильніше позитивний (або негативний) взаємозв'язок між величинами доходів двох цінних паперів. Але  $+1$  і  $-1$  — це крайні значення коефіцієнта. Зазвичай, для включення до портфеля конкретних цінних паперів, їх вибирають таким чином, щоб коефіцієнти кореляції були протилежні за своїми значеннями.

**Вимірювання ризику портфеля, який складається з двох або більше активів.** Обчислення здійснюється за тією самою схемою, що й портфеля з двох активів. Так для портфеля з трьох акцій  $i, j$  та  $k$  вимірювання ризику задається за формулою

$$\begin{aligned} \text{var}(R_p) = & w_i^2 \text{var}(R_i) + w_j^2 \text{var}(R_j) + w_k^2 \text{var}(R_k) + \\ & + 2w_i w_j \text{cov}(R_i, R_j) + 2w_i w_k \text{cov}(R_i, R_k) + 2w_j w_k \text{cov}(R_j, R_k). \end{aligned} \quad (10.15)$$

Тобто варіація портфеля — зважена сума варіацій дохідностей і їх варіації. У загальному вигляді варіація портфеля з  $G$  активів має такий вигляд:

$$\text{var}(R_p) = \sum_{g=1}^G W_g^2 \text{var}(R_g) + \sum_{g=1}^G \sum_{h=1}^G W_g W_h \text{cov}(R_g, R_h). \quad (10.16)$$

Таким чином, формування інвестиційного портфеля дає можливість диверсифікувати ризику. Для цього використовуються статистичні дані, які використовуються для оцінки основних характеристик портфеля: очікуваної дохідності, варіації, коваріації і кореляції.

Під *диверсифікацією (diversification)*, за Шарпом, розуміють процес включення до портфеля нових цінних паперів з метою зменшення його ризику. За Марковіцем, під диверсифікацією (*Markowitz-diversification*) розуміють стратегію максимально можливого зменшення ризиків при збереженні потрібного рівня дохідності. Вона полягає у виборі таких активів, дохідності яких матимуть якомога меншу кореляцію.

Розглянемо *політику компаній у сфері диверсифікації*. Ефект диверсифікації не обмежений сферою аналізу цінних паперів і управління портфелями фінансових активів, а застосовується і в управлінні корпораціями. Наприклад, компанії для зменшення ризику втрат, як правило, здійснюють свій бізнес за кількома напрямками (галузями, регіонами, країнами, продуктами, послугами та ін.). Менеджери часто кажуть про диверсифікацію, коли потрібно обґрунтувати збільшення різноманітності продукції, яка виробляється. Ступінь диверсифікації різних управлінських рішень залежить від ставлення керівництва компанії до ризику і доходу. Основним завданням диверсифікації на рівні компанії є скорочення ділового ризику, тобто коливання чистого прибутку. Якщо компанії багатонаціональні, то вони можуть отримати переваги від ефекту диверсифікації, який виникає внаслідок існування різних обмінних курсів у різних країнах, різних економічних і політичних ситуацій, що приводить до позитивної кореляції між фінансово-економічними показниками зарубіжних підрозділів компанії.

Стратегію диверсифікації на рівні компанії часто критикують, зазначаючи, що акціонери здатні досягти диверсифікації на рівні власних портфелів активів, що робить відповідну корпоративну політику надлишковою. З теорії агентських відносин випливає висновок, що диверсифікація на рівні компанії фактично приводить до розподілу ризику між тримачами облігацій і акцій. При цьому диверсифікація звільняє тримачів облігацій від частини ризику, а тримачі акцій потерпають від зменшення доходів. Критики також стверджують, що в результаті диверсифікації в інвесторів зменшується можливість вибору між ризиком і доходом. Розглянута портфельна теорія має як прихильників, так і критиків, але вона завоювала своє місце (про що свідчить Нобелівська премія) і широко використовується у практичній діяльності. Зауважимо, що вона також зазнала подальшого розвитку при дослідженні різними вченими поведінки портфелів на практиці, з чим можна ознайомитися у спеціальних наукових виданнях.

**Внутрішня ставка дохідності портфеля.** Характеристикою для розрахунку дохідностей інвестиційних портфелів, яка широко відома і використовується у сфері реального і фінансового інвестування, є внутрішня ставка (норма) дохідності портфеля (*portfolio internal rate of return*). Вона визначається за допомогою послідовного виконання таких дій: визначаються грошові потоки (*CF*) за всіма цінними паперами, які є в портфелі; визначаються відсоткові ставки, які зрівноважують поточну вартість грошових потоків з ринковою вартістю портфеля.

Крім розглянутих мір дохідностей, використовується і *повна дохідність (total return)* — це характеристика дохідності, яка включає точне уявлення про ставку реінвестування [19].

### **10.3. Учасники інвестиційного процесу і їх послуги**

Загалом, інвестиційний процес — це механізм зведення разом, з одного боку, тих, хто пропонує гроші (які мають тимчасово вільні засоби), а з іншого — тих, хто має потребу в них. Обидві сторони, зазвичай, зустрічаються у фінансових інститутах на фінансовому ринку. Зокрема, при операціях з майновими цінностями (нерухомістю та ін.) продавці і покупці вступають в операцію безпосередньо.

*Фінансові інститути* — це такі організації, як банки або інші кредитно-фінансові установи, зазвичай, приймають вклади і потім дають гроші в кредит, у позику або інвестують грошові кошти іншим способом. *Фінансовий ринок* — це механізм, який об'єднує тих, хто пропонує фінансові ресурси, з тими, хто їх шукає, шляхом виконання операцій, як правило, за допомогою посередників, таких як фондові біржі. За загальноприйнятої класифікації головними учасниками інвестиційного процесу є держава, компанії і приватні особи, які можуть виступати як на стороні попиту, так і на стороні пропозиції.

*Держава.* Для забезпечення функціонування держави необхідні законодавчі і виконавчі органи, а також армія та інші державні інститути, що вимагає колосальних витрат грошових коштів. Ці грошові кошти утворюються шляхом збору податків і неподаткових зборів, а також за рахунок випуску різного роду довгострокових боргових зобов'язань — облігацій, які служать для фінансування різних проєктів — будівництва шкіл, лікарень, доріг та ін. Для фінансування

поточній діяльності органи виконавчої влади можуть випускати короткострокові облігації.

Інколи органи виконавчої влади мають деяку суму вільних коштів, які кладуться на депозитний рахунок у банку, що дає можливість отримати додатковий прибуток. Фінансова діяльність органів виконавчої влади як на стороні попиту, так і на стороні пропозиції грошових ресурсів сильно впливає на поведінку фінансових інститутів і фінансових ринків. Законодавчі органи прямо впливають на поведінку вказаних сторін шляхом встановлення певних правил (законів) поведінки учасників фінансових стосунків. Але, загалом, держава є чистим споживачем грошових коштів, тобто вона використовує значно більше засобів, ніж дає.

*Компанії.* Усі компанії незалежно від типу або розмірів потребують крупних сум грошових коштів для підтримки і розвитку своєї діяльності. Ці потреби компаній діляться як на довгострокові, так і на короткострокові. Довгострокові вкладення необхідні для капітальних вкладень — будівництва заводів, нових цехів й інших споруд, придбання устаткування, механізмів, транспортних засобів тощо, а також для розробки і впровадження нових продуктів. Короткострокові потреби у грошових ресурсах виникають у зв'язку з необхідністю забезпечення товарних запасів, покриття кредиторської заборгованості та інших поточних витрат. З метою фінансування довго- і короткострокових потреб у грошових коштах компанії випускають в обіг на фінансовий ринок різні фінансові інструменти у вигляді цінних паперів — акцій, облігацій та ін. Великі компанії здійснюють активні і складні стратегії з управління готівковими грошовими коштами і є головними покупцями короткострокових цінних паперів. Тобто компанії є чистими покупцями і споживачами грошових коштів.

*Приватні особи.* Приватні особи, які мають вільні грошові кошти у вигляді заощаджень, можуть поставляти їх в інвестиційний процес різними способами, такими як: розміщення грошей у банках на ощадних рахунках; купувати акції і облігації, страхові поліси; набувати всього рухомого і нерухомого майна.

Вибір фінансових інструментів для інвестування вельми непросто завдання навіть для досвідченого інвестора. Цей вибір залежить від того, які цілі він ставить перед собою. Наприклад, попит приватних осіб на грошові кошти зумовлений необхідністю покупки різного майна — будинків, котеджів, автомобілів та ін. Проте не всі гроші інвестора використовуються на покупки, частину грошей він заоща-

джує на передбачені і непередбачені потреби. Тому він, на відміну від держави і компаній, є, більшою мірою, постачальником інвестиційних ресурсів, ніж їх споживачем.

Оскільки держава і компанії є чистими покупцями і споживачами грошових коштів, а приватні особи більшою мірою їх постачальниками, то роль індивідуальних інвесторів у наданні грошей для фінансування економічного зростання і розвитку дуже значна.

Зазвичай розрізняють два типи інвесторів: інституційні й індивідуальні. *Інституційні інвестори* — це фахівці, яким платять за управління чужими грошима. *Індивідуальні інвестори* розпоряджаються особистими засобами для забезпечення своїх фінансових інтересів.

**Послуги андеррайтингу.** Під *андеррайтингом* (*underwriting*) розуміється створення пулу посередників для розміщення нового випуску цінних паперів з наданням емітенту гарантії здобуття ним певної мінімальної суми від продажу даних паперів. Це можуть бути банки, страхові й інвестиційні компанії, які пропонують емітовані цінні папери своїм клієнтам. Тобто андеррайтинг розглядається також як гарантована підписка. При чому така підписка може бути як “*при відчинених дверях*”, тобто, коли щодо неї робиться повідомлення в офіційних друкованих органах, так і “*за зачиненими дверима*”. Андеррайтери виконують важливу роль при випуску і розміщенні цінних паперів. Зазвичай андеррайтер бере на себе ризик компанії — емітента, пов’язаний з можливістю того, що не всі випущені папери будуть розпродані. Отже, він грає роль організатора випуску цінних паперів. На додаток до цього андеррайтер бере участь у визначенні умов випуску на основі вивчення ринкової ситуації і потреб індивідуальних інвесторів, а також проводить від імені емітента діяльність з розміщення цінних паперів. Взагалі основним андеррайтером виступають банки, які можуть надавати десятки інвестиційних послуг, більшість з яких не відносяться до фінансових (послуги зберігання, заміни та ін.).

**Послуги брокерів і дилерів.** Брокери і дилери покликані оптимізувати операції купівлі-продажу цінних паперів між інвесторами. *Брокер* займає положення посередника між покупцем і продавцем цінних паперів і сам не бере участь в операції. Він приймає доручення від клієнта і сприяє укладенню угоди, передаючи це доручення на фондову біржу або підшуковуючи іншого відповідного клієнта-контрагента, отримуючи за це винагороду у вигляді комісійних. *Дилер* володіє певним запасом біржового активу і бере участь в операції само-

стійно як одна із сторін. Він за свій рахунок купує товар, пропонований інвестором до продажу, в нашому випадку — цінні папери, і продає їх інвесторам, які бажають їх купити. Тобто, брокер зводить між собою доручення на купівлю і доручення на продаж різних інвесторів, а дилер шляхом використання власних запасів регулює попит і пропозицію між інвесторами, чим забезпечується ліквідність цінних паперів.

### **Інвестиційні фонди і компанії та їх послуги (світовий досвід)**

Для випуску цінних паперів, виплати відсотків і дивідендів, погашення зобов'язань тощо необхідно проведення різної роботи, пов'язаної з діловодством та ін. Такі послуги в США, Японії, Німеччині, Франції, Швейцарії та інших розвинених країнах, зазвичай, надають фінансові інститути і до таких послуг відносяться, наприклад, виплата номіналу і відсотків за облігаціями, приймання грошових надходжень за покупку акцій, виплата дивідендів за акціями, приймання вимог на конверсію конвертованих облігацій і вимог на виконання права підписки на нові акції за облігаціями з варантами та ін. Окрім цього важливу роль відіграють компанії, що займаються інформаційним обслуговуванням інвестиційної діяльності. До них відносяться рейтингові агентства, а також фондові аналітики.

На сучасних інвестиційних ринках функціонують і надають послуги фондові біржі і різноманітні інвестиційні компанії і фонди. Інвестиційні компанії продають акції інвесторам і дохід від їх продажу інвестують у диверсифікований портфель цінних паперів. Кожній проданій акції відповідає визначена частка вартості портфеля. Інвестиційна компанія може обмежуватися інвестиціями в якийсь визначений вид активів — звичайні або привілейовані акції, державні або корпоративні облігації, або інструменти грошового ринку. Інвестиційні стратегії, які вибираються інвестиційними компаніями, можуть бути як високоризикові активні стратегії, так і пасивні стратегії з малим рівнем ризику. Купуючи акції в інвестиційній компанії, а не на ринку, індивідуальний інвестор отримує деякі переваги, до яких відносяться:

1. Маючи в своєму розпорядженні навіть обмежені кошти, інвестор отримує можливість їх диверсифікованого інвестування. наприклад, купуючи цінні папери в інвестиційній компанії, інвестор за 1 тис. гр. од. може придбати частку в добре диверсифікованому портфелі звичайних акцій і облігацій.

2. Інвестор отримує послуги професійних інвестиційних (фінансових) менеджерів за меншу платню, ніж при зверненні до них безпосередньо. Більше того, багато фінансових компаній не обслуговують клієнтів, які інвестують суму, менше ними зазначеної (наприклад, 100 тис. або 1 млн грн. од.). Водночас, в інвестиційній компанії інвестор, навпроти, може отримати кваліфіковане обслуговування, купуючи, наприклад, одну акцію.

3. Інвестиційні компанії пропонують більш зручний і дешевий спосіб інвестування. Наприклад, купівля або продаж цінного паперу може розглядатися як операція з частиною всього портфеля компанії.

Інвестор, який бажає придбати на ринку портфель цінних паперів аналогічної структури безпосередньо на ринку, не тільки повинен витрачати час на здійснення угоди (угод), а й понести значні операційні витрати. Водночас, придбати частку портфеля компанії можна за допомогою брокера. Окрім того інвестиційні компанії за дорученням (або за угодою) можуть вести бухгалтерський облік усіх угод з цінними паперами або з іншими фінансовими активами.

Існують такі типи інвестиційних компаній і фондів: відкриті фонди, закриті фонди; пайові трасти, хеджеві фонди, нейтральні фонди, індексні фонди.

### ***Відкриті інвестиційні фонди ринку інвестиційних послуг.***

*Відкритий фонд (open-end fund)* частіше називають *взаємним фондом (mutual fund)*. Фонд продає постійно свої акції всім бажаючим і зобов'язується викупувати їх у акціонерів, які повертають фонду його акції за ціною, яка відповідає ринковій вартості визначеної частки портфеля фонду. Вартість акції взаємного фонду визначається, виходячи з питомої вартості чистих активів компанії, тобто вартості у розрахунку на одну акцію (*net asset value – (NAS) per share*).

$$\begin{array}{l} \text{Вартість чистих активів} \\ \text{у розрахунку} \\ \text{на одну акцію} \end{array} = \frac{\text{Ринкова вартість активів} - \text{Вартість зобов'язань}}{\text{Кількість акцій фонду в обороті на ринку}}. \quad (10.11)$$

**Приклад.** Припустимо, що взаємний фонд з 15 млн акцій в обороті володіє портфелем, ринкова вартість якого дорівнює 300 млн грн. од., а його зобов'язання становлять 30 млн грн. од. Тоді вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію становитиме:  $(300 \text{ млн} - 30 \text{ млн}) / 15 \text{ млн} = 18 \text{ грн. од.}$

Акції взаємного фонду пропонуються самим фондом або брокером від його імені. Вони оцінюються на основі двостороннього коти-



рування цін купівлі-продажу. *Ціна пропозиції (offer price)* — це ціна продажу акції. Вона дорівнює вартості чистих активів компанії в розрахунку на одну акцію + (додати) торговельну націнку, яка призначається фондом. Така націнка називається “*навантаженням*”, або надбавкою до ринкової ціни. Відповідно розрізняють інвестиційний фонд “*з навантаженням*” та інвестиційний фонд “*без навантаження*”. *Інвестиційний фонд з навантаженням (load fund)* — це взаємний фонд, акції якого продаються із сплатою торговельної націнки (навантаженням), яка, зазвичай, становить до 8,5 % для малих сум інвестування, наприклад, менше 500 тис. гр. од. Взаємний фонд, який не стягує націнки за продаж акцій, називається *інвестиційним фондом “без навантаження” (not-load fund)*. Дані фонди конкурують з фондами “з навантаженням”, апелюючи до інвесторів, які не бажають сплачувати націнку при купівлі акцій. У зв'язку з чим в США, на сьогодні, більшість інвестиційних фондів — це фонди без навантаження. Деякі фонди вибирають стратегію “*малих навантажень*”, встановлюючи для інвесторів невисокі торговельні націнки — від 3,0 до 3,5 %. Для фондів “без навантаження” ціна продажу акції дорівнює вартості чистих активів компанії (фонду) на одну акцію. Якщо фонд не стягує націнку за продаж акцій, то він, зазвичай, вимагає додаткову платню за викуп (погашення) акцій у інвестора. Такі фонди називаються фондами “*з платою за вихід*” (*back-end load fund*) і в цьому випадку плата може становити від 4 до 6 %. Деякі фонди такого типу можуть призначати відносно високу платню, якщо акції гасяться протягом короткого терміну після їх купівлі (наприклад до року), і поступово платню зменшують із збільшенням строку володіння інвесторами акції фонду. Формально це навантаження називають *умовно відстроченими витратами*.

Існують інвестиційні фонди, які не стягують комісійних (націнок, або навантажень) ні при купівлі, ні при продажу акцій, але які відраховують кожний рік відповідний відсоток (у середньому від 1,25 % на рік) від щоденної операції фонду для покриття торговельних витрат. У США такі фонди повинні бути офіційно затверджені Комісією з цінних паперів і біржам, вони можуть мати два класи акцій — А і Б. Для першого класу акцій комісія при продажу складає приблизно 3,0 %, для другого класу нараховується комісійний збір при погашенні, величина якого залежить від строку володіння інвесторами акціями фонду. Інвестори, які розраховують погасити акції в короткий термін, віддають перевагу акціям класу А, а які бажають тримати акції

довгий строк — класу Б. Загальна вартість активів обох видів фондів вимірюється трільйонами американських доларів.

За обсягом активів компанії, які управляються фондами, ідуть одразу за комерційними банками, майже однаково із страховими компаніями і попереду ощадних організацій і кредитних спілок. Однією з причин бурхливого зростання інвестиційних фондів у США є використання їх акцій як засобу інвестування за пенсійними схемами із встановленими внесками.

### ***Закриті інвестиційні фонди ринку інвестиційних послуг.***

Відмінно від відкритих фондів закриті інвестиційні фонди емітують і продають акції, як і інші фінансові компанії, але зворотного їх викупу не роблять. Акції даних фондів або продаються на великих біржах, або на позабіржовому ринку. Брокерські комісійні інвестор сплачує як при купівлі, так і при продажу акцій. Ціна акції такого фонду визначається попиту і пропозицією, тому вона може бути або нижчою, або вищою вартості чистих активів компанії.

Акції, які продані за ціною нижчою вартості чистих активів (NAV), називаються “дисконтними”, а за ціною вищою — “преміальними”. Незважаючи на те, що відхилення ціни акції від вартості чистих активів компанії на одну акцію достатньо хаотичне, наявність премії або дисконту можна пояснити таким чином. Так, наприклад, ціна акції може бути нижчою чистої вартості активів на одну акцію із-за значних податків на прирощення капіталу, яке веде до зростання вартості чистих активів. Так як інвестор зорієнтований на дохід після сплати податків, то реальна ціна акцій може бути нижче чистої вартості активів. Ціна акції може бути також вище чистої вартості активів на одну акцію, якщо фонд отримав доступ до дешевих активів інших країн, інформація про які малодоступна для рядових інвесторів та інвесторів з невеликим капіталом. Таким прикладом можуть слугувати іспанські і корейські фонди. Для закритих фондів властиво перекласти витрати, пов’язані з андеррайтингом і розміщенням акцій, на первинних інвесторів. Тоді виручка управляючих фондів буде дорівнювати: від повної суми проданих акцій відняти всі витрати з їх випуску. Високі комісійні є добрим стимулом для інвестиційних брокерів.

Різновидом закритих фондів є *фонди з фіксованим строком життя*. Такі фонди називаються *строковими трастами (term trust)*. Строковий траст інвестує свій капітал в облігації, строк погашення яких пов’язаний, але не обов’язково співпадає з життям самого трас-

ту, так як строк життя встановлюється при його утворенні. Мета таких фондів полягає у поверненні інвесторам його початкових інвестицій — початкової ціни проданих акцій (наприклад 10,0 гр. од.) — і виплати фонду, які забезпечують дохідність для інвестора, вище тієї дохідності, що дають, наприклад, цінні папери Державного казначейства із строком погашення, який співпадає із строком життя фонду. Насправді строкові трасти вважаються “синтетичними облигаціями”, дохідність яких за період до погашення залежить від ефективності фінансового управління. Суть управління такими фондами полягає у досягненні відповідної інвестиційної мети, тобто виплати інвестору у визначений день зазначеної суми за інвестований капітал (початкову ціну акції фонду). Тому стратегія управління таким строковим фондом будується з врахуванням наявності такого зобов’язання, що робить її відмінною від стратегії управління відкритим фондом, який не має фіксованих зобов’язань.

**Пайові трасти інвестиційного ринку.** *Пайові трасти (unit trust)* схожі на закриті фонди тим, що емітують фіксовану кількість паїв, які називаються пайовими сертифікатами (*unit certificates*). Як і акції відкритого фонду, вони продаються і викупаються тільки самим фондом. Зазвичай пайові трасти інвестують свої кошти в облигації, але від закритих фондів і взаємних фондів, які теж спеціалізуються на інвестиціях в облигації, відрізняються рядом особливостей. 1. За облигаціями з портфеля пайового трасту не здійснюються активні торги, так як траст утворюється спонсором (зазвичай брокерською фірмою або основним передплатником облигації), а потім кошти передаються в траст — у довірче управління. При цьому всі облигації до їх погашення емітентом тримає попечитель трасту, який може продати облигації з портфеля трасту тільки у випадку значного зменшення їх кредитного рейтингу. Це означає, що витрати управління пайовими трастами значно менші, ніж витрати управління взаємними або закритими фондами. 2. У пайових трастів, звичайно, є фіксований строк життя, якого (за винятком строкових фондів) немає ні у взаємних, ні у закритих фондів. 3. На відміну від інвесторів взаємних і відкритих фондів інвестор пайового трасту знає, що портфель фонду складається із достатньо визначеного набору облигацій, і вони не бояться, що управляючий фондом може його поміняти. Всі пайові трасти стягують комісійні за початковий продаж паїв, але трасти, які утворюються деякими організаціями, комісійних за продаж паїв не стягують.

Так як пайові трасти не потребують активного управління в подальшому, у даному розділі будуть розглянуті лише відкриті (взаємні) і закриті фонди.

**Портфельні угоди.** До річних операційних витрат фондів не входять витрати, пов'язані з купівлею або продажем цінних паперів при реалізації інвестиційної (портфельної) стратегії фонду. Для отримання уявлення щодо активності портфельних угод, фонд повідомляє інвесторам величину *коефіцієнта оборотності портфеля* (*portfolio turnover rate*) за рік, який обчислюється таким чином:

$$K_{\text{об. портфеля}} = \frac{\text{Менше з чисел купівлі і продажів}}{\text{Середня величина портфеля за рік}}. \quad (10.12)$$

Тобто, коефіцієнт оборотності портфеля залежить від інвестиційної стратегії фонду, і для різних фондів він різний. Більш високе його значення — для активних стратегій. При пасивному управлінні частота угод невелика, і тому значення даного коефіцієнта може бути невисоким.

### Цілі і політика фондів

При створенні фонду для потенційних інвесторів випускається проспект, який повинен містити опис інвестиційних цілей, яким слідує менеджер фонду, а також опис інвестиційної політики, якій він дотримується. Інвестиційні цілі можна змінювати лише тоді, коли це підтримує більшість акціонерів фонду. Принципи інвестиційної політики впроваджуються у конкретних інвестиційних стратегіях і, зокрема, у виборі відповідних класів активів, в які інвестуються кошти фонду. Це можуть бути акції відповідних емітентів, державні або корпоративні облігації та ін.

**1. Фонди, які інвестують в акції.** Існують фонди, які інвестують кошти тільки в акції, або тільки в облігації. Але навіть тоді, коли фонди інвестують кошти в один клас активів, їх цілі можуть суттєво відрізнятись. Для фондів, які емітують кошти тільки в акції, метою може бути стійкий дохід, або прирощення капіталу, або різні комбінації зростання і доходу. Деякі фонди обмежуються інвестуванням коштів тільки в акції відповідної галузі. У цьому випадку задачею для менеджера є вибір найбільш підходящих акцій і часу для інвестування. Тому менеджер повинен добре розбиратися у специфіці вибраної для інвестування галузі. Деякі фонди беруть участь у перспективних і багатообіцяючих розробках і дослідницьких проектах у

високотехнологічних сферах, таких як електроніка, біотехнології, телекомунікації та ін. Деякі фонди обмежуються інвестуванням у малі фірми (див. венчурне фінансування), інші — у зарубіжні цінні папери. Для інвесторів, які бажають максимально диверсифікувати свій портфель, існують так звані “*індексні фонди*”, які формують портфель, що дублює структуру фондових індексів.

**2. Фонди, які інвестують кошти в облігації.** У фондів, які спеціалізуються на інвестуванні коштів в облігації, є широкий набір інвестиційних цілей. Фонди державних облігацій інвестують кошти тільки в державні облігації, які приносять невеликий дохід за малим ризиком. Існують фонди, які працюють тільки з корпоративними облігаціями, і цілі таких фондів відрізняються від цілей фондів державних облігацій. Одні фонди інвестують кошти тільки в облігації з високим рейтингом, інші, навпроти, у сміттєві облігації з низьким рейтингом (*junk bonds*). Існують фонди, які інвестують кошти виключно в цінні папери, що конвертуються, в цінні папери, що забезпечені пулом, іпотек, або в облігації органів самоврядування.

**3. Фонди грошового ринку.** Взаємні фонди грошового ринку інвестують кошти в інструменти грошового ринку. Існують наступні типи таких фондів: 1) *загальні фонди грошового ринку*, які вкладають кошти в казначейські векселі, короткострокові цінні папери центральних органів влади, комерційні папери і депозитні сертифікати, які обертаються на фінансовому ринку; 2) *короткострокові фонди державних облігацій*, які вкладають кошти тільки в казначейські векселі або в цінні папери центральних органів влади; 3) *короткострокові фонди органів самоврядування*.

**4. Збалансовані фонди.** Збалансовані фонди (*lanced funds*) інвестують кошти як в акції, так і в облігації. У випадках існування обмежень на обсяги коштів, які інвестуються у даний клас активів, рішенням є перемішування різних класів активів. Така збалансована стратегія веде до підвищення якості інвестиційного управління.

**5. Сімейство фондів.** Сімейство фондів являє собою групу, або комплекс фондів — множину фондів з різними інвестиційними цілями, які управляються однією компанією (*компанією з управління активами — КУА*). У більшості випадків інвестори можуть переводити свої активи з одних фондів в інші в середині сімейства з малими або нульовими витратами. Відносно торговельних навантажень та інших витрат сімейства можуть дотримуватися однакової політики, але

управляюча компанія може стягувати з фондів, які нею управляються, різну винагороду.

**Фінансові консультанти.** Фінансові консультанти, або інвестиційні менеджери є, зазвичай, підрозділами брокерських фірм, страхових компаній, банків або фірм з управління інвестиціями. Такий консультант, зазвичай, управляє не одним фондом, а їх сімейством. Індустрія взаємних фондів у розвинених країнах (США, Японії та ін.) дуже монополізована. Так, у США майже 50 % активів усіх взаємних фондів приходить на одне з 10 сімейств фондів. Для роботи з фондами, як правило залучаються страхові компанії і банки.

**Послуги з управління інвестиційними компаніями.** У першу чергу, це є управління інвестиційним портфелем. Так як у кожного фонду є свої інвестиційні цілі і політика, очевидно, що єдиної універсальної портфельної стратегії для всіх управляючих фондами не існує. Одні вибирають активні стратегії з використанням акцій, інші — пасивні з використанням облігацій, або комбінацію активних і пасивних стратегій. Управляючий фондом, насамперед, повинен дотримуватися вказівок, записаних у проспекті. Одні фонди мають суттєві обмеження, інші — менші. Тому необхідний постійний моніторинг відповідності портфеля фонду умовам проспекту.

Управління відкритими і закритими фондами за однаковими цілями і політикою може бути різним, якщо мова йде щодо ліквідності портфеля фонду. Нагадаємо, що тримачі акцій відкритого фонду можуть у будь-який момент їх продати (повернути) фонду. Інвестори закритих фондів такої можливості не мають. Тому менеджер відкритого фонду повинен бути напоготові у будь-який час реалізувати (продати) частину активів фонду для покриття витрат на викуп акцій. Менеджери закритих фондів з такими проблемами не стикаються. Усі управляючі фондів спрямовують свої зусилля на мінімізацію операційних витрат фонду. Але високі операційні витрати не обов'язково означають погане управління. Високі витрати можуть бути пов'язані з вибраною стратегією. Загальна оцінка діяльності фонду може бути отримана шляхом порівняння його результатів з іншими фондами з однаковими цілями і політикою. Ефективність управління фондом відображується у реалізованій річній повній діяльності з врахуванням усіх операційних витрат, включаючи витрати, які пов'язані з портфельними знижками купівлі-продажу портфельних активів при зміні його структури або забезпечення ліквідності.

## Хедж-фонди

**Поняття “хедж-фонд”.** Реєстрація першого хедж-фонду у 1949 р. приписується американському соціологу Альфреду Джонсу. Однак, скоріше за все, виникнення і використання інструменту хеджування пов'язано з торгівельною і банківською сферами. Застосування методів збалансованого управління фондами в банківській сфері слугує, в першу чергу, вирішенню проблеми ризику. Те саме можна сказати і про інвестиційні та інші фонди.

Як і інші корпорації, банки випускають в обіг звичайні і привілейовані акції. Так само як і інші компанії та корпорації, банки формують інвестиційний портфель, що складається з державних і приватних процентних цінних паперів (корпоративних облігацій і векселів, а також визначених законодавством акцій), що купуються на відкритому ринку (*S*). Крім цінних паперів у банківській справі до активів балансу відносять: готівку в сховищі і депозити в інших депозитних установах (*C*), кредити та фінансування оренди, пропонувані споживачем (*L*), і другорядні активи. Пасиви розпадаються на дві найважливіші категорії — депозити, що належать різним споживачам (*D*), і недепозитне запозичення на ринках грошей і капіталу (*NDB*). Акціонерний капітал банку — це довгострокові кошти, які власники вклали в банк (*EC*). Баланс банку записується формулою:

$$\text{Активи} = \text{Пасиви} + \text{Акціонерний капітал}, \quad (10.17)$$

або

$$C + S + L + MA = D + NDB + EC. \quad (10.18)$$

Готівка (*C*) як актив необхідна для задоволення потреб банку в ліквідних коштах. Капіталовкладення в цінні папери (*S*) є резервним джерелом ліквідності й одним із джерел доходу. Кредити (*L*) надаються, головним чином, з метою отримання доходу, а другорядні активи (*MA*), зазвичай, фіксовані активи, що належать банку (будівля та обладнання), і інвестиції в дочірні підприємства банку. Депозити слугують основним джерелом фінансування банку, недепозитне запозичення (*NDB*) — доповнення до депозитів і засіб підвищення ліквідності, коли вона не повністю забезпечується готівкою та цінними паперами. Акціонерний капітал (*EC*) утворює довгостроковий і порівняно стабільний фінансовий фундамент, на якому банк розвивається і за допомогою якого покриває будь-які непередбачені збитки. Тобто фінансовий портфель банку складається з набору фінансових

інструментів, якими необхідно управляти, щоб даний портфель був збалансованим.

Серед усіх видів ризиків, з якими стикаються банки, найбільше уваги приділяється ризику процентних ставок, оскільки зміна рівня процентних ставок може негативно впливати на доходи і вартість банківських активів, пасивів і капіталу. Зміни рівня процентних ставок на ринку можуть нанести втрату прибутковості банку, збільшуючи його витрати фінансування, зменшуючи надходження за активами, скорочуючи вартість інвестицій акціонерів (чисту власність або власний капітал). В умовах коливань відсоткових ставок банкіри змушені діяти у зовсім новому і більш непередбачуваному середовищі. Тому широке розповсюдження в банківській сфері отримало хеджування ризиків шляхом включення до свого інвестиційного портфеля різних за прибутковістю та строками погашення цінних паперів та інших фінансових інструментів, управління даним портфелем шляхом заміни фінансових інструментів, які втратили ефективність, на більш прибуткові з урахуванням пільг з оподаткування (наприклад, методом податкового свопу).

В інвестиційній діяльності хедж-фонд — це приватний фонд, який управляє коштами інвесторів, найчастіше юридичних осіб та найбільш забезпечених фізичних осіб, зі значно вільним вибором методів управління, спрямованих на зниження податкових витрат (податкового тягаря) та регулювання фондового ринку. Хедж-фонди відрізняються від взаємних фондів за деякими напрямками діяльності. Відкриті фонди підлягають строгому регулюванню і від них вимагається обов'язкова реєстрація в Комісіях з цінних паперів і біржам і вони відкриті для всіх інвесторів. Водночас, хедж-фонд — це приватний незареєстрований інвестиційний пул, який відкритий для обмеженої кількості акредитованих інвесторів.

*Акредитований інвестор* — окрема особа, яка має власний капітал не менше ніж 1 млн дол., або дохід більший ніж 200 тис. дол. щорічно протягом 2-х останніх років за умовами обґрунтованих припущень, що такий дохід буде і наприкінці поточного року. Акредитований інституційний інвестор (у США) — це такий інститут, який має власний капітал у розмірі не менше ніж 5 млн дол. Хедж-фонди можуть обмежити кількість своїх учасників 99 особами. Але нові типи фондів можуть мати до 500 “супер” акредитованих інвесторів (окремих людей або сімейних груп, які мають власний капітал не менше ніж 5 млн дол.). Інші акредитовані інвестори — це інститути з власним



капіталом у 25 млн дол., які мають “кваліфікованих співробітників” рівня консультанта з інвестицій. Інвестори хедж-фонду значно заможніші, ніж інвестори взаємного фонду і характеризуються значною широтою при виборі інвестиційної стратегії, мають невеликі обмеження для реалізації даних стратегій у життя.

Хедж-фонд — це дуже гнучка інвестиційна структура, яка може використовувати такі фінансові інструменти, які завжди доступні для взаємного фонду. Але наряду з позитивним, для таких фондів відповідно вищі ризики.

**Форми хедж-фондів.** Дані фонди мають особливий статус щодо своєї діяльності. Тобто хедж-фонди — це юридичні особи, які досконало вивчили фінансове законодавство і які формують свою роботу, насамперед, відповідно до цього права. Так, більше 50 % усіх хедж-фондів у світі зареєстровані на території США і відповідно до законодавства США. Решта хедж-фондів, у своїй більшості, зареєстровані в офшорних фінансових центрах, таких як: Вірджинські острови, Кайманові острови, Бермудські острови, Багамські острови. Особливості реєстрації хедж-фонду наведені у табл. 10.4.

За існуючим у США законодавством така юридична форма, як хедж-фонд, відсутня. Щоб уникнути потрапляння під дію законів про цінні папери, про трастове управління, про інвестиційну компанію, інвестиційні керуючі вміло використовують особливу юрисдикцію компанії.

Наприклад: 1) законом про цінні папери США проводиться тільки приватне, а не публічне розміщення цінних паперів. Покупцями даних цінних паперів у більшості випадків виступають інституційні інвестори. Реєстрація цінних паперів та проспект емісії не проводиться; 2) законом про трастове управління отримання доходу від контрактів з довірчого управління активами забороняється. Хедж-фонд не виступає як трастова компанія. Якщо протягом року компанія за-

Таблиця 10.4

**Особливості реєстрації хедж-фонду**

Місце реєстрації	Форма компанії	Інвестори	Форма інвестування
США	Лімітоване партнерство	Які мешкають в США	Лімітоване партнерство
Офшорні зони	Акціонерна компанія	Які мешкають не в США	Купівля акцій фонду

лучила в якості клієнтів менше 15 юридичних осіб, то відсутня необхідність реєстрації в Комісії з цінних паперів, у результаті чого стає можливим отримання доходу за довірчими контрактами. Хедж-фонд у результаті даної операції отримує один відсоток на суму керованих активів в якості комісійних і двадцять відсотків комісійного доходу; 3) для того, щоб фонд не підлягав реєстрації як інвестиційна компанія, повинні бути дотримані такі умови: а) кількість інвесторів не повинна перевищувати 100; б) не повинна проводитися підписка на акції. Необхідно відзначити, що після зміни в США у 1996 р. законодавства з приводу *qualified purchasers*, кількість інвесторів за позицією (а) було збільшено до 500, що дало можливість фондам отримати більшу свободу в торгівлі цінними паперами. Наприклад, фонд Сороса отримав більше 10 млрд дол. у довірчє управління.

**Типи управління капіталом хедж-фондів.** Типи управління капіталом хедж-фонду такі: фонди “Глобал-макро”; “Арбітраж деривативів”; “Небезпечні акції”; “Ринків, які розвиваються”; “Ринкові орієнтири”; “Нейтральні орієнтири”; “Довгі позиції”; “Облігаційні”, інші фонди (Джерело “Хедж-фанд Ресачи”).

Фонди “Глобал-макро” — є найчисленнішими за кількістю та обсягом керованого капіталу. Дані фонди працюють за принципом “*bottom up*” (по конкретних акціях). Макро-фонди працюють за принципом макроекономічних коливань акцій, валюти, відсотків, політичних і економічних змін. Зазвичай, в управлінні даних типів фондів знаходиться не менше 500 млн дол. на один фонд, що значно перевищує суми капіталів, що знаходяться в управлінні інших типів хедж-фондів. Найбільш відомі хедж-фонди даного типу — це “Джага фонд”, “Квантум” та ін. Хедж-фонди хедж типу — це типові фонди, які будують свою роботу за класичною схемою, граючи на короткій і довгій позиціях за акціями. Відносяться до нейтральних ринкових фондів. Основним видом управління активами такого типу фондів є арбітражні угоди, що дають можливість уникати ризиків, пов’язаних з котируванням валют, які засновані на використанні арбітражної стратегії управління фінансовими похідними і базовими активами. У зв’язку з появою більш привабливих хедж-фондів кількість фондів такого типу зменшується. Фонди “Небезпечні акції” — це тип фондів, в якому за керованих активів тримають акції підприємств, що проходять процедуру банкрутства, а також вже збанкрутілих, або підприємств, які скоріш за все збанкрутують у найближчому майбутньому. “Фонди ринків, які розвиваються” складають найбільшу кількість за-

гального числа хедж-фондів і в якості керованого капіталу є акції нових ринків, що розвиваються. Фонди “*Ринкові орієнтири*”. В основі діяльності лежить робота з ринковими індикаторами на певному ринку. Фонди “*Довгі позиції*” — це тип фондів, які в основу своєї роботи ставлять здатність вибору потрібного емітента. Фонди “*Облігаційні*” — це особливий вид фондів, що інвестують тільки в облігації. “*Фонд фондів*” — це тип фондів, що пропонує інвестування в акції хедж-фондів. Зміст даного управління полягає у можливості диверсифікації інвестицій шляхом інвестування в різні типи хедж-фондів. Однак їх істотним недоліком є подвійне оподаткування доходів.

**Критерії оцінки хедж-фондів.** Загальна оцінка діяльності хедж-фонду проводиться на основі аналізу керуючого складу портфеля фонду, типу та стилю управління активами фонду. Для такої оцінки, зазвичай, аналізують наступні критерії: а) критерії оцінки на основі контролю управління: базові активи та дохід, рівень диверсифікації, очікувані доходи залежно від коливань валютного курсу, якість застосування ефекту левериджу; б) критерії оцінки залежно від типу управління: досвід і стиль роботи команди керуючих фонду, тип процесів прийняття рішень, якість та прозорість взаємовідносин у фонді; в) критерії оцінки залежно від персональних ризиків: сильні та слабкі сторони керуючих хедж-фондів, структура управління в хедж-фонді та відповідні керуючі, здатність керуючих і можливість управління, відповідність ринковій інфраструктурі, розміри і можливість зростання хедж-фонду, інші особливості та персональні характеристики керуючих.

### **Інвестиційні стратегії хедж-фондів**

1. **Стратегії національного хеджування.** Серед менеджерів фондів, які займаються хеджуванням у межах внутрішнього ринку, використовуються два основних види інвестування: а) вартість; б) зростання. Часові інвестиційні горизонти переважно носять короткостроковий характер, а інвестиційні портфелі, зазвичай, складаються з відносно невеликої кількості позицій. Управляючі фондів вибирають **довгі позиції** за допомогою фундаментального, кількісного або технічного аналізу. Розподіл коштів між активами здійснюється на основі доходів незалежно від відносного значення індексних ваг. Кандидата на **короткі позиції** вибирають за допомогою тих самих дослідницьких методів, але з більш детальною увагою до визна-

чення потенційних подій, які можуть сприяти переоцінюванню фінансового активу.

**2. Стратегія глобального хеджування.** Управляючі глобальних хедж-фондів спеціалізуються на визначених географічних регіонах. Зони географічної спеціалізації містять в собі: світовий, міжнародний (неамериканський) ринки; ринки, що розвиваються, а також такі регіони, як Європа, Азія, Африка, або окремі країни: Японія, Росія, Китай. Менеджери, які використовують глобальний принцип, опираються у своїй діяльності як на глобальний погляд на світові ринки, так і на вміння вибирати окремі цінні папери для отримання доходу від невідповідності в ціноутворенні (недооцінені цінні папери).

**3. Глобальні макростратегії.** Стратегія менеджерів макророндів ґрунтується на змінах у світовій економіці. Менеджери, які займаються макроекономічним хеджуванням, спекують на змінах в економічній політиці різних країн, змінах у рівні валютних курсів і відсоткових ставок за допомогою похідних фінансових інструментів і непропорційної залежності між чинниками (арбітражні операції). Інвестиційні портфелі показують тенденцію до концентрації на невеликій кількості інвестиційних позицій. Такі інвестиції часто спеціально планують, щоб скористуватися перевагами штучної незбалансованості на ринку, яка виникає внаслідок діяльності Центробанків країн.

**4. Нейтральні ринкові стратегії (НРС).** НРС використовуються для усунення ринкового ризику за допомогою встановленого балансу між довгими і короткими позиціями. Можливість виникнення ринкового ризику скорочується завдяки тому, що прибутки і збитки за короткими і довгими позиціями, які виникають через коливання ринку, зазвичай, гасять одна одну. Якщо довгі позиції недооцінені, а короткі переоцінені, то в результаті корекції ринку, який побачив неправильність своєї теперішньої оцінки, будуть утворюватися прибутки.

**5. Секторна стратегія.** Секторні фонди інвестують в короткі і довгі позиції у визначених секторах економіки. Приклади такої галузевої спеціалізації — високотехнологічні компанії, фінансові інститути, медицина, підприємства комунальної сфери, установи по роботі з нерухомістю і енергетичні компанії. Управляючі формують інвестиційний портфель з коротких і довгих позицій на основі інтенсивних досліджень ринку.

6. **Стратегія коротких продаж.** Дана стратегія заснована на продажу тих цінних паперів, які мають підвищену ціну з точки зору фундаментального або технічного аналізу. Інвестор не володіє проданими акціями, а замість цього бере їх в борг у брокера в очікуванні того, що ціна акцій впаде і дані акції можна купити пізніше за низькою ціною для покриття (повернення) тих паперів, які були взяті для цього в борг у брокера. Продавці коротких позицій, зазвичай, концентрують увагу на ситуаціях, по відношенню до яких вони вірять, що ціни цінних паперів засновані на нереалістичному очікуванні.

7. **Арбітраж на паперах з фіксованою дохідністю.** Дана стратегія містить у собі заняття коротких і довгих позицій на ринку облігацій в очікуванні того, що спреди дохідності між ними повернуться до своїх характерних рівнів. Завдяки об'єднанню даних позицій, такі позиції схожі одна на одну за відсотками і строку обороту, але відрізняються своїми цінами. Ризик коливається залежно від рівня левелю, який використовується, і видів угод.

8. **Індексний арбітраж.** Має на увазі купівлі і продажі “кошику” акцій або інших цінних паперів, а також заняття зустрічних позицій за індексними ф'ючерсними контрактами для того, щоб вловити різницю, яка виникає у зв'язку з неефективністю ринку. Даний процес хеджування відомий ще, як “*програмна торгівля*”.

9. **Арбітраж за взразом фонду закритого типу.** У даному випадку так само, як і при арбітражу на індекси цінних паперів, управляючий фонду купує або продає кошик цінних паперів, який дублює вкладення взаємного фонду закритого типу. Менеджер визначає тільки ті інвестиційні фонди закритого типу, акції яких продаються за ціною, що суттєво відрізняється від чистої вартості їх активів.

10. **Конвертаційний арбітраж.** Менеджер фонду одночасно займає довгі позиції за паперами, які конвертуються, і короткі позиції за акціями того самого емітента, які лежать в основі обміну, тим самим використовуючи *спред* між цінами двох видів цінних паперів. Доходи утворюються у результаті наближення вартості двох цінних паперів.

11. **Інвестування залежно від подій.** Дана інвестиційна стратегія використовує для пошуку прибутку у результаті цінового дисбалансу або відхилень. До таких стратегій відноситься також ризикований арбітраж, використання цінних паперів, які попали у важку ситуацію, та інші спеціальні випадки.

12. **Ризикований арбітраж.** Управляючий фондом займає довгу позицію за акціями компанії, яка поглинається при злитті, викуплена з використанням запозичених коштів, або поглинена через купівлю контрольного пакету акцій, і водночас займають коротку позицію за цінними паперами фірми, яка поглинає. Якщо поглинання буде невдалим, дана стратегія може призвести до великих збитків, так як ціни акцій цільової компанії, ймовірно, повернуться до попереднього рівня.

13. **Використання цінних паперів компаній, які знаходяться у скрутному становищі.** За даною стратегією управляючі фондів, інколи “венчурні капіталісти”, зазвичай інвестують у цінні папери компанії, що знаходяться у ситуації банкрутства або реорганізації. Менеджери схильні концентрувати увагу на компаніях, які мають скоріше фінансові, ніж управліючі труднощі.

14. **Спеціальні ситуації.** Управляючі фондів, які цікавляться спеціальними ситуаціями, роблять спробу скористуватися перевагами незвичайних ситуацій, які пов’язані з існуючим обсягом акціонерного капіталу або заборгованістю визначеної фірми. Вони мають концентрувати свою увагу на таких сферах, як цінні папери компанії, що знаходяться у скрутному становищі, припускаємого злиття або появою поганих чуток, які можуть призвести до тимчасового падіння цін на акції або облігації компанії.

#### 10.4. Фінансові послуги фондового ринку

**Послуги з відкриття рахунків. Види рахунків.** Для відкриття рахунка брокер просить клієнта заповнити ряд документів, за допомогою яких встановлюються правові рамки відносин між клієнтом і брокерською конторою. Клієнт заповнює і підписує картку, яка засвідчує його підпис, і картку зі своїми даними. Біржовий брокер повинен мати також уявлення щодо фінансового стану клієнта, щоб правильно оцінити його інвестиційні цілі і можливості сплачувати купівлю цінних паперів. З інформацією особистого характеру брокер повинен отримати приписи про способи передачі цінних паперів та їх зберігання. Якщо клієнт хоче вести угоди в кредит, то для нього відкривається **маржинальний рахунок**. Якщо клієнт є довіреною особою або душеприкажчиком, або ж він є юридичною особою (корпорацією), то для відкриття рахунка потрібні додаткові документи.

Інвестори можуть відкривати рахунки у кількох брокерських компаніях. У біржового брокера можна відкрити різні рахунки, найбільш поширеними з яких є: 1. *Окремий і спільний рахунки*. Рахунок, відкритий у брокерській конторі, може бути окремим або спільним. Наприклад, останній може бути відкритий подружжям або одним із батьків і його дитиною. Рахунок неповнолітнього (особи до 18 років) відноситься до опікунських рахунків і відкривається за умови, що батько або опікун буде брати участь у будь-якій угоді. Рахунки можуть розрізнятися за прізвищем власника і за привласненим їм номером. 2. *Касовий і маржинальний рахунки*. Касовий рахунок — це рахунок у брокерській фірмі, за яким клієнт може розраховуватися за проведених операціях лише готівкою. Маржинальний рахунок — це рахунок у брокера, за яким клієнт має право на отримання кредиту від брокера. 3. *Вільний, або дискретний рахунок* — це рахунок, що дає брокеру право діяти на власний розсуд при продажу або купівлі цінних паперів від імені клієнта. 4. *Рахунок-пакет* — це рахунок, за умовами якого клієнти, які володіють великими портфелями цінних паперів, платять брокерській фірмі річну винагороду, вартість послуг фінансового менеджера і комісійні брокерської фірмі.

**Подача заявки.** Співпрацюючи з брокерською фірмою, інвестор повинен постачати їй специфікації заявок (*order specifications*). Наприклад, заявка інвестора, що стосується звичайних акцій, має такий зміст: назва брокерської фірми; вид угоди — купівля або продаж цінних паперів; розмір угоди; максимальний (мінімальний) термін виконання заявки; тип заявки.

1. *Розмір заявки.* При купівлі або продажу звичайних акцій інвестор розміщує заявки на повний лот, неповний лот або ж на обидва лоти одночасно. Повний лот (*round lot*), як правило, означає, що заявка подана на 100 акцій або на кратне ста число акцій. Неповний лот (*odd lot*) означає, зазвичай, заявку на кількість акцій від 1 до 99. Замовлення на число акцій більше ста розглядаються як комбінація повного і неповного лота.

2. *Термін виконання заявки.* У термінових заявках інвестор повинен вказати термін, протягом якого заявка має бути виконана. Якщо заявка одностороння (*day orders*), то брокер буде намагатися виконати її тільки протягом того дня, коли заявка надійшла. Якщо до кінця дня заявка буде не виконана, то вона анулюється. При цьому, якщо інвестором термін виконання не зазначений, то така заявка вважається односторонньою. Тижнева і місячна заявки у разі їх невиконання втрача-

ють силу в кінці відповідно того календарного тижня або того місяця, коли вони надійшли.

Розрізняють відкриті заявки (*open orders*), заявки, що повинні бути негайно виконані (*fill-or-kill orders, FOK*), і заявки на розсуд (*discretionary orders*). Перший вид заявки, яка називається ще заявка, що залишається в силі до відміни (*good-till-canceled, GTC*), дійсна до тих пір, поки вона не буде виконана або ж скасована інвестором. Другий вид заявки у разі неможливості її виконання брокер анулює. Третій вид заявки дозволяє брокеру самому встановлювати специфікації тієї чи іншої заявки, при цьому йому встановлюється інвестором або повна свобода дій щодо визначення всіх специфікацій заявки, або ж обмежена свобода дій, коли він визначає лише ціну виконання та термін дії заявки.

**Типи заявок.** Розрізняють такі типи заявок: ринкові заявки, заявки з обмеженням ціни, “стоп”-заявка і “стоп”-заявка з обмеженням ціни.

*Ринкові заявки (market order)* — є найпоширенішим типом заявок і містять розпорядження брокеру негайно купити або продати вказане число акцій за ринковим курсом. Брокер повинен слідувати принципу найкращого розміщення заявки таким чином, щоб забезпечити найкращу ціну виконання (найнижчу в разі покупки і найвищу в разі продажу). Інвестор, розміщуючи ринкову заявку, будучи невпевнений щодо точної ціни виконання, може бути впевнений, що його заявка буде обов’язково виконана. Можливо і отримання заздалегідь надійної інформації про ймовірну ціну, за якою буде виконана заявка. Дані заявки, зазвичай, одноденні.

*Заявки з обмеженням ціни (limit order).* При подачі такої заявки інвестор вказує брокеру граничну ціну (*limit price*) виконання. Якщо дана заявка на покупку акцій, то брокер повинен виконати її за ціною не вище граничної, а якщо це заявка на продаж акцій, то брокер повинен її виконати за ціною не нижче граничної. У заявці з обмеженням ціни на покупку акцій інвестор вказує максимальну ціну, а в заявці на продаж акцій — мінімальну ціну. При подачі такої заявки інвестор не буде впевнений у її виконанні і тому йому доводиться вибирати або обов’язковість виконання в умовах невизначеності ціни, або невизначеність виконання при обмеженій ціні.

**Приклад.** Припустимо, що звичайні акції корпорації *ABB* продаються на ринку в даний момент по 25 гр. од. за штуку. Інвестор, який подає заявку на продаж 100 акцій *ABB* з обмеженням ціни продажу



до 30 гр. од. за штуку терміном в один день, не може розраховувати на виконання даної заявки, оскільки гранична ціна (30 гр. од.) вище ринкової ціни (25 гр. од.). Дана заявка може бути виконана, якщо протягом дня ринкова ціна акцій *ABB* підніметься не менше, ніж на 5 гр. од.

*“Сtop”-заявка.* Існують два особливих види заявок, які є “стоп”-заявка (*stop order*) і “стоп”-заявка з обмеженням ціни. При подачі “стоп”-заявки інвестор повинен вказувати так звану “стоп”-ціну (*stop price*). Якщо це заявка на продаж, то “стоп”-ціна повинна бути нижче ринкової під час подачі заявки, і навпаки, якщо це заявка на покупку, то “стоп”-ціна повинна бути вище ринкової ціни під час подачі заявки. Дана заявка перетворюється на ринкову заявку, якщо хто-небудь почне торгувати цими акціями за ціною, що досягла рівня “стоп”-ціни або її перевершила. Дані заявки також *розглядаються як умовно ринкові заявки*. На прикладі компанії *ABB* видно, що “стоп”-заявка на продаж акцій за 20 гр. од. не буде виконана до укладення будь-якої угоди за ціною 20 гр. од. і нижче, і навпаки, “стоп”-заявка на купівлю акцій за 30 гр. од. не буде виконана доти, доки хтось не укладе угоду на ці акції за ціною 30 гр. од. і вище. Такий тип заявок використовується для забезпечення потенційних прибутків. Проте одна з небезпек їх використання пов’язана з тим, що фактична ціна, за якою виконується дана заявка, може бути відмінною від “стоп”-ціни.

*“Сtop”-заявка з обмеженням ціни (stop limit order)* — це такий тип заявки, який дає змогу подолати невизначеність ціни виконання, пов’язаної зі “стоп”-заявкою. При подачі даної заявки інвестор вказує дві ціни — “стоп”-ціну і граничну ціну виконання. Якщо на ринку раптом хтось здійснить операцію з даними акціями за ціною, яка досягне “стоп”-ціни або перевищить її, то це доручення перетворюється на заявку з обмеженням ціни.

**Приклад.** Інвестор міг подати “стоп”-заявку з обмеженням ціни на продаж акцій *ABB*, де “стоп”-ціна 20 гр. од. і гранична ціна — 19 гр. од. У цьому випадку заявка інвестора з обмеженням ціни на продаж акцій *ABB* за ціною 19 гр. од. за штуку і вище може бути виконана лише у тому випадку, якщо інші продавці стали б продавати акції *ABB* за ціною 20 гр. од. або нижче. І в другому випадку інвестор міг би подати “стоп”-заявку з обмеженням ціни на покупку акцій *ABC* зі “стоп”-ціною 30 гр. од. і граничною ціною — 31 гр. од. Це означатиме, що заявка інвестора з обмеженням ціни на покупку акцій *ABB* за ціною 31 гр. од. або нижче, може бути виконана тільки в тому

випадку, якщо інші покупці стали купувати акції *ABB* за ціною 30 гр. од. і вище.

Як вже зазначалося, велике поширення серед інституційних інвесторів отримали рахунки з використанням маржі (*margin account*). Звичайний рахунок інвестора (*cash account*) в брокерській фірмі схожий на звичайний поточний грошовий рахунок, внески коштів на даний рахунок і надходження від продажу цінних паперів повинні покривати витрати з рахунка на покупку цінних паперів і вилучення грошей. Рахунок з використанням маржі також схожий на поточний рахунок, але з правом здійснювати овердрафт (перевищувати розмір кредиту). Дана операція полягає в тому, що якщо грошових коштів потрібно більше, ніж знаходиться на рахунку інвестора, то брокер автоматично бере для нього позику (при певних обмеженнях його розміру). Інвестор, відкриваючи в брокерській конторі рахунок з використанням маржі, повинен підписати юридичну угоду (*agreement*) — угоду з клієнтом, яка надає брокерській фірмі право використовувати цінні папери, що належать інвестору, як забезпечення банківських кредитів за умови, що вони були придбані через рахунок з використанням маржі. Крім цього більшість брокерських фірм очікують також від інвесторів дозволу давати їх папери в борг тим, хто хоче продавати їх “без покриття”. При цьому брокерські фірми вимагають, щоб цінні папери, придбані через рахунок інвестора з використанням маржі, реєструвалися на ім'я брокерської фірми або іншої довіреної особи, на “вуличне ім'я” (*street name*). Це означає, що для емітента в якості зареєстрованого власника паперів виступає брокерська фірма

Тому емітент буде посылати всі дивіденди та фінансові звіти, а також надавати право голосу (за звичайними акціями) не інвестору, а брокерській фірмі. Відкривши рахунок з використанням маржі, інвестор може здійснювати через нього деякі види угод, які неможливо було б здійснити через звичайний рахунок. До цих операцій відносяться угоди кушівлі з використанням маржі та продажу “без покриття”.

**Купівля з використанням маржі.** Інвестор, маючи рахунок з використанням маржі, може покрити своїми грошима лише певну частину ціни, а відсутню суму зайняти у брокерської фірми. Така запозичена сума в результаті покупки з використанням маржі (*margin purchase*) називається дебетовим залишком (*debit balance*) інвестора. До процентної ставки за грошовий кредит (*call money rate*), взятого

інвестором на покупку цінних паперів, додається плата за обслуговування (наприклад 1 %), що складе в сумі відсоток на дебетовий залишок. Придбані інвестором цінні папери через рахунок з використанням маржі слугують забезпеченням кредиту, який надала брокерська компанія, що по своїй суті є фінансовим посередництвом. При таких операціях, зазвичай, встановлюється мінімальне відношення величини власних коштів інвестора до повної вартості куплених активів, яке відоме як вихідний необхідний рівень маржі (*initial margin requirement*) і виражається у відсотках. Компетентні органи можуть встановлювати даний відсоток для тих угод, за допомогою яких придбаються або звичайні акції, або конвертовані облигації. Однак біржі, де виконуються заявки на покупку, мають право призначати більш високий відсоток, ніж призначають зазначені органи.

**Приклад.** Інвестор, купуючи через рахунок з використанням маржі 100 акцій компанії *ABB* по 50 гр. од. за штуку при вихідному рівні маржі у 60 %, повинен сплатити брокерській фірмі 3000 гр. од. ( $0,6 \cdot 100 \cdot 50$  гр. од.). Залишок ціни купівлі, що дорівнює 2000 гр. од. ( $5000$  гр. од. –  $3000$  гр. од.), покривається за рахунок позички, котра видається брокерською фірмою інвестору.

При угодах з використанням маржі, зазвичай, розраховують фактичну маржу (*actual margi*). Фактична маржа на рахунку інвестора розраховується щодня з метою врахування ринкових змін (*marked to the market*).

**Приклад.** Якщо ринковий курс акцій *ABB* впав до 25 гр. од. за штуку, то фактична маржа зменшилася б до 20 % [ $(2500 - 2000) / (2500 \cdot 100\%)$ ]. При цьому 100 акцій з нашого прикладу зберігаються в якості забезпечення кредиту рівного 2000 гр. од., позиченого інвестору. Якщо курс акцій впаде далі до 15 гр. од. за штуку, то забезпечення кредиту становитиме всього 1500 гр. од. ( $15$  гр. од.  $\cdot$   $100$  акцій), що на 500 гр. од. менше суми кредиту. У даному випадку фірмі необхідно вирівнювати становище, бо якщо інвестор сховається, то їй прийдеться повертати гроші банку зі своєї кишені.

Щоб запобігти таким випадкам, брокери вимагають від інвесторів підтримки розрахункового значення фактичної маржі на їх рахунку на певному рівні або вище нього. Такий відсотковий рівень називають необхідним рівнем маржі (*maintenance margin*), який, зазвичай, встановлюється правилами торгівлі на біржі. Якщо розрахункове значення фактичної маржі буде нижче потрібного рівня, то такий рахунок називають рахунком із заниженою маржею (*under*

*margined*). У зв'язку з цим брокерська фірма зробить інвестору запит на збільшення маржі (*margin call*), вимагаючи в ньому, щоб інвестор вніс грошові кошти до потрібного рівня, або покрив частину позички, різницю в покритті кредиту, або продав частину цінних паперів і вирученими грошима покрив частину позички. Якщо акції не падають в ціні, а піднімаються, то інвестор може зняти з рахунка частину прирощення. У цьому випадку рахунок інвестора називають рахунком з необмеженою (*unrestricted*), або надлишковою (*over margined*) маржею. Крім даних видів рахунків при угодах з маржею брокери можуть використовувати умови обмеженого рахунка (*restricted account*), це означає, що будь-яка угода, пов'язана з подальшим зменшенням значення фактичної маржі (шляхом зняття з рахунка грошей або ін.), нижче необхідного рівня, буде заборонена. Купівля цінних паперів через рахунок інвестора з використанням маржі дає змогу йому отримувати дохід від використання позикових коштів, що пов'язано з ефектом "*фінансового важеля*" (*financial leverage*). Однак такий ефект буде позитивним доти, доки сума необхідних процентних платежів за отриману позику не перевищить одержуваний прибуток, отриману від використання позикових коштів. Отже, покупки з використанням маржі, зазвичай, здійснюються у розрахунку на майбутнє підвищення курсу акцій, коли інвестор вважає, що поточний ринковий курс цінних паперів занадто низький. Якщо ж він вважає, що котируваний курс паперів завищений, то він може зайнятися продажем цінних паперів "*без покриття*".

*Продаж цінних паперів "без покриття"*. При продажу цінних паперів "*без покриття*" або короткому продажу (*short sales*) інвестор спочатку продає їх дорого, а потім за дешево купує. Сенс цієї операції полягає в тому, що вчиняється позика цінних паперів або сертифікатів для їх використання у первісній угоді, а потім проводиться погашення позички такими самими цінними паперами, які купуються у наступних угодах. У цьому випадку позичальникові не треба сплачувати жодних процентів за користування позиковими цінними паперами. Для проведення такої операції необхідно, щоб вона була відображена у заявці.

**Приклад.** На початку дня інвестор *X* є власником 100 акцій компанії *ABB*, які зареєстровані на його ім'я в брокерській конторі. Протягом зазначеного дня інвестор *Z* подає своєму брокеру в брокерській конторі заявку на продаж "*без покриття*" 100 акцій компанії *ABB*. При цьому інвестор *X* вважає, що в найближчому майбутньому

ціна акцій даної компанії підніметься, тоді як інвестор *У* вважає, що вона впаде. У даній ситуації брокерська контора бере 100 акцій *ABB* — вклад, зареєстрований на ім'я брокерської контори для інвестора *X*, і продає їх в інтересах інвестора *У* третьому інвестору *Z*. На цьому етапі компанія *ABB* отримує повідомлення про те, що 100 її акцій поміняли свого власника, перейшовши від брокерської контори до інвестора *Z*. Через обумовлений час інвестор віддає своєму брокеру в брокерській конторі розпорядження придбати 100 акцій компанії *ABB*, наприклад у четвертого інвестора *C* і використовувати ці акції для сплати її боргу інвестору *X*. На цьому етапі *ABB* отримує повідомлення, що її 100 акцій поміняли свого власника, перейшовши від інвестора *C* до брокерської компанії, що повертає ситуацію на вихідні позиції. Якщо компанія *ABB* оголосить про виплату дивідендів, а потім їх виплатить акціонерам, то до продажу “без покриття” брокерська контора отримує чек для одержання дивідендів по 100 акціям, а після депонування грошей на своєму банківському рахунку контора виписує чек на ідентичну суму і передає його інвестору *X*. Ні брокерська контора, ні інвестор *X* нічого не втратять від того, що акції були зареєстровані на контору. Після продажу “без покриття” брокерська фірма без особливих зусиль зможе отримувати безкоштовно фінансові звіти, причому один з примірників вона направить інвестору *X*. Також вона постарається передати надане право голосу інвестору *X*, якщо він про це попросить. Однак при продажу “без покриття” існує ризик, що позичальник (інвестор *C*) не поверне борг. Щоб цього не трапилося, при продажу “без покриття” грошова виручка від продажу цінних паперів не віддається продавцю “без покриття” — інвестору *C* і гроші зберігаються на рахунку брокерської контори доти, поки цей інвестор не поверне свій борг. У разі, якщо зростання ціни акцій вище передбаченого рівня, брокерська контора може використовувати резервну маржу в продажах “без покриття”.

Ми розглянули випадки, які виникають при проведенні операції з одним видом цінних паперів. Але інвестор, який відкрив рахунок з використанням маржі, може через нього купити або продати “без покриття” кілька різних типів цінних паперів, тобто, наприклад, із заниженою маржею, з обмеженою або з надмірною маржею. У цьому випадку результат цих множинних операцій підсумовується на одному рахунку. Існують й інші ситуації операцій зі звичайними акціями, які добре описані у спеціальних джерелах.

**Послуги лістингу.** Під лістингом, як ми вже зазначали, розуміється як процедура допуску цінних паперів до торгівлі на фондовій біржі (включення до Реєстру), так і сам Реєстр, тобто список, лист цих цінних паперів. Якщо емітенти перестають задовольняти вимогам лістингу, наприклад, ринкова ліквідність емітента стає занадто низькою, щоб забезпечити справедливе ціноутворення, або коли емітент стає банкрутом, то ці емітенти підпадають під критерій “*делістингу*” акцій, тобто виключенню з котирувального списку біржі.

**Послуги з торгів і розрахунків на біржі.** *Правила торгів.* Зазвичай, угоди з купівлі-продажу цінних паперів на фондовій біржі відбуваються відповідно до певних правил, в основі яких лежить принцип обов’язкового здійснення угод на фондовій біржі (принцип обмеження позабіржових угод з цінними паперами, включених до лістингу) та принцип конкурентних торгів.

Принцип обов’язкового здійснення угод на фондовій біржі означає, що члени біржі, здійснюючи операції з купівлі-продажу цінних паперів, включених до лістингу фондової біржі, зобов’язані, в принципі, робити це на фондовій біржі. Принцип конкурентних торгів визначає спосіб укладення договору купівлі-продажу і полягає в пріоритетності ціни і часу подачі заявки. Договір купівлі-продажу укладається в момент збігу пріоритетної заявки на продаж і заявки на покупку, а ціна, зазначена в цих заявках, стає ціною угоди. За допомогою цих двох принципів забезпечується справедливе ціноутворення і нормальна робота механізму обігу цінних паперів.

**Джерела інвестиційної інформації та стилі інвестування.** Джерелами інвестиційної інформації для інвестора є: 1) фінансова та статистична звітність, до яких відносяться: балансовий звіт, звіт про прибутки і збитки, звіт про рух фондів та інша фінансова і статистична звітність, яку публікує підприємство (компанія) кожен звітний період, що використовується для проведення фундаментального (фінансового) аналізу. Аналіз фінансового становища проводиться на основі порівняння показників конкретного підприємства (компанії) за певні часові інтервали з показниками минулого періоду самого підприємства, аналогічних підприємств даної галузі, а також до встановлених нормативних значень; 2) інформація в засобах масової інформації — економічна, галузева та підприємницька інформація, опублікована в газетах, журналах, інформація радіо і телебачення, хоча і є вторинною, проте приймається до відома при виборі акцій для інвестування; 3) інформація фондового ринку — це публікації у

спеціальних постійних виданнях фондових бірж, фондових та інших компаній, доповідей, інформації, що надаються фондовими аналітиками, економістами та фінансистами та ін.

Розглядаючи інвестиційні стратегії (або стиль інвестування), які вибирають інвестори, всі ці стратегії можна звести у наступні групи.

**Концентроване інвестування.** Індивідуальні інвестори, які обмежені в коштах, як правило, вибирають концентроване інвестування в обмежене число перспективних найменувань акцій або інших цінних паперів. Для даної стратегії характерно *“високі ризики — високі доходи”*.

**Розосереджене (портфельне інвестування).** Інвестори, які володіють великими і численними інвестиційними коштами, можуть дозволити собі інвестування одночасно в багатьох видів і найменувань цінних паперів з метою диверсифікації (розосередження) ризиків. Дане інвестування називається *“портфельне інвестування”*. Одночасно з диверсифікацією ризиків забезпечується підвищення ефективності інвестування.

Крім цього стилі інвестування можуть розрізнятися за термінами інвестування на: спекулятивне короткострокове інвестування, розраховане на короткострокове підвищення цін, і довгострокове інвестування в цілях отримання крупного сукупного доходу (прибутку). Розрізняють й інші стилі інвестування, спрямовані на високу норму дивідендної дохідності та ін.

Оцінивши розміри і спрямованість діяльності підприємства, стилі управління, фінансові показники діяльності компанії, фондові індекси та індикатори у порівнянні з показниками фондової діяльності компанії, потенціал росту та інші показники різних компаній, інвестиційні менеджери можуть провести порівняння цих компаній з метою прийняття рішення щодо інвестування в цінні папери найбільш ефективної компанії (підприємства).

**Ринок облігацій і його учасники.** Учасників ринку облігацій наочно показано на рис. 10.2. Коли компанія емітує облігації (корпоративні облігації), вона укладає договір з їх покупцями, який має законну силу. Вартість облігацій, а значить і величину відсоткової ставки, яка гарантує розміщення позики серед інвесторів, визначають не тільки уявлення інвесторів щодо майбутньої динаміки відсоткової ставки і успіху компанії-емітента, а й умови і зобов'язання, що включені до контракту. Зобов'язання визначають строки відсоткових платежів. Несплата в строк означає невиконання контракту, і в цьо-

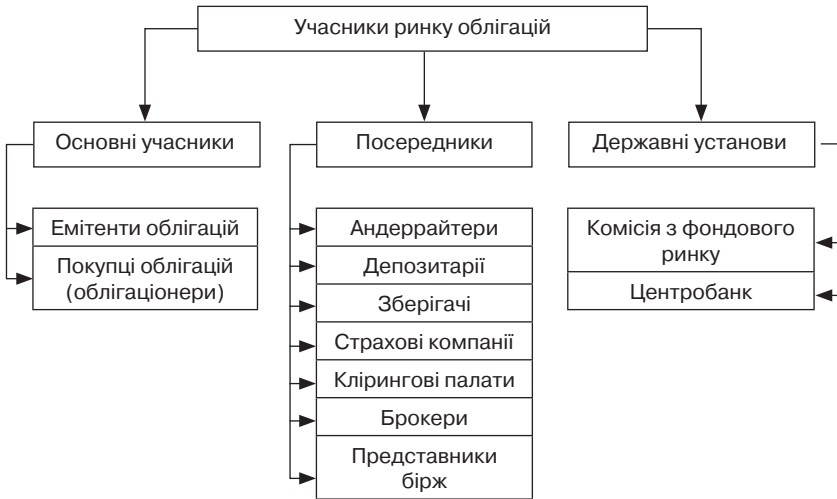


Рис. 10.2. Учасники ринку облигацій

му разі може бути пред'явлена вимога щодо погашення основної суми боргу і накопичених відсотків. Взагалі облигаційні контракти за довгостроковими корпоративними позиками містять зобов'язання щодо створення **фонду погашення** (*sinking fund*) для забезпечення гарантій упорядкованого вилучення облигацій з обігу. Відрахування до цього фонду можуть бути примусові і добровільні. Вилучення облигацій з обігу може здійснюватися одним з двох способів: компанія-емітент або викупує власні облигації на відкритому ринку, або за допомогою лотереї виявляє номери, які підлягають викупу. Зобов'язання створити фонд погашення облигацій одночасно сприяє і зростанню, і зменшенню цін (курсів) облигацій. Так само, як і в разі графіка відсоткових виплат, зобов'язання здійснювати відрахування до фонду погашення має законну силу і не переказування коштів вважається невиконанням зобов'язань. Таким чином, створення амортизаційного фонду зменшує ризик за облигаціями і підвищує їх вартість. Але уявімо таку ситуацію: якщо відсоткові ставки після емісії впали, то ціна (курс) облигації зросла, і корпорація захоче викупити частину свого випуску. Тоді перед інвесторами постає проблема втрати частини нереалізованих доходів від підвищення ціни облигації (приріст капіталу). Загалом неможливо визначити, як впливає існування фонду погашення на вартість облигацій. Загально



відомо: що надійніша компанія-емітент, то менше значення для тримачів облігацій має зобов'язання відраховувати кошти до фонду погашення. Водночас умови про можливість створення фонду погашення дають змогу викуповувати частину облігацій за рішенням компанії, що призводить до зниження ціни облігації. Причина полягає в тому, що компанія користується такою можливістю тільки тоді, коли вартість облігацій перевищить номінал. Звичайно емітент реалізовує вимогу про фонд погашення у результаті такого: грошових виплат у розмірі номінальної вартості облігацій, які необхідно вилучити, установою, що виконує функції довіреної особи, котра потім гасить облігації за допомогою лотереї; виділення коштів довіреній особі, необхідних для викупу облігацій, які гасяться на відкритому ринку.

Для облігацій органів самоврядування, або муніципальних облігацій, характерні такі особливості. Деталі виплат відсотків і погашення облігацій із отримуваних доходів обумовлюються у **довірчій угоді**. Зазвичай використовується така схема: всі доходи підприємства, яке реалізує проект, спрямовуються у **дохідний фонд** (*revenue fund*). Тільки з цього дохідного фонду здійснюються відрахування до таких фондів: фонд функціонування і обслуговування, фонд погашення, резервний фонд обслуговування боргу, фонд відтворення і заміни, резервний фонд обслуговування і фонд резервного капіталу. Для захисту тримача облігацій у довірчу угоду про випуск дохідних облігацій включаються різні обмеження. Угоди про ставки і тарифи диктують правила встановлення тарифів на продукцію і послуги підприємств. Облігації органів самоврядування (муніципальні облігації) широко використовуються для залучення коштів органами місцевого урядування у США та інших розвинених країнах. Так, у США муніципальні облігації випускаються урядами штатів і місцевими органами влади, а також підпорядкованими їм органами, такими як адміністрації та управління округів. Прикладами дохідних муніципальних облігацій у США є дохідні облігації аеропортів, коледжів і університетів, госпіталів, морських портів, спортивних комплексів і центрів суспільних зв'язків, студентських позик, облігації під дохід від податків на газ і мито за використання шляхів, під дохід від водопостачання і відтворення ресурсів. Деякі муніципальні облігації, крім основних ознак загальних і дохідних облігацій, мають ще й специфічну структуру. До них належать **застраховані облігації** (*insured fund*) і **облігації рефінансування** (*refunded bonds*).

Більшість сучасних корпоративних облігаційних контрактів містять умови про дострокове погашення (*call provision*), що дає можливість компанії-емітенту відкликати частину облігацій з виплатою премії понад номінал. Розмір премії, як правило, залежить від часу відкликання облігацій. Привабливість цієї умови для компанії-емітента полягає в тому, що коли відсоткові ставки падають, а ціна (курс) облігації зростає, право дострокового погашення дає змогу викупити облігації, за якими передбачаються великі купонні виплати, і рефінансувати цю операцію або за рахунок нової емісії боргу, але за меншою відсотковою ставкою, або за рахунок емісії звичайних акцій. Випуск облігацій з правом дострокового погашення ставить перед менеджерами питання, коли відкликати облігації з ринку. Розглянемо підхід Ченга Ф. Лі та Джозефа І. Фіннерті до розв'язання цієї проблеми [23]. Використовуючи логіку чистої приведенної вартості (*NPV*), застосовується рівняння *NPV* для випадку, коли необхідно приймати рішення щодо рефінансування облігаційної позики:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{I_c - I_b}{(1 + k_b)^t} - C, \quad (10.19)$$

де  $I_c$  — поточні післяподаткові відсоткові витрати за старим випуском облігацій;  $I_b$  — післяподаткові відсоткові витрати за новим випуском облігацій;  $C$  — витрати на рефінансування випуску, включаючи трансакційні витрати, премії за дострокове погашення та інші витрати;  $k_b$  — доподатковий відсоток за новим боргом.

Якщо значення *NPV* додатне, то витрати менші, ніж поточна величина зиску, і випуск облігацій підлягає рефінансуванню. При аналізі використовується вартість нового боргу, адже до моменту прийняття рішення щодо рефінансування вся інформація про величини  $I_c$ ,  $I_b$ ,  $C$  і  $N$  відома.

### **Системи рейтингових оцінок облігацій компаній-емітентів.**

У світовій практиці найкращим загальноновизнаним показником кредитної якості облігацій є рейтинг, який присвоюють різні рейтингові агентства. Такий рейтинг впливає на ліквідність облігацій, її здатність продаватися і на дохід, який має обіцяти емітент для залучення додаткових проектних ресурсів. Наведемо як приклад систему оцінювання, яку використовують головні рейтингові агентства США — *Moody's Investor Service*, *Fitch Investor*, *Standard & Poor's Corporation*, *Duff and Phelps Credit Rating Co*. Більшість фінансових організацій США та інших розвинених країн, котрі діють на загаль-

нонаціональному рівні, підпорядковуються правилам, що обмежують якість облігацій, в які інвестори можуть інвестувати кошти. Рейтинг *Vaa* і вище вважається рейтингом інвестиційної якості, а будь-який рейтинг нижче *Vaa* вважається спекулятивним. Перед інвесторами може постати запитання, чи справді ці рейтинги можуть виявити й оцінити ризики непогашення боргу? При відповіді на нього враховуються два чинники: обсяг і якість інформації, яку використовують рейтингові агентства; спроможність агентств аналізувати цю інформацію і передбачати ймовірність банкрутства. Як показує практика розвинених країн, більшість фінансових менеджерів і державних чиновників, які регулюють фінансові ринки, вважають рейтингові оцінки найкращим методом. Іноді спроможність емітента сплачувати відсотки і погашати облігації змінюється дуже серйозно і цілком не очікувано через такі чинники: природні, техногенні катастрофи або зміни в регулюванні; злиття або реструктуризація компаній. Ці ризики разом називають **ризиками подій** (*event risk*), вони можуть призвести до пониження агентствами рейтингу емітента.

Для вирішення проблеми ліквідності облігаційного ринку організатори торгівлі (рідше — емітенти боргових зобов'язань) користуються послугами маркет-мейкерів, що підтримують двосторонні котирування облігацій. За наявності маркет-мейкера по облігаційному випуску ризик ліквідності для інвестора у значній мірі знижуються. Також ризик ліквідності не грає ролі для інвесторів, які купують облігації під погашення.

Ризик *волатильності* — це ризик, пов'язаний зі швидкими і різкими коливаннями факторів, що впливають на облігаційний ринок (наприклад, зниження цін облігацій в умовах тривалого падіння ринку акцій при стабільному рівні процентних ставок).

### **Учасники інвестиційного ринку послуг в Україні**

В Україні створено і функціонує фондовий ринок, на якому працюють різноманітні фондові біржі і фінансові компанії, надаючи відповідні послуги своїм клієнтам. Основним видом даних компаній є фінансові інститути спільного інвестування — компанії з управління активами (*КУА*), які управляють пайовими інвестиційними фондами (*ПІФ*) і корпоративні інвестиційні фонди (*КІФ*), які надають відповідні послуги інвесторам. (Інформація щодо даних видів інвестиційних компаній наведена у розд. 1.)

Інвестиційні компанії, які працюють на фондовому ринку України, називають інститутами спільного інвестування (*ICI*). Залучені кошти у фонди компанії з управління активами інвестує у вибрані цінні папери відповідно до обраної інвестиційної стратегії, яка визначена в інвестиційній декларації фонду. Вкладники фонду є співвласниками його активів, відповідно, вартість їхнього паю у фонді зростає пропорційно зростанню вартості чистих активів фонду. Реалізувати (перевести у готівку) отриманий дохід інвестори можуть або під час закриття фонду, або під час продажу цінних паперів фонду на вторинному ринку.

Інвестор може отримати всі послуги, які зазначені раніше в даному розділі при розгляді світового досвіду з фінансового інвестування. Діяльність *КУА* суворо регламентується державою в особі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Діяльність компанії з управління активами може бути обмежена у випадках, встановлених Законом. Законом встановлені відповідні обмеження щодо видів і напрямів інвестування. Діяльність з управління активами *ICI* проводиться компанією з управління активами на підставі ліцензії, що видається Комісією в порядку, встановленому законодавством, за поданням відповідної саморегульованої організації на ринку цінних паперів, яка об'єднує компанії з управління активами. Комісія має право прийняти рішення про анулювання ліцензії компанії з управління активами за підстав, встановлених законодавством, а також у разі: здійснення компанією з управління активами під час дії договору про управління активами іншої професійної діяльності, ніж діяльність з управління активами; неодноразового або грубого порушення цього Закону чи нормативно-правових актів Комісії, що заподіяло значну шкоду інвесторам, якщо ця шкода доведена судом; неспроможності компанією з управління активами діяльності з управління активами протягом двох років. Анулювання ліцензії компанії з управління активами є підставою для ліквідації пайового інвестиційного фонду або передачі сукупності активів та зобов'язань, що становлять пайовий інвестиційний фонд, іншій компанії з управління активами. Порядок такої передачі встановлюється Комісією. Анулювання ліцензії може бути оскаржено компанією з управління активами у судовому порядку. Компанія з управління активами несе майнову відповідальність за збитки, що були завдані *ICI* її діями (бездіяльністю), згідно із Законом та відповідно до умов договору. Компанія з управління активами відшкодовує втрати, поне-

сені *ICI*, який здійснює відкрити підписку на свої цінні папери, якщо протягом року вартість чистих активів *ICI* у розрахунку на один цінний папір *ICI* зменшилася нижче його номінальної вартості більш, ніж на 20 відсотків внаслідок порушення компанією з управління активами норм цього Закону.

Відшкодування проводиться за рахунок резервного фонду цієї компанії в порядку, встановленому Комісією. Формування резервного фонду здійснюється за рахунок прибутку компанії з управління активами, а в разі його недостатності — за рахунок додаткових внесків її засновників.

У разі залучення *ICI* коштів фізичних осіб-інвесторів компанія з управління активами формує резервний фонд у розмірі, не меншому від встановленого Комісією залежно від обсягу внесків фізичних осіб-інвесторів *ICI*. Резервний фонд зберігається на окремому депозитному банківському рахунку, відкритому компанією з управління активами, або розміщується в державні цінні папери, перелік яких визначається Комісією.

Якщо компанія з управління активами перевищить свої повноваження або укладе договір не від імені *ICI* (корпоративного інвестиційного фонду), то вона несе відповідальність за зобов'язаннями, які виникають внаслідок виконання таких договорів, лише майном, що належить їй на праві власності, якщо інше не встановлено Законом. У разі визнання компанії з управління активами банкрутом активи *ICI* не включаються до ліквідаційної маси компанії з управління активами.

Основним регулюючим органом фондового ринку в Україні є НКЦПФР — Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку. НКЦПФР у своїй діяльності керується Конституцією і законами України, актами та дорученнями Президента України, актами Кабінету Міністрів України, Верховної Ради України та іншими актами законодавства. Комісія у межах своїх повноважень приймає рішення, організовує і контролює їх виконання. Рішення Комісії є обов'язковими до виконання центральними органами виконавчої влади, їх територіальними органами та місцевими державними адміністраціями, органами місцевого самоврядування, підприємствами, установами та організаціями всіх форм власності і громадянами. Комісія приймає рішення у вигляді нормативно-правових актів, актів персонального характеру, актів оперативного-розпорядчого характеру, актів рекомендаційного, роз'яснювального, інформаційного

характеру та нормативно-технічних документів. З функціями і напрямками діяльності даної Комісії можна ознайомитися на її веб-сайті. Детальніше з механізмом функціонування фондового ринку в Україні і здійснення операцій на ньому можна ознайомитися у відповідних літературних джерелах.

### **Питання для самоконтролю**

1. Поняття “інвестиція”. Які існують об’єкти інвестування і зберігання?
2. Які існують основні інвестиційні ринки? Їх взаємозалежність.
3. Як класифіковані інвестиції за формами і видами?
4. Що впливає на вартість інвестиційних грошей і акцій?
5. Поняття “інвестиційний ризик”. Як класифіковані інвестиційні ризики за окремими характеристиками?
6. Поняття “ліквідність фінансових інвестицій”. Як класифіковані інвестиції за рівнями ліквідності?
7. Що таке “премія за ліквідність” і як вона розраховується?
8. Що таке “премія за ризик” і які принципи її розрахунку?
9. Як проводиться оцінка ризиків фінансових інвестицій? Основні методи оцінювання ризиків.
10. Які основні інструменти інвестиційної діяльності?
11. Як регулюється інвестиційна діяльність в Україні?
12. Як класифіковані джерела формування інвестиційних ресурсів?
13. Що таке “організований фондовий ринок”? Дати характеристики фондової біржі.
14. Що таке “рух фондового ринку”? Дати характеристики і основні відмінності ринків “биків” та “ведмедів”.
15. Які існують типи цінних паперів? Дати характеристики.
16. Що таке “акція”? Дати характеристики звичайних і привілейованих акцій.
17. Які існують форми рейтингової оцінки інвестиційної якості акцій і облігацій?
18. Що таке “облігація”? Які види облігацій ви знаєте? Навести їх характеристики. Як вони обертаються на ринку?
19. Що таке “акціонерне товариство”? Дати характеристики.
20. Рух цінних паперів. Основні особливості і коригування.
21. Як оцінюється інвестиційна привабливість окремих компаній (фірм)?

22. Як здійснюється формування інвестиційної стратегії фірми?
23. Як здійснюється оцінювання інвестиційної привабливості фірми?
24. Що таке “норма прибутку на акціонерний капітал” і як вона розраховується?
25. Що характеризує співвідношення “ціна/дохід”?
26. Які основні принципи формування “інвестиційного портфеля” фірми?
27. У чому полягає зміст портфельної теорії Г. Марковіца?
28. Як оцінюється дохідність інвестиційного портфеля?
29. Як оцінюється ризикованість інвестиційного портфеля?
30. Які послуги надаються на фондовому ринку і ким?
31. Які послуги надають інвестори біржі, інвестиційні компанії?
32. Ринок фінансових інвестиційних послуг в Україні, його учасники та інструменти. Як і ким регулюється цей ринок?

### **Контрольні завдання**

#### *Завдання 1*

1. В інвестиційної компанії з 2 млн акцій, які знаходяться в обороті, є активи на суму 40 млн гр. од. і зобов’язання на 2 млн гр. од.:
  - а) яка вартість чистих активів компанії у розрахунку на одну акцію?
  - б) нехай дана інвестиційна компанія є фондом “без навантаження”. Скільки повинен заплатити інвестор за купівлю однієї акції?
  - в) нехай “навантаження” дорівнює 5 %. Скільки повинен заплатити інвестор за купівлю однієї акції?
2. Нехай інвестиційна компанія з попереднього прикладу буде закритою. Чи зможете ви визначити, скільки має заплатити інвестор за купівлю однієї акції? Якщо так, то вкажіть суму, якщо ні, то чому?
3. Чи згодні ви із твердженням: “У менеджера закритого фонду більше проблем з ліквідністю, ніж у менеджера відкритого фонду”.

#### *Завдання 2*

Яка дохідність інвестиційного портфеля, що складається з трьох активів і даних щодо них, які наведено у таблиці:

Актив	Ринкова вартість, млн гр. од.	Дохідність, %
1	6,0	12,0
2	8,0	10,0
3	11,0	5,0
	Всього: ?	?

### Завдання 3

Припустимо, інвестор бажає придбати акції компанії  $Y$ , розподіл ймовірностей дохідностей яких за визначений термін наведений у таблиці. Визначити очікувану дохідність від акцій даної компанії.

Ймовірність розподілу, $p$	Дохідність, %	Ймовірність реалізації
1	15,0	0,50
2	10,0	0,30
3	5,0	0,13
4	0	0,05
5	-5	0,02
Повна		1,00

### Завдання 4

Припустимо, що інвестиційний портфель складається з двох активів — звичайних акцій А і Б, які мають наступну очікувану дохідність, і стандартне відхилення (див. таблицю).

Акція	Очікувана дохідність $E(R)$ , %	Стандартне відхилення $SD(R)$ , %
А	10	30
Б	25	60

Визначити очікувану дохідність даного портфеля, його варіацію дохідностей і стандартне відхилення, якщо вага кожної акції в портфелі становить 50 %

### Література

1. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18.06.1991 р. № 1201/ВР (із змін. і доп. в ред. Закону 2006 р.).
2. Закон України “Про Національну депозитарну систему і власності електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. № 710/97 (із змін. і доп.).



3. Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг” від 12.06.2001 р. № 2664-III (із змін. і доп.).
4. Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)” від 22.03.2001 р. № 2318 (із змін. і доп.).
5. Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 р. № 514-VI (із змін. і доп.).
6. Закон України “Про іпотечні цінні папери” від 2008 р. (із змін. і доп.).
7. Закон України “Про обіг векселів в Україні” від 05.04.2001 р. № 2374-III.
8. *Брігхем Є. Ф.* Основи фінансового менеджменту: пер. з англ. — К.: Молодь, 1997.
9. *Боди Зви, Мертон Роберт К.* Финансы: пер. с англ. — М.; СПб.; К.: Вільямс, 2003. — 592 с.
10. *Брейли Ричард, Майерс Стюарт.* Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. — М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 1997. — 1120 с.
11. *Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д.* Основы инвестирования: пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — 1008 с.
12. *Едвардес Уоррен.* Ключові фінансові інструменти: пер. з англ. — К.: Всеувиго; Наук. думка, 2003. — 255 с.
13. *Лысенков Ю. М.* и др. Участники фондового рынка: функции, организация деятельности. — К.: Вестн. фондового рынка, 1998.
14. *Найман С. Л.* Трейдер-инвестор. — К.: ВИРА-Р, 2000. — 640 с.
15. *Мандрул О. Г., Павленко І. А.* Фондовый рынок: операции с ценными бумагами: навч. посіб. — 2-ге вид., допов. та перероб. — К.: КНЕУ, 2000. — 156 с.
16. *Мьшкин С. Фредририк.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.; СПб.; К., 2006. — 880 с.
17. *Нисон Стив.* Японские свечи: Графический анализ финансовых рынков: пер. с англ.
18. *Рубцов Б. Б.* Современные фондовые рынки: учеб. пособие. — М.: Инвест. компания “Еврофинансы”, 2007. — 926 с.
19. *Рэй К. И.* Рынок облигаций: торговля и управление рисками: The bond market. Trading and risk management. — М.: Дело, 1999. — 600 с.

20. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 931 с.
21. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Рынок облигаций: Анализ и стратегии: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 876 с.
22. *Хори Ван Дж.* Основы управления финансами: пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 1999.
23. *Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти*. Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 685 с.
24. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1997. — XII. — 1024 с.

### РИНОК ЛІЗИНГОВИХ ПОСЛУГ

#### 11.1. Практика розвитку лізингових послуг у країнах світу

Лізинг у широкому значенні — форма підприємницької діяльності, яка відображає відносини власності і фінансування придбання основних засобів. Вважають, що слово “*to leas*” увійшло в користування в останній чверті XIX ст., коли у 1877 р. американська телефонна компанія “Белл” прийняла рішення не продавати свої телефонні апарати, а віддавати в оренду. Основою для розвитку лізингу стало створення першого лізингового товариства, для якого лізинг став предметом основної діяльності. Його заснувала в Сан-Франциско у 1952 р. американська компанія “Юнайтед стейтс лізинг корпорейшн”, яка у 1959 р. відкрила свої філії в Англії та Канаді.

У результаті примітивного представлення про лізинг, як про звичайну оренду, стали можливими уявлення про те, що перші лізингові угоди укладалися ще до нашої ери, а перші лізингові договори були на глиняних табличках. Насправді, лізинг з’явився і одержав розвиток у країнах з розвинутою ринковою економікою, насамперед, як фінансовий інструмент фінансування інвестиційних вкладень, коли сформувалася діюча в даних країнах податкова система, що припускає оподаткування прибутку, виходячи з його присутності за даними бухгалтерського обліку і диференціацією ставок податків для платників податків. У таких умовах розвиток лізингу відбувався повільно на основі практики бізнесу. Лізингові відносини виникли у результаті бізнес-практики так само, як і безліч інших фінансових схем, що виникають, повільно розвиваються і зникають швидко, коли умови бізнесу на ринку змінюються. Держава при цьому забезпечувала відповідні умови для розвитку лізингу через законодавче і адміністративне регулювання [14, с. 273]. Водночас вважається загальновідомим, що лізинг тісно пов’язаний з орендним механізмом. Так, з англійської “*to leas*” означає брати в оренду, але в діловому обороті даний термін має більш широку, складну основу та містить в собі одночасно значні властивості кредитної угоди, інвестиційної та орендної діяльності, які тісно взаємодіють, створюючи нову організаційно-правову форму бізнесу. На сьогодні єдиного міжнародного визначення поняття лізингу не існує. На заході у деяких країнах (Австрії) вважається, що

лізинг не є “банківською операцією” у вузькому розумінні. Він відносився наближено до банківської форми фінансування капітальних інвестицій, яке може здійснюватися торговельно-промисловими підприємствами окремо від інших видів діяльності. Але, в першу чергу, лізингові операції є компетенцією спеціально створених лізингових компаній. У Франції лізинг частково класифікований як особливий вид фінансової операції. У США — батьківщині лізингу, лізинг розглядається з позицій орендних відносин і їх бухгалтерського обліку. У цій країні існує різноманітні види оренди, з яких найбільш розповсюдженими є три: 1) пряма оренда; 2) продаж з орендою; 3) кредитна (“важлива” оренда) [13, с. 456–477]. Кожний вид оренди припускає різні варіанти договорів, які відповідають вимогам обліку для орендаря і орендодавця. Вимоги обліку можуть впливати на вибір орендарем того чи іншого виду оренди, а цей вибір впливає на фінансові показники орендаря.

У більшості промислово розвинених країн світу лізинг став невід’ємною складовою економічної структури. З початку 60-х років ХХ ст. здійснюється швидке розширення обсягу лізингових операцій у капіталістичному світі, що значно випереджає темпи розвитку економік. Особливо посилилась ця тенденція в 70-х — першій половині 80-х років. Зростання лізингових операцій практично не зменшується навіть у кризові роки. На початку 80-х років нараховувалося понад 700 міжнародних лізингових компаній, що оперували у 56 країнах світу. У 80-ті роки розвиток лізингових операцій визначався двома групами факторів. Перша група була пов’язана з процесами інтернаціоналізації господарського життя і фінансового капіталу. Друга група факторів пов’язана з підвищенням значення державного регулювання лізингу. На період 2004 р. обсяг лізингових угод у світі перевищив 500 млрд дол. США.

До Другої світової війни оренда засобів виробництва не була широко розвинена в Європі. Американська лізингова практика показала Західній Європі перспективність великих орендних угод, але аж до початку 60-х років ХХ ст. розвиток лізингу гальмувався відсутністю вільних засобів у відновлювальній економіці країн, по яких пройшла війна. Тому не дивно, що перші великі лізингові контракти почали укладати фірми таких країн, як Швейцарія, Швеція, Австрія. Наприкінці 60-х — на початку 70-х років у країнах Європи стали з’являтися компанії, що укладали контракти з фінансового лізингу. Цим видом діяльності, головним чином, стали займатися спеціалізовані філії вели-

ких банків чи пов'язаних з ними фінансово-посередницьких підприємств — лізингових компаній. У 70-ті роки утворились і національні лізингові асоціації Італії, Австрії, ФРН, Франції, Великої Британії.

Стан з лізингом у країнах Західної Європи висвітлюється у річних звітах Європейської федерації асоціації лізингових компаній “*LEASEUROPE*”, яка створена у 1972 р. в Брюсселі. Членами цієї Федерації є лізингові союзи Бельгії, Данії, Німеччини, Фінляндії, Франції, Великої Британії, Ірландії, Італії, Люксембургу, Нідерландів, Норвегії, Австрії, Португалії, Швеції, Швейцарії, Іспанії, Росії та інших країн Європи. Згідно зі звітом *LEASEUROPE* найбільші обсяги взятого в лізинг устаткування припадають на Велику Британію, Німеччину і Францію. Найчастіше договір лізингу укладається на автомобілі (38,7 %), машини та промислове устаткування (24,4 %), комп'ютери та офісну техніку (13,9 %), транспортні засоби (13,8 %).

Дослідження з використання лізингу Європейськими підприємствами малого та середнього бізнесу станом на кінець 2012 р. (оригінальна назва: “*The Use of Leasing Amongst European SMEs*”), яке проведено в листопаді 2011 р.: компанією *Oxford Economics*, яка є одним зі світових лідерів у частині аналізу ринків і прогнозів їх розвитку, показало наступне. Сектор лізингових послуг в Європі є двигуном її економіки, так як підприємства даного сектору складають 99,8 % від загального числа європейських фірм, при цьому в них працює 66,9 % всього зайнятого населення Європейського Союзу.

У даному дослідженні поділення компаній за розмірами було проведено відповідно до визначення Єврокомісії щодо *SME*: 1) мікрофірми — від 1 до 9 співробітників; 2) малі фірми — від 10 до 49 співробітників; 3) середні фірми — від 50 до 250 співробітників. Досліджувалося приблизно 3 тис. *SME* компаній у 8 найбільших країнах Європейського Співтовариства, на які припадає 83 % валового продукту ЄС і 78 % лізингового ринку. Приблизно 40 % підприємств мікробізнесу, малого і середнього бізнесу (*SME*) використовують лізинг на відміну від банківського кредитування. При цьому спостерігається пряма залежність даного показника від розміру *SME*: мікро — 28 %, малі — 42 %, середні — 53 %. Найбільш активними споживачами лізингових послуг були середні компанії (53 %). Малий і середній бізнес використовують лізинг частіше, ніж будь-які форми банківського кредитування окремо. У той час, як 40 % *SME* користувалися лізингом, банківськими позиками строком понад 3 років (найбільш порівнянна з лізингом форма банківського кредиту) ко-

ристувалися 38 % *SME*. У загальному обсязі інвестицій *SME* частка лізингу становила 16,7 %. При цьому, тут теж спостерігається тотожна пряма залежність від розміру компанії: мікро – 10,0 %, малі – 16,4 %, середні – 17,6 %. Причому частка лізингу в загальному обсязі інвестицій *SME* – 16,7 % мала тенденцію до постійного зростання на відміну від частки банківських кредитів. Оцінене значення цієї цифри до кінця 2011 р. становила 18,6 %. При цьому, загальна частка всіх видів банківського фінансування (у тому числі коротко- і довгострокового кредитування) дорівнювала 31,2 % і мала тенденцію до зниження до кінця 2011 р. У порівнянні із загальним обсягом інвестицій для компаній всіх розмірів у 12,9 %, частка лізингу в загальному обсязі інвестицій *SME* становила 16,7 %.

Лізинг як інструмент інвестицій був більше затребуваний *SME*, ніж великим бізнесом. Тобто, *SME*-лізингоодержувачі віддають перевагу лізингу як механізму фінансування своїх інвестицій. Наприклад, частка лізингу в їх інвестиціях становила 32,4 %, а частка всіх форм банківського кредитування – становила 30,1 %. З'ясовано, що лізингоодержувачі набагато активніші інвестори, ніж компанії, які не користувалися лізингом. Вони інвестують у середньому на 57 % більше, ніж ті *SME*, хто лізинг не використовує. Причини, з яких *SME* вибирали лізинг, були такі: 1) краща ціна, ніж при інших формах фінансування (0,68); 2) податкові переваги (0,67); 3) можливість фінансування до 100 % вартості без надання додаткового забезпечення (0,66); 4) можливість якіснішого управління грошовими потоками (0,66); 5) можливість адаптації терміну лізингового контракту до потреб компанії (0,65). (У дужках наведено значення вагового коефіцієнта.)

Водночас основною причиною не використовувати лізинг було бажання мати майно у власності. Ця причина з великим відривом була названа основною всіма *SME*, хто не користується лізингом.

Дослідження “*The Use of Leasing Amongst European SMEs*” by *Oxford Economics* (Nov 2011) наочно продемонструвало і зробило висновки щодо важливості лізингу для компаній сегмента *SME* та економіки Європи в цілому, що важливо для розвитку підприємництва в Україні.

### **Досвід з лізингу США**

США – це країна, в якій народився сучасний лізинг. У 2007 р. на США припадало 34,7 % від спільного обсягу нового світового лізингового бізнесу. Лізинг тут до кризи 2008 р. помітно впливав на ма-

кредитно-інвестиційні процеси і сприяв оновленню основних фондів. Протягом останніх двох десятиріччів років (1986–2007 рр.) від 27 % до 32 % всіх інвестицій в устаткування і транспортні засоби здійснювалося у вигляді лізингу (табл. 11.1). За останні 50 років у США були прийняті ряд нормативно-правових документів, які регулюють здійснення сучасного лізингового бізнесу.

Так, у 1975 р. Службою внутрішніх доходів США були затверджені Правила з оподаткування операцій леверидж-лізинг. У листопаді 1976 р. прийнятий, а з початку 1977 р. набрав чинності Державний фінансовий бухгалтерський стандарт (FAS 13), який регулює здійснення лізингових операцій у США. Цей стандарт регламентує звітність компаній з лізингових операцій.

Таблиця 11.1

**Обсяги лізингу та його частка в інвестиціях в устаткуванні та транспорті в США у 1978–2007 рр.**

Рік	Лізинг устаткування, млрд дол.	Інвестиції в устаткування, млрд дол.	Лізинг до інвестицій в устаткування, %
1978	22,3	178,0	12,5
1980	36,5	208,9	17,4
1982	48,4	223,4	21,7
1984	62,6	274,9	22,8
1986	85,0	296,2	28,7
1988	112,7	348,4	32,3
1990	124,3	388,3	32,0
1993	121,7	376,2	32,3
1995	140,2	487,0	28,8
1996	151,4	536,8	28,2
1997	169,9	566,2	30,0
1998	179,0	621,0	28,8
1999	207,0	691,0	30,0
2000	234,0	738,2	31,7
2001	247,0	796,0	31,0
2002	216,0	697,0	31,0
2003	206,0	645,0	31,9
2004	194,0	670,0	30,0
2005	199,0	722,0	27,6
2006	213,0	791,0	26,9
2007	220,0	794,2	27,7

Даний документ дає змогу розмежувати “справжній” лізинг і покупку за допомогою лізингу (так званий “фіктивний” лізинг). До його прийняття компанії могли брати устаткування в лізинг і не відображати його вартість на своїх балансах, а вести за балансовий облік, не показуючи в ньому зростаючу суму заборгованості. У Стандарті FAS 13 оренда (лізинг) розглядається як капітальний лізинг (*capital lease*), якщо вона відповідає одній з чотирьох вимог: право власності на актив, що орендується, наприкінці операції переходить до орендаря; умови договору дають змогу купити устаткування наприкінці операції за ціною нижчою ринкової (причому необов'язково наприкінці первинного терміну оренди); термін операції більший або дорівнює 75 % передбачуваного економічно обґрунтованого терміну корисної служби активу (за винятком лізингу устаткування, що вже було у використанні, яке здається в оренду, як правило, до кінця свого життєвого циклу), що орендується; сучасна (приведена) вартість мінімальної суми лізингових платежів (без врахування плати із страхування, управління, оподаткування) відповідно до договору про оренду більше або дорівнює 90 % справедливої ринкової вартості устаткування. У 1981 р. ухвалений федеральний Закон про реформу системи оподаткування. Окрім внесення істотних змін до норм амортизації майна, в ньому були встановлені критерії віднесення операцій до лізингових. Закон лібералізував систему використання податкових пільг з лізингу. У 1982 р. в Законі про оподаткування термін “*фінансовий лізинг*” почав трактуватися як операція, за якою лізингоотримувачу передається у користування устаткування на повний строк або на значну частину життєвого циклу лізингового майна, при цьому: лізингові платежі повністю перераховуються лізингодавцю (а не кредиторів); на лізингоотримувачеві лежить відповідальність за технічне обслуговування, сплату податків і страхування устаткування; сукупні лізингові платежі, які отримані лізингодавцем за весь життєвий цикл устаткування, повністю покривають первинну вартість устаткування і забезпечують дохід на інвестований капітал. З 1986 р. податкове законодавство з лізингу істотно змінюється з ухваленням чергового Закону про податкову реформу. У ньому значна частина раніше наданих учасникам лізингу податкових пільг через механізм амортизації була скорочена. Крім того, була скасована 10 %-ва податкова знижка на інвестиції, а також заборонені деякі різновиди фінансової оренди, які були спрямовані виключно за використання податкових пільг. Проте



розвиток лізингу в США продовжився і лізингові операції залишаються більш гнучкими в порівнянні з кредитуванням. Частину ризиків за лізингом переймали на себе лізингові компанії. Залишаються і деякі податкові пільги. Результатом є зростання обсягів укладених лізингових договорів з 1986 по 2000 рр. майже в три рази.

Основним законодавчим Актом, в якому встановлені відмінні ознаки фінансової оренди, є *Одноманітний торговельний кодекс США*. Зазначимо, що американське податкове законодавство з лізингу протягом останнього десятиріччя до фінансової кризи 2008 р. змінювалося доволі рідко. Так, до передостанніх змін можна віднести прийняття у 2001 р. більш гнучкішого механізму для сплати податку на майно у межах так званої справжньої оренди (*true lease*). Помітну роль в регулюванні лізингового бізнесу в країні відіграє законодавство штатів. У кожному штаті самостійно встановлюються ставки податків для учасників лізингового бізнесу, а також пільги з оподаткування. Так, податок на оренду в різних штатах був у межах від 0 до 7 %. З 1984 р. діє Закон США про експортні корпорації (*Foreign Sales Corporation Act.*), відповідно якому американські компанії мали право виключати з податкової бази дохід, отриманий від продажу товарів за кордоном. У такий спосіб у США стимулювали експорт, прагнучи зменшити дефіцит торговельного балансу. Данюю пільгою активно користувалися як великі корпорації, так і дрібні компанії (фірми). У 2000–2002 рр. *Всесвітня торговельна організація* і *Євросоюз* активно критикували із цього приводу американське податкове законодавство. Водночас експерти МВФ, які в значній частині є американці, були упевнені, що лише найбільш великі 20 лізингодавців США можуть отримувати значні доходи від міжнародного лізингу (більше ніж 25 % від їх річних обсягів) поза межами США.

У число найбільш великих лізингодавців США з обсягом понад 3 млрд дол. у 2000 р. входили 14 компаній: *General Electric (GE) Capital* – 44,4 млрд дол.; *City Capital* – 20,6 млрд дол.; *IBM Global Financing* – 18,6 млрд дол.; *CIT Group* – 17,1 млрд дол.; *John Deere Credit* – 9,0 млрд дол.; *Navistar Financial* – 5,9 млрд дол.; *Caterpillar Financial Services* – 5,9 млрд дол.; *Bank of America Leasing & Capital Grp.* – 5,0 млрд дол.; *Fleet Capital* – 4,7 млрд дол.; *CNH Capital* – 4,6 млрд дол.; *Hewlett Packard Tech Finance* – 3,9 млрд дол.; *International Lease Finance* – 3,1 млрд дол.; *Key Equipment Finance* – 3,0 млрд дол.

За кількістю працюючих фахівців американські лізингові компанії до 2008 р. були різними. Наприклад, лізинговим бізнесом у

*GE Capital* займалося 15,1 тис. осіб, в *Caterpillar Financial* — 928 осіб, а в *Philip Morris Capital* — 56 осіб.

У табл. 11.2 наведено види лізингових компаній США. Обсяги лізингових операцій з 2002 по 2007 рр. диференціювалися наступним чином: мікроюгоди — вартістю до 25 тис. дол.; малі операції — вартістю від 25 тис. дол. до 250 тис. дол.; середні операції — вартістю від 250 тис. дол. до 5 млн дол.; крупні операції — вартістю понад 5 млн дол. Рівень розвитку лізингу в США визначається і наявністю півтора десятка лізингових асоціацій. Об'єднання в такі асоціації здійснювалося як на федеральному рівні (*Equipment Leasing Association* — приблизно 900 учасників), так і на регіональному рівні — на рівні штату (*California Association of Equipment Lessors*), а також і за видами устаткування (*Truck Renting and Leasing Association National*) та ін.

Необхідно зауважити, що у зв'язку з фінансово-економічною кризою 2007–2008 рр., значна кількість фінансових установ США опинилися в скрутному становищі. Це стосується і лізингодавців. У зв'язку із структурною перебудовою всієї фінансово-економічної системи США значні зміни очікуються і в лізинговому бізнесі.

Таблиця 11.2

#### Види лізингових компаній США

№ пор.	Вид лізингової компанії	Провідні лізингодавці
1	Аффіліровані з американськими банками	City Capital, Bank of America Leasing & Capital Grp., Fleet Capital, First Union Leasing, Key Equipment Finance, Us Bancorp Leasing & Financial, Bank One Leasing
2	Кептивні (дочірні)	IBM Global Financing, Caterpillar Financial Services, John Deere Credit, CNH Capital, Hewlett Packard Tech Finance, Xerox Credit, Mercedes – Benz Credit, Boeing Capital, Navistar Financial
3	Аффіліровані з виробниками обладнання (майна)	GE Capital, Philip Morris Capital Corp., Verizon Capital Corp., Textron Financial
4	Незалежні компанії	CIT Group., GATX Capital, Finova Capital, Comdisco, Ryder Sistem
5	Аффіліровані з іноземними виробниками	Heller Finance, Chrysler Capital Company, FAB Leasing, BTM Capital, ORIX Financial, Hitachi Credit America Services

Так як поняття оренда в США використовується як поняття лізинг, ми будемо використовувати поняття оренди в контексті лізингу. На сьогодні в США здійснення оренди фундаментально обґрунтовано і вона має різноманітні форми. Але найпоширенішими є три форми: 1) пряма оренда; 2) продаж з орендою; 3) кредитна “важлива” оренда [13, с. 456–477]. Кожний вид оренди припускає різні види договорів, які відповідають вимогам обліку для орендаря і орендодавця. Вимоги бухгалтерського обліку можуть впливати на вибір орендарем того чи іншого виду оренди, а також на фінансові показники орендаря.

1. **Пряма оренда.** *Пряма оренда (direct lease)* дає змогу орендарю використовувати активи, що є власністю орендодавця. За це орендар робить орендодавцю відповідні внески. Угоди щодо прямої оренди передбачають, що орендодавець здійснює обслуговування активів і такі угоди називаються орендою з обслуговуванням (*service lease*). Другою важливою рисою прямої оренди є застереження щодо анулювання (*cancellation clause*), що дає право орендарю приймати у встановлені терміни рішення щодо відмовлення від оренди.

Різновидів орендодавців у США не менше, ніж орендарів. Виробники дорогого обладнання, наприклад, комп’ютерів або копіювальної техніки часто здають їх в оренду компаніям і приватним особам. Компанії, які здійснюють перевезення вантажів, закуповують вантажівки для того, щоб їх здавати в оренду. Деякі компанії займаються тільки здачею купленого ними майна в оренду на короткий строк. Фінансові посередники також часто купують дороге обладнання, щоб здавати його в оренду. Це може бути для них супутня діяльність, яка приносить великі податкові зиски.

2. **Продаж з орендою.** *При продажі з орендою (sale and leaseback)* компанія продає актив (найчастіше нею куплений) іншій стороні, і потім укладає договір про те, що продавець орендує цей актив. Новий власник володіє правом власності на даний актив і на всі зиски, які створюються даним правом, такі як податковий кредит і амортизаційні відрахування. Орендар отримує в користування актив і кошти від його продажу.

У більшості випадків актив продається за нормальною ринковою ціною. Головною перевагою продажу з орендою є особливості обліку.

3. **“Важлива” оренда.** *“Важлива” оренда* містить використання фінансового “важеля”, який не фігурує у двох інших видах оренди. Третя сторона — кредитор, надає орендодавцю більшу частину кош-

тів, які необхідні для купівлі активу, який планується здавати в оренду. Такий вид оренди часто використовується у ситуаціях, коли на купівлю активу потрібні значні кошти.

Водночас для орендаря не існує значної різниці між “важільною” орендою і двома іншими її видами. Різниця полягає тільки в орендних платежах, які повинні отримуватися орендодавцем і розмір яких залежить від сили “важеля”. Орендодавець, навпаки, по-іншому оцінює “важільну” оренду. Так як він боржник, то повинен сплачувати відсотки за кредит. Сума кредиту визначає розмір і розпис (амортизацію) платежів. Вигідність даного типу оренди визначається виключно особливостями обліку.

**Облік орендних відносин.** У кожного виду оренди в США, як уже зазначалося, у зв'язку із специфікою методів обліку, що використовуються, існують свої різновиди. Розглянемо особливості оподаткування в США, які не рідко є значним чинником при виборі оренди. У 1976 р. Рада із стандартів фінансового обліку США (*Financial Accounting Standard Board (FASB)*) встановила процедуру обліку оренди. До даного терміна у фінансовому звіті орендні зобов'язання або зовсім не відображалися, або відображалися тільки в примітках. У результаті оренда, яка нагадувала придбання в кредит, легко “ховалася” і не виокремлювалася в балансі. З 1976 р. встановлений новий звіт № 13 (*Statement № 13*) вимагає, щоб оренда основних засобів відображалася у фінансових звітах орендаря так само, якби ці активи належали компанії. Зміст полягає в тому, що якщо договір оренди складений так, що орендар несе всі ризики, які утворюються активом, і отримує при цьому всі зиски, то даний актив повинен знайти відповідне відображення у звітності.

При поділенні орендних відносин на інвестиційну оренду і операційну оренду (прокат) використовують таке правило. Для орендаря ситуація інвестиційної оренди виникає у наступних чотирьох випадках: 1) якщо за договором орендар стає власником активу ще до закінчення контракту, включаючи час, який передбачений угодою щодо продовження оренди; 2) якщо договір про оренду передбачає можливість викупу активу орендарем за ціною суттєво меншою, ніж ринкова ціна; 3) якщо договір про оренду укладений на строк, який дорівнює або перевищує 75 % нормативного строку експлуатації активу, який залишився, якщо тільки актив ще не відпрацював 75 % нормативного строку; 4) якщо приведена вартість мінімальних орендних платежів, включаючи будь-які гарантії орендаря, які пов'язані із за-

боргованістю й іншими витратами орендодавця, дорівнює або перевищує 90 % справедливої ринкової ціни орендованого активу.

Оренда, яка не відповідає даним критеріям, розглядається і враховується як операційна оренда, або прокат.

**Інвестиційна оренда.** У випадку інвестиційної оренди (*capital lease*), тобто оренди, яка розглядається як фактичне придбання активу, що відповідає поняттю “фінансовий лізинг” за українським законодавством, орендар враховує актив так само, якби він придбав його в кредит. При цьому робляться однакові записи в актив і пасив балансу, що відображує “придбання” активу компанією і її зобов’язання регулярно виплачувати орендні платежі. Єдина проблема полягає у визначенні вартості активу. Існуючий норматив вимагає двох оцінок: 1) дисконтної оцінки; 2) справедливої оцінки ринкової вартості.

**Дисконтна оцінка.** Дисконтна оцінка (*discount rate estimate*) припускає дисконтування суми мінімальних орендних платежів і прибутку від можливого викупу активу за вирахуванням усіх операційних витрат (страхування, технічного обслуговування і податків), які можуть виникнути в орендаря і включаються до орендних платежів. При цьому ставкою дисконтування є гранична кредитна ставка (*marginal borrowing rate* ( $K_b$ )), або відсоткова ставка, яка припускається договором оренди. За цією ставкою прийшлося би орендарю платити, якби він взяв застрахований кредит для купівлі активу, який орендується з тими самими строками погашення, що і в договорі про оренду.

Окрім граничної кредитної ставки використовується поняття “поставлена ставка” (*implicit rate*), яка є внутрішня ставка доходності, і встановлює чисті витрати орендодавця за активом, які дорівнюють приведеній вартості суми орендних платежів і залишковій вартості, яка може бути реалізована за закінченням строку оренди.

**Залишкова вартість** (*residual value*) — оцінка ринкової ціни активу, який орендується наприкінці строку оренди. За допомогою залишкової вартості орендодавці часто переносять на орендарів ризик втрати. Величина гарантованої залишкової вартості — це ціна, яку повинен сплатити орендар за придбання активу наприкінці строку оренди.

Розглянемо на наступному прикладі, як визначають поставлену ставку при інвестиційній оренді в США.

**Приклад.** Місто Х взяло в оренду (фінансовий лізинг) 10 автобусів строком на 10 років. Автобуси були придбані банком *Metropolitan*, який і виступив як орендодавець. Річна орендна плата становить

85 тис. гр. од., а по закінченню строку оренди місто може викупити автобуси за 20 тис. гр. од. Їх ринкова ціна наприкінці строку оренди очікується на рівні 20 тис. гр. од. За оцінкою міста, придбання автобусів за даним способом обійшлися банку в 544337 гр. од. Поставлена відсоткова ставка оренди (інвестиційного лізингу) — це ставка  $r$  із наступного рівняння:

$$544337 \text{ гр. од.} = 85000 \text{ гр. од.} + \sum_{t=1}^9 \frac{85000 \text{ гр. од.}}{(1+r)^t} + \frac{20000 \text{ гр. од.}}{(1+r)^{10}}. \quad (11.1)$$

Це означає, що: Вкладання в актив = Орендний платіж першого року + Приведена вартість суми орендних виплат за 9 років, які минули + Приведена вартість витрат на викуп активу.

Вирішення даного рівняння відносно  $r$  дає значення визначеної ставки за орендою — 12 %. Ставка за орендою може бути більше, менше або дорівнювати граничній ставці запозичення. Якщо вона нижче граничної ставки запозичення, тоді слід використовувати саме поставлену ставку, а в двох інших випадках орендодавець може приймати рішення на свій вибір. У прикладі було припущено, що гранична ставка запозичення для орендаря дорівнює 12 % і орендодавець вибирає поставлену ставку. Дана ставка за орендою може бути вище граничної ставки запозичення для орендаря, так як орендодавець, імовірно, може бути спроможним купити активи за більш низькою ціною, ніж орендар, або тому, що орендодавець буде спроможним використати інвестиційний податковий кредит, якщо останній доступний (тобто якщо він не перейшов взагалі до орендаря у вигляді скорочення орендних платежів і якщо він взагалі передбачений діючим податковим кодексом). Так як ці дві відсоткові ставки, кожна з яких має відношення до умов оренди, можуть відрізнятися, то їх співставлення, безперечно, кращий критерій вибору між купівлею майна і орендою, особливо з врахуванням того, що витрати орендодавця можна оцінити тільки за припущенням. Орендодавці рідко розкривають інформацію щодо витрат на придбання активу, який надається в оренду. Зауважимо, що за величиною граничної ставки запозичення 12 % приведена вартість зобов'язань орендаря становить 544337 гр. од. Окрім того, у прикладі припускається, що гранична ставка податку за орендою становить 25 %.

***Справедлива оцінка ринкової вартості лізингового майна.*** Відповідно до нормативів податкового законодавства США необхідно визначити справедливую ринкову вартість активу на момент укла-

дення договору щодо оренди. Орендар, зазвичай, фіксує інвестиційну оренду в активи і пасиви балансу за нижчим значенням: 1) приведеної вартості орендної плати, або 2) справедливої ринкової вартості на момент початку оренди.

У наведеному прикладі вважається, що справедлива ринкова вартість автобусів, які оренднуються, дорівнює 600000 гр. од. Меншою із величин, які розглядаються, буде приведена вартість — 544337 гр. од., і це значення записується в актив рахунка “Основні засоби”.

Для внесення запису в пасив балансу потрібні деякі уточнення. Насамперед слід визначити графік відсоткових платежів і баланс зобов'язань за орендою. Розмір кожного платежу, який не записаний як відсоток у балансі зобов'язань за орендою (різниця між сумою платежів за орендою і відсотків як при погашенні основної суми боргу), повинен бути перед сплатою зафіксований як поточне зобов'язання за орендою. Після цього баланс зобов'язань за орендою ведеться як довгострокові зобов'язання за орендою. Інформація для складання фінансового звіту за орендою наведена у наступних таблицях. Так, у таблиці 11.3 надана схема амортизаційних відрахувань за методом суми років. Формула розрахунку за даним методом (*SYD* – *sum of-years digits*) така:

$$SYD = \frac{N(N+1)}{2}, \quad (11.2)$$

де  $N$  — строк експлуатації, який планується.

У нашому випадку  $N = 10$ , так що  $SYD = 10(10 + 1)/2 = 55$  років. Вихідні дані: 1) вартість активу — 544337 гр. од.; 2) залишкова вартість наприкінці року 10—20 000 гр. од.; 3) нарахування амортизаційних відрахувань здійснюється за методом суми років.

Сума щорічної амортизації була розрахована таким чином:

Перший рік:  $(544337 \text{ гр. од.} - 20000 \text{ гр. од.}) \cdot 10/55 = 95334 \text{ гр. од.}$

Другий рік:  $524337 \cdot 9/55 = 85801 \text{ гр. од.}$

...

Десятий рік:  $524337 \text{ гр. од.} \cdot 1/55 = 9533 \text{ гр. од.}$

У табл. 11.3 наведено розрахунок орендних платежів, включаючи річну суму оренди, відсотків за орендою, суму скорочених зобов'язань за орендою і зобов'язання за орендою, які залишилися.

З табл. 11.3 і 11.4 ми бачимо, що витрати, які входять до орендних платежів і сплата відсотків, є відрахуванням з доходу орендаря. Вибір методу амортизації залежить від того, які з чотирьох критеріїв

Таблиця 11.3

**Графік амортизаційних відрахувань для міста за автобуси**

Рік	Амортизаційні відрахування, гр. од.	Ціна основних засобів, які орендуються, гр. од.
0	0	544337
1	95334	449003
2	85801	363202
3	76267	286935
4	66734	220201
5	57200	163001
6	47667	115334
7	38134	77200
8	28600	48600
9	19067	29530
10		20000
	Сума амортизаційних платежів — 524 337 гр. од.	

Таблиця 11.4

**Розрахунок орендних платежів**

Початок року	А	В	С	Д
	Орендна плата, гр. од. ( $A = B + C$ )	Відсоток за оренду, гр. од. ( $B = D \times 0,12 \%$ )	Скорочення зобов'язань, гр. од. ( $C = A - B$ )	Зобов'язання, які залишилися, гр. од. ( $D = D - C$ )
1	2	3	4	5
0	85 000	0	85 000,00	544 337,00
1	85 000	55 120,44	29 9879,56	459 337,00
2	85 000	51 534,89	33 465,16	429 456,44
3	85 000	47 519,07	37 480,93	395 992,28
4	85 000	43 021,36	41 978,64	358 511,35
5	85 000	37 983,93	47 016,08	316 532,71
6	85 000	32 342,00	52 658,00	269 516,64
7	85 000	26 023,04	58 976,96	216 858,64
8	85 000	18 945,80	66 054,20	157 881,68



1	2	3	4	5
9	85 000	11 019,30	73 980,70	91 827,48
10	85 000	2141,61	17 846,78	17 846,78
10 (кінець року)	20 000			0

Вихідні дані: 1) початкова вартість активу — 544337 гр. од.; 2) відсоткова ставка — 12 %; 3) щорічна орендна плата становить 85000 гр. од., а останній платіж наприкінці року дорівнює 20000 гр. од.

інвестиційної оренди, що перелічені на початку даного параграфу, виконуються. Якщо виконані критерії 1 або 2 і орендар стає власником активу, тоді він слідує звичайним правилам амортизації. Якщо критерії 1 і 2 не виконуються, а виконуються критерії 3 і 4, тоді актив підлягає амортизації за строк дії угоди про оренду.

Відсотки за орендою нараховані як 12 % від суми зобов'язань, що залишилися (скорочення зобов'язань за орендою — це різниця між орендною платою і відсотком за орендою; зобов'язання, які залишилися — це різниця між зобов'язаннями попереднього року і скороченням зобов'язань у поточному році). Залишкова вартість 20000 гр. од. сплачується орендарем орендодавцю наприкінці десятого року за переведення права власності на активи (автобуси). У балансовому звіті, який складається наприкінці кожного року, відсотки за орендою і скорочення зобов'язань за орендою відображаються у поточному пасиві, а заборгованість, яка залишається за орендою, вноситься до строки “Довгострокова заборгованість за орендою”.

Припускається, що орендна плата вноситься на початку року. Якщо б оренда сплачувалася наприкінці року, то в поточних активах відобразилося би скорочення поточних зобов'язань за орендою. Відповідно до існуючих у США правил обліку і звітності за орендою нарахування відсотків веде до скорочення акціонерного капіталу. І хоч ці зміни є тільки результатами практики обліку (так як впливають на величину дохідності і фінансових коефіцієнтів), вони все ж таки непокоять акціонерів, менеджерів, кредиторів і всіх інших учасників. Таким чином, тільки відповідність критеріям 1 і 2 дає орендарю більшу гнучкість у проведенні політики амортизації. Фінансовий звіт супроводжується примітками, серед яких: опис активів, які орендуються у відповідності і з функціональними

особливостями, графік мінімальних платежів за орендою на наступні п'ять років, непередбачені орендні платежі за звітний період. Крім того додається загальний опис договорів про оренду, в тому числі вказуються всі обмеження, які встановлюються договором оренди.

**Звітність у випадку операційної оренди.** Фінансовий звіт у випадку операційної оренди (прокату) повинен містити ті самі примітки, що і при інвестиційній оренді, тільки без їх включення до балансу. До звіту про доходи і витрати можна не включати амортизаційні і відсоткові платежі. Для фінансового менеджера різниця в різних видах оренди визначається тільки одним чинником — впливом на величину чистого доходу. Аналіз показує, що в короткостроковій перспективі витрати за інвестиційною орендою суттєво вищі, ніж у випадку простого прокату (операційної оренди) обладнання. Але з роками така різниця зменшується, так як сума амортизаційних відрахувань і відсоткових платежів стає меншою, ніж пряма орендна плата. Таким чином, при врахуванні зростання вимог до короткострокового прибутку, договори про оренду необхідно оформляти таким чином, щоб витрати за нею не знаходили своє відображення у фінансових звітах. Для більшості американських компаній та інвесторів прибутковість акціонерного капіталу є важливим показником, і це загострює питання щодо капіталізації оренди. Показник дохідності акціонерного капіталу скорочується із-за прирощення активів у тому ступені, в якій різниця між орендною платою і амортизаційними відрахуваннями перевищує різницю між загальними витратами на оренду, що вираховуються з доходу, і орендною платою. Все це є простим наслідком того, що використовуються ті чи інші методи нарахування амортизації і додержуються процедури обліку і звітності, які вимагаються законом.

Все це, що ми розглянули, стосується того, який ефект на звітні показники звітності робить підвищення капіталізації. Окрім того, проведені дослідження, як угоди щодо оренди впливають на ліквідність компанії і показники ризику.

**Оренда з точки зору орендодавця.** Для орендодавця питання обліку і звітності не такі складні, як для орендаря. Перед орендодавцем не стоїть проблема вибору між капіталізацією активу і позабалансовим обліком, так як він є власником активу, що враховується на його балансі і повинен знайти відображення у всіх відповідних формах звітності. Вартість активу орендодавцем визначається пере-

важно так само, як і орендарем (за винятком одного випадку, коли вартість активу більше або менше, ніж його ціна).

**Практика оцінки доходів і використання аналізу приведеної вартості для вибору між орендою і купівлею.** Роблячи вибір між купівлею активу і його орендою необхідно: 1) оцінити строки і обсяги витрат і надходжень за кожним варіантом; 2) підібрати адекватну ставку дисконтування. Вибір робиться на основі зіставлення доходів у випадку оренди і доходів у випадку купівлі, яка здійснюється виключно за рахунок боргу. У даній ситуації інвестиційне рішення приймається окремо від рішення щодо фінансування. Може так статися, що керівництво відмовиться від прибуткової оренди, незважаючи на те, що всі інші альтернативи придбання активу будуть неприбутковими. Зробимо зауваження, що в аналізі вибору між орендою і покупкою будемо виходити з того, що ми шукаємо найкращий проект, а не вибираємо найкращу з альтернатив. При цьому ми також припускаємо, що оренда фінансується виключно за рахунок боргу.

Для початку виокремлюються важливі особливості оренди в США. Незалежно від методу обліку, який використовується із доходу, що оподатковується, може бути вирахувана тільки величина орендної плати. Витрати на амортизацію і відсотки не здійснюють вплив на податки і дохід. Тобто капіталізація оренди з економічної точки зору нічого не змінює. У питанні про капіталізацію має значення тільки одне — чи визнає податкова служба те, що має місце дійсна оренда, або вона вирішить, що у даному випадку відбувався замаскований продаж, і метою цього маскування є ухилення від податків.

Критерії справжньої оренди визначені *Правилом 55–540 (Ruling 55–540)* Податкового управління США, яке встановлює, що основною ознакою оренди (надалі в контексті лізингу) є можливість викупу активу орендаря після виплати залишкової вартості або після її використання протягом більшої частини нормативного строку експлуатації. Вважається, що існує два приблизно еквівалентних підходи до дисконтного аналізу доходів від оренди. У першому підході метою є максимізація дисконтованих після податкових доходів. У другому випадку — пошук найменшого потоку доходів, виходячи із припущення, що купівля і оренда дають рівні доходи. Для спрощення у подальшому використовується другий підхід. Для аналізу вибору “оренда” чи “лізинг” можна використовувати метод визначення приведеної вартості (*PV*). Відповідно з даним методом найкращим є варіант, який дає найменше значення приведеної вартості. Для ілю-

страції будемо використовувати наведений раніше приклад оренди автобусів.

**Оцінка залишкової вартості при фінансовій оренді.** Для оцінки залишкової вартості об'єкта оренди використовується модель *Лі, Мартіна і Сенчака* (1982) для того, щоб показати, як модель опціонного ціноутворення використовується у даному аналізі. Ціна активу, який придбаний ( $S_0$ ) і який підлягає оренді, визначається так: ( $S_0$ ) = Приведена вартість післяподаткової орендної плати [ $L(1 - t_c)$ ] + Приведена вартість податкового “щита”, який створюється обліком зносу (відтворююча вартість) + Післяподаткована залишкова вартість активу, який орендується [ $S_n(1 - \tau_c)$ ] за завершенням договору про оренду в рік  $N$ .

$$SN = [\max(0, S_n - E) + msn(S_n, E)]. \quad (11.3)$$

### Досвід лізингових послуг Великої Британії

Характерною рисою англосаксонської системи права є той факт, що в будь-який договір складовою частиною входять особливі умови, які сторони мали на увазі (це є специфічним інститутом англійського права), які використовуються судами для виконання волі сторін, якщо вони не зробили застереження з якого-небудь питання у контракті. Не є виключенням і договір лізингу. Зазначені умови містяться в Законі “Про постачання товарів і послуг”: 1) умова про “спокійне” володіння майном лізингоодержувачем протягом всього строку дії договору; 2) умова про те, що майно, яке є предметом договору, відповідає вимогам щодо якості; 3) умова про придатність майна для спеціальних цілей, якщо лізингоодержувач під час переговорів довів до відома це іншій стороні. В англійському праві договори лізингу та майнового найму належать до групи відносин, які називаються залежним утриманням. Договір лізингу ніколи не може перерости у договір купівлі-продажу, у нього ніколи не включається опціон (документ, який засвідчує право придбати або продати певне майно на визначених умовах у майбутньому). Договір лізингу в Англії не відноситься до різновиду договору оренди (звичайної). Ознаки договору лізингу в Англії: 1) він складається на термін, не менший 75 % терміну амортизації; 2) у ньому передбачена повна чи практично повна виплата вартості устаткування. Фінансовий лізинг в Англії має ряд особливостей — збереження за лізингодавцем права власності на майно на весь період договору, по закінченні якого відбува-

ється купівля; вибір типу устаткування і постачальника здійснюється тільки орендарем, на ньому ж лежить відповідальність за транспортування, стан і ремонт устаткування, починаючи з підписання договору; якщо орендар відмовляється по закінченні договору викупити устаткування і воно продається лізинговою фірмою третій особі, то орендар має право претендувати на частину виторгу від цього продажу.

### Досвід лізингових послуг Франції

У Франції увага до лізингового бізнесу була звернута наприкінці 50-х років ХХ ст. Першу лізингову угоду було підписано 22 лютого 1961 р. компанією *Separafitec*. У 1962 р. ця компанія була перейменована в “*Локофранс*”. Через чотири роки у 1965 р. у Франції вже налічувалося 28 лізингових компаній. Законодавчий акт про лізинг — Закон від 2 липня 1966 р. № 66-455 “Про підприємства, що практикують кредит-оренду” визначає і регулює лізинг устаткування і нерухомого майна. Лізингові операції характеризуються трьома основними критеріями: лізинг з опцією викупу майна або без опціону на викуп майна; лізинг обладнання або лізинг нерухомості; лізинг для професійних чи приватних цілей. Угоди з опцією викупу майна за залишковою вартістю називаються *credit-bail* або фінансовий лізинг. Відповідно до законодавства фінансовий лізинг має місце тільки у тому випадку, якщо: лізингодавець купує обладнання до його подальшої здачі в оренду; лізингодавець надає лізингоодержувачу право викупу майна за заздалегідь обумовленою ціною, що враховує розмір попередньо зроблених лізингових платежів; лізингоодержувач використовує обладнання для виробництва або у комерційній діяльності.

Угода буде визнана як *credit-bail*, якщо обладнання лізингодавцем буде куплено у третьої сторони. Виробник устаткування не може здати його в лізинг за договором *credit-bail*, тобто не допускається прямий лізинг. Короткострокові угоди фінансового лізингу (тривалістю до двох років) становлять великий інтерес для Центробанку Франції, який з 1997 р., поряд з комерційними банками, кредитує контракти *credit-bail*.

Угоди з опцією викупу рухомого майна за залишковою вартістю називаються *location avec option d'achat (LOA)*. Ці угоди проводяться з обладнанням для споживчих цілей, в основному, з приватними автомобілями.

Угоди без опціону на викуп майна за залишковою вартістю називаються *location*.

Діяльність компаній, які займаються *credit-bail* і *LOA*, підлягає прямому державному регулюванню. Ці компанії повинні бути зареєстровані, і отримати статус фінансової компанії в Центробанку Франції. Вони повинні виконувати певні зобов'язання по мінімуму капіталу, прийнятного для ведення бізнесу, знаходитися під наглядом *Commission Bancaire*. Компанії, що позиціонуються як *location*, такими вимогами не обмежені.

Лізинг нерухомості також визначається Законом 1966 р., відповідно до якого у Франції були створені товариства по операціях з нерухомістю у сфері промисловості і торгівлі (*SIKOMI*). Цим компаніям надаються істотні податкові пільги. Звичайна угода по лізингу становить 15–20 років. Специфікою є те, що до об'єкта договору лізингу відноситься земля. Згідно французькому Податковому кодексу у відносинах лізингодавця і лізингоодержувача тільки перший може амортизувати активи, які здаються в оренду. Амортизація може здійснюватися за прямим методом або, у деяких випадках, за методом зменшення залишку. Суми, що сплачуються лізингоодержувачем за здійснення права купівлі, розглядаються як капітальні витрати. При отриманні активу лізингоотримувач може амортизувати ці суми.

Багато лізингових компаній Франції об'єднані у складі національної асоціації (*Association Francaise des sociétés financières — ASF*). Згідно з даними *ASF* і *LEASEUROPE*, у 2005 р. до складу цієї асоціації входили 123 компанії. У 2006 р. вартість усіх нових укладених договорів лізингу становила 36 млрд 99 млн 290 тис. євро. Це на 4,3 % більше результату попереднього 2005 р. Разом з тим питома вага лізингу в загальному обсязі інвестицій у цій країні не настільки велика, як в інших економічно розвинених країнах. У 2005 р. лізинг відповідав 11,7 %, а його питома вага у ВВП — 1,35 %. Найбільш великі лізингодавці Франції (табл. 11.5) займають високі місця у світовому та європейському таблиці про ранги.

У табл. 11.5 показано шість основних лізингодавців, які тримали 80,9 % лізингових операцій в країні, а на частку перших двох — *SG Equipment Finance* і *BNP Paribas Lease Group* доводилося 47,7 %.

Обсяг заборгованості лізингоодержувачів за діючими договорами (лізинговий портфель) у першій шістці перевищував вартість нового бізнесу в 2,308 рази. Середня вартість укладених договорів лізингу

## Провідні лізингодавці Франції у 2006 р.

Компанія	Обсяг нового бізнесу в Європі, млн євро	Обсяг портфеля лізингу, млн євро	Кількість нових контрактів	Середня вартість одного лізингового контракту, тис. євро
SG Equipment Finance	8917,418	18020,269	130631	68,3
Credit Agricole Leasing	3766,805	11831,198	69383	54,3
BNP Paribas Lease Group	8312,908	20255,721	250083	33,2
RCI Banque	3277,518	5132,496	218632	15
Arval	2955,02	5952,315	172147	17,2
NATIXIS Lease	1968,32	6204	17481	112,6
Всього:	29197,989	67395,999	858357	34

становила всього 34 тис. євро, так як була висока питома вага лізингу легкового автотранспорту. Цей показник значно менший, ніж в інших європейських країнах-лідерах лізингового ринку.

Являє інтерес зміна структури лізингу обладнання у Франції. Для порівняння зіставимо дані *ASF* за 2005 і 2000 рр. Найбільшим коливанням були схильні такі сегменти ринку, як лізинг обладнання (-6,3 процентних пунктів) і автотранспорт — у сукупності збільшення тут становило 7,1 процентних пунктів. Основна маса договорів лізингу обладнання (87,8 %) у країні укладалася на строк від 2 до 5 років; на строк від 5 до 10 років — 10 %; на більше ніж 10-річний період — менше 2 % договорів. У Франції традиційно популярний лізинг нерухомості. Закон надав режим податкової відкритості “компаніям з нерухомості в торгівлі і промисловості”, виключним об’єктом діяльності яких була оренда приміщень для виробничих потреб. Більшість договорів лізингу нерухомості (90 %) укладаються на строк від 8 до 16 років. Менше ніж на 8 років укладаються всього 10 % договорів. Однак середня вартість договорів лізингу нерухомості не настільки велика, наприклад, у компанії *NATIXIS Lease*, що спеціалізується на цьому бізнесі, даний показник становив у 2006 р. всього 112,5 тис. євро. Дуже розвинений лізинговий бізнес у французькому банку *Societe Generale*. Тут була створена одна з найбільш розгалужених

лізингових структур *Sogelease*, розташованих по всьому світу. За су-марними обсягами — це один з найбільших лізингодавців у Європі та світі. Фінансування лізингу здійснюється за такими основними групами майна: 1) транспортне (кораблі, літаки, контейнери, трайлери); 2) нафтове (платформи, баржі та судна, заводи); 3) міські будівлі та обладнання для громадських робіт; 4) великі інвестиційні програми в області інформаційних технологій, створення і модернізації промислових і будівельних підприємств; 5) медичний сектор. Строки лізингу в компаніях банку *Societe Generale* варіюються від 3 до 18 років залежно від терміну життя майна. Інший найбільший лізинговий оператор — *BNP Paribas Lease Group*, який утворився при злитті у 2000 р. *UFB Locabail* і *BNP Lease*. Тут працює 2385 співробітників, у тому числі 1544 у 59 офісах у Франції та 841 — в інших 14 країнах. На частку цього лізингодавця припадає понад 20 % лізингового ринку Франції.

### **Досвід лізингових послуг Німеччини**

Лізинг як вид підприємницької діяльності з'явився в Німеччині у 60-х роках ХХ ст. Тобто досвід здійснення лізингу в Німеччині на-раховує вже більше 50 років. Так як Німеччина в світі вважається країною техніки, то дуже швидко в країні стало зрозуміло, що цей фінансовий інструмент стає найкращим для потреб компаній: він не має ніякого впливу на баланс лізингодавця, він не погіршує ліквідність, не потрібні позичкові лінії; також він надає тверду базу для розрахунків ціни, з відповідною ціною та потоком прибутків, що має позитивний вплив на фінансування: ефект “плати, як заробиш” (“*pay-as-you-earn effect*”). Окрім того лізинг забезпечує розвиток малого і середнього бізнесу в країні. Лізинг у Німеччині став важливим фактором ділової активності, особливо для капіталовкладень у національну економіку. Лізингова індустрія бере на себе все більше завдань, які привели до створення Німецької Лізингової Асоціації у 1972 р., яка на сьогодні налічує більше ніж 300 німецьких найкращих компаній, що покривають 86 % загального лізингового ринку в Німеччині.

**Обмеження, правила та нагляд.** У Німеччині не існує обмежень щодо створення та ведення лізингової діяльності лізинговими компаніями. Лізингові компанії оперують як комерційні компанії з обмеженою відповідальністю (*Ltd.*), чи акціонерні компанії (АК). Загалом, не існує обмежень на типи активів, що орендуються.



Залежно від того, хто створює лізингову компанію, розрізняють не-банківські лізингові компанії і ті, що створюються банками. Лізингові компанії, які не є банківськими дочками, не підпадають під банківські правила. Лізингові компанії, що належать банкам, підпадають під банківський нагляд непрямо, а тільки, коли їх діяльність підпорядковується головній конторі та її фінансовій звітності з метою групового нагляду. До 2000 р. існувала тенденція щодо включення всіх лізингових компаній до прямого банківського нагляду стосовно звітів про фінансові трансакції, що перевищували поріг у 3 млн DM (великі позикові правила). З точки зору цивільного права, це було не ефективним. Взагалі, лізинг у Німеччині не є різновидом позики і тому не є об'єктом банківського нагляду.

**Лізинг у Німеччині за цивільним та податковим законодавством.** За цивільним законодавством лізингові контракти у Німеччині розглядаються як орендні угоди. Податкове законодавство слідує за цивільним законодавством у класифікації лізингових контрактів. Взагалі, лізингодавець у Німеччині є законним та економічним власником і повинен надавати звіт про активи, що він орендує. Інакше, якщо обробка звітності лізингового контракту розглядає лізингоодержувача як економічного власника, то орендовані активи повинні розглядатися як активи на балансі лізингоодержувача. Таким шляхом лізинговий контракт класифікується як позикова операція.

Питання економічного володіння є дуже важливим у Німеччині тому, що це визначає шлях, яким капіталізуються орендовані активи на комерційних та податкових рахунках. Концепція економічного володіння визначена у параграфі 39 Податкового кодексу. Відповідно до цього законодавства економічним власником є той, за цивільним законодавством, хто може виключити законного власника з використання орендованих активів. Виняток виникає, коли лізингоодержувач може виключити лізингодавця на довгий термін з користування орендованими активами. Таким чином, економічна власність на активи залишається за лізингоодержувачем. Варто зазначити, що термін “*економічна власність*” використовується у кількох країнах Європи.

На практиці спеціальні правила, розроблені податковою владою Німеччини, використовуються для визначення економічної власності на активи. Лізингові правила підпадають під дві категорії: повна окупність лізингових постанов (впроваджені у 1971 та 1972 р.) та не-

повна окупність постанов (впроваджені у 1975 та 1991 р.). У всіх випадках економічний власник повинен капіталізувати актив у своєму балансі. Коли лізинговий контракт не відповідає лізинговій постанові, не відноситься до економічної власності орендованих активів лізингодавця, контракт класифікується у цілях розрахунків як контракт на покупку в кредит. Контракти на “спеціальний лізинг”, за якими тільки лізингоодержувач може економічно використовувати актив, також відносяться до контрактів на покупку в кредит. У ФРН, де комерційний баланс має визначне значення для податкового балансу, податкові характеристики лізингового контракту не можуть бути відділені від комерційних та юридичних характеристик. Коли контракт приписує економічну власність орендованих активів лізингодавцю, то цей актив повинен бути капіталізованим на комерційному та податковому балансах лізингодавця. Капіталізація активу лізингодавцем призводить до низького фіскального (податкового) тягаря для лізингодавця у порівнянні з ситуацією, коли орендовані активи капіталізуються лізингоодержувачем. Це і є важливим привабливим моментом для компаній, що надають перевагу лізингу. Коли орендовані активи капіталізуються лізингоодержувачем, лізингові платежі оцінюються лізингодавцем як податкова пільга. У разі, коли орендований актив капіталізується на балансі лізингодавця та де є лізинговий контракт, тоді класифікуються як контракт на покупку в кредит, лізингові платежі не є податковою пільгою та лізингодавець також стає об’єктом торгового податку.

Законодавство в Німеччині не містить поняття “лізинг”, що підходило б для всіх існуючих форм здачі в оренду інвестиційних або споживчих товарів тривалого користування. У спеціальній літературі і договірній практиці під лізингом розуміється угода, при якій одна сторона (лізингодавець) зобов’язується в рамках своєї діяльності надати іншій стороні (лізингоотримувачу) рухоме або нерухоме майно (предмет лізингу) разом з ризиком, зв’язаним з правом відповідальності, на певний період за погоджену орендну плату. Укладаючи лізингові угоди, підприємство може забезпечити собі значну економію засобів, що були б потрібні для придбання власності, і тим не менш одержують у своє розпорядження на тривалий період необхідне обладнання. Лізинг відповідає вимогам прискорення обертання капіталу у зв’язку із скороченням термінів морального старіння обладнання в умовах бурхливого науково-технічного прогресу. Крім того, його розподіл викликаний диспропорціями між потребами в капіталовкла-

деннях і можливостями їх фінансування, що посилюються по мірі технічного ускладнення і подорожчання машин, обладнання та ін.

У ФРН діють понад 300 лізингових товариств, з яких 2/3 є товариствами з обмеженою відповідальністю, приблизно 20 % припадає на товариства з обмеженою відповідальністю і участю командитів і 5 % на суто командитні товариства. Розподіл обов'язків між лізингодавцем і лізингоотримувачем визначається договором, що закріплює основу їхніх відносин. Розрізняють договори з повною амортизацією вартості предмета лізингової угоди і з частковою. У договорах з *повною амортизацією* лізингові платежі, що здійснює орендар у період основного часу оренди, покривають видатки лізингового товариства, пов'язані з придбанням або виробництвом товару, відсотки за користування предметом лізингової угоди і всі інші побічні видатки. По договорам з *частковою амортизацією* орендар відповідає лише за непокриті видатки, оскільки лізингове товариство не може досягнути їх покриття по закінченні погодженого часу оренди шляхом подальшого використання предмета лізингової угоди (наприклад, нової здачі в оренду або продажу).

Залежно від терміну дії лізингового договору (в Німеччині) розрізняють: **фінансовий лізинг**, коли інвестиційні товари купуються на вимогу орендаря і здаються у довгострокову оренду. По закінченню терміну дії договору орендар має право купівлі товару-об'єкту лізингу; **оперативний лізинг**, коли інвестиційні товари купуються або виготовляються лізинговим суспільством відповідно з наявним на ринку попитом і передаються у короткострокову оренду. Залежно від власника об'єкта лізинг поділяється на: **зворотний лізинг** і **лізинг виробника**. Під формою зворотного лізингу розуміють здачу в оренду товару, придбаного лізинговим товариством у підприємства, що виготовило його або володіє ним і не переданого йому в оренду. Такий вид лізингу застосовується у випадку, коли підприємству необхідно терміново отримати додаткові засоби. Як правило, продавці, а пізніше орендарі, зберігають за собою право опціону, щоб мати можливість викупити об'єкт оренди. Лізинг виробника в Німеччині здійснюється виробником товарів і має, як правило, довгостроковий характер, оскільки лише здача в оренду на тривалий термін забезпечує постійний прибуток від об'єкта оренди. Короткостроковий лізинг фірми-виробники використовують тоді, коли необхідно негайно покрити потребу в засобах або ж вийти на ринок з новим товаром. Існує також **лізинг фінансування** або **лізинг купівлі**. При цьому лізингове това-

риство купує у виробника товарів вимогу, що впливає з договору оренди, укладеного ним зі своїм клієнтом. Виробник у правовому відношенні залишається орендодавцем, однак орендна плата надходить лізинговому товариству.

Залежно від об'єкта оренди лізинг поділяється на три великі групи: лізинг рухомого майна; лізинг нерухомого майна; лізинг споживчих товарів.

У договорі *лізингу рухомого майна* предметом угоди є обладнання підприємств, окремі автомобілі або повний автотранспортний парк, в якому не менше 20 автомашин, особливо обговорюється право орендаря на обмін предмета лізингової угоди по закінченні встановленого терміну оренди на новий, більш досконалий. Змістом договору лізингу нерухомого майна є передача в оренду комплектного виробничого обладнання і оснащення підприємства, включаючи земельні ділянки, будинки і споруди. По договору на лізингове товариство, як правило, покладається контроль і догляд за технічним оснащенням зданих в оренду об'єктів, термін оренди земельних діляниць і будинків становить 20–30 років, а заводського обладнання — 8–12 років (залежно від встановлених законом термінів амортизації).

У лізингу укладають наступні види договорів: *лізинговий договір без опціону*, за яким не передбачаються які-небудь домовленості на період після закінчення основного часу оренди; *лізинговий договір з правом продовження*, за яким орендарю надається можливість продовжити чинність договору в односторонньому порядку. Розмір орендної плати в цьому випадку зменшується проти тієї, що стягувалась протягом основного часу; *лізинговий договір з правом купівлі предмета оренди* після закінчення терміну оренди; *лізинговий договір з автоматичним переходом права власності*; *лізинговий договір з правом дострокового розповсюдження* (застосовується при оренді конторського обладнання); *договір з участю в прибутку від продажу*.

При встановленні орендної плати для лізингу характерно те, що вона визначається у твердому розмірі на весь термін користування об'єктом. Внаслідок цього зростає відповідальність за правильний облік всіх обставин, що можуть виявити вплив на її розмір перед укладенням договору.

Вартість лізингу включає в себе: відсотки за капітал, що інвестувався; суми амортизаційних відрахувань; премії за ризик; винагороди за надані послуги, податки; частку прибутку лізингового товариства. Ця вартість, як правило, перевищує початкову вартість об'єкта

оренди. Залежно від терміну дії договору вона становить 125–155 % початкової вартості об'єкта.

При лізинговій угоді з іноземним партнером кінцевий її результат, що перетинає кордон ФРН, являє собою заміну експорту товарів — експортом послуг. Реалізація експорту фінансових послуг з боку лізингових фірм є, власне, передумовою для здійснення експорту товарів.

До числа найважливіших питань, що вимагають дозвіл при лізингових угодах з іноземними партнерами, фірм Німеччини відносять: перевірку платоспроможності потенційного іноземного лізингоотримувача; врахування юридичних проблем, викликаних наявністю різноманітних правових систем, до яких належать сторони; вивчення податкових і валютних проблем і різноманітних ризиків, включаючи і політичні. Економіка ФРН, де щорічний приріст національного доходу становив 2,5–3 %, вважалася до кризи (та й в умовах кризи) у Західній Європі зразком стабільного розвитку за умов майже незмінних цін. Велику роль у цьому зіграв стабільно працюючий лізинговий бізнес.

Перша спеціалізована західнонімецька лізингова компанія “*Дойче Лізинг GmbH.*” виникла у 1962 р. Незабаром у різних землях ФРН почали з'являтися й інші лізингові фірми як з вузькою спеціалізацією (оренда суден, вантажних автомобілів), так і з широким спектром посередницьких операцій. У 1968 р. такі фірми здійснювали інвестиції вже на 280 млн дол. У 1972 р. частина лізингових компаній і банків об'єдналися в “Німецьку лізингову асоціацію”.

Наприкінці 2008 р. у ФРН здійснювало свою діяльність приблизно 300 лізингових компаній, не враховуючи дочірніх фірм. Причому серед них 70 компаній з капіталом більш як 1 млн марок. За 1970–1990 рр. обсяг обороту компаній-членів “НЛА” зріс з 0,8 до 94,9 млрд марок. Отже, лізингові компанії почали відігравати значну роль в економіці Німеччини. Більш того, їх оборот продовжував зростати навіть у період економічних спадів. У ФРН укладають до 2 млн лізингових угод. Лізингові операції в Німеччині набули поширення, насамперед, у сфері фінансового лізингу, який носить назву інвестиційного. В останні роки можна спостерігати значне зростання лізингових інвестицій, що спрямовуються на модернізацію галузей на основі найновітніших технологій. Водночас обсяг лізингових інвестицій у будівництво нових підприємств скоротився. Домінуючим у лізинговій політиці ФРН став напрям, пов'язаний з інтенсифікацією виробництва,

науки, сервісу, тобто сфери послуг та інформаційних технологій. Сьогодні лізинг дає економіці країни приблизно 13–16 % інвестицій. Збалансована система лізингу є невід'ємною складовою економіки ФРН, забезпечуючи підприємствам і приватним особам доступ до рухомого і нерухомого майна без необхідності задіяти власний капітал. Основні послуги на німецькому ринку лізингу зосереджені при цьому в цивільному секторі. Лізинг як ефективна форма розвитку економіки Німеччини з кожним роком все більш активно впливає на масштаби інвестиційної активності в країні. Так, у 1980 р. питома вага лізингу в усіх інвестиціях становила 2 %, у 1985 р. — 5 %, у 1999 р. — 10 %, у 2008 р. — 15 %, у 2012 р. — 19,1 %. Зараз ця схема забезпечує приблизно 21 % всіх інвестицій в основні виробничі фонди. В абсолютних показниках, за наявними даними, загальна сума переданого в даний час у лізинг майна становить у ФРН понад 200 млрд євро. Щорічний приріст вартості лізингу оцінюється приблизно у 44 млрд євро, з яких на частку рухомого майна припадає 40 млрд євро, об'єктів нерухомості — 4 млрд євро. Найбільш затребувані в цьому плані автомобілі (63,4 %), промислове обладнання (12,1 %), офісна техніка (9,6 %).

У Німеччині діють понад 2000 лізингодавців, з яких 2/3 є товариствами з обмеженою відповідальністю, приблизно 20 % припадає на товариства з обмеженою відповідальністю і участю командитистів і 5 % — на суто командитні товариства. Водночас, у Федеральну асоціацію лізингових компаній Німеччини (*Bundesverband Deutscher Leasing-gesellschaften — BDL*) за станом на 1 січня 2007 р. входило 181 компанія, на долю яких припадало приблизно 90 % всіх лізингових операцій. Серед представників *BDL* — 155 компаній займалися лише лізингом устаткування і транспортних засобів, 9 компаній спеціалізувалися на лізингу нерухомості, 17 лізингодавців здійснювали операції зі всіма видами майна, що передається у лізинг. При цьому 29 компаній були кептивними, 54 компанії належали банкам і 98 компаній були так звані незалежні компанії. Більше ніж 90 % лізингових компаній зареєстровані у формі товариства з обмеженою відповідальністю (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung — GmbH*). У табл. 11.6 відображено вартість лізингових угод у Німеччині за 2000–2007 рр. Пройшовши стадію швидкого розвитку, коли у другій половині 90-х років ХХ ст. щорічні темпи приросту були досить високими — в середньому 9,1 %, на початку ХХІ ст. обсяги лізингу дещо стабілізувалися, і в перші шість років середні геометричні показники щорічних приростів знаходилися на рівні 2,57 %.

У 2007 р. питома вага лізингу устаткування і транспортних засобів дорівнювала 85,1 % від вартості всіх нових договорів лізингу. На лізинг нерухомого майна припадало, відповідно, — 14,9 %. Водночас структура лізингу устаткування і транспортних засобів була така: операції з автомобілями — 49 %; з вантажівками, трейлерами і автобусами — 15 %, тобто на лізинг автотранспортних засобів припадало 64 %. На промислове устаткування припадало 15 %, на офісну техніку і ІТ системи — 9,0 %, на літаки, судна, залізничний рухомий склад — 3,0 %, на медичну техніку — 1,0 %, на інше майно — 1,0 %. Лізингомісткість ВВП та інвестицій у Німеччині за 2001–2007 рр. відображено у табл. 11.7. Незважаючи на чисельність лізингодавців в країні, рівень концентрації лізингового бізнесу в Німеччині досить високий.

Таблиця 11.6

**Вартість нових укладених договорів лізингу в Німеччині  
у 2001–2007 рр.**

Показник лізингу, млрд євро	Рік						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Лізингові інвестиції в устаткування і транспортні засоби	38,64	39,78	38,26	38,45	41,83	44,46	46,00
Лізингові інвестиції в нерухомість	7,76	7,45	9,01	7,52	4,97	5,74	8,05
Лізингові інвестиції разом	46,40	47,23	47,27	45,97	46,80	50,20	54,05

Таблиця 11.7

**Лізингомісткість ВВП та інвестицій в Німеччині за 2001–2007 рр.**

Показник питомих ваг лізингу, %	Рік						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Питома вага лізингу у ВВП	1,72	1,73	2,00	2,05	2,29	1,85	1,94
Питома вага лізингу в загальному обсязі інвестицій	15,51	16,39	17,70	17,60	17,90	18,60	19,10
Питома вага лізингу в інвестиціях в устаткування і транспортні засоби	19,30	20,80	21,70	22,40	23,70	24,10	23,60
Питома вага лізингу в інвестиціях в нерухомість	7,80	7,70	9,90	8,40	5,70	6,70	9,20

Так, у 2007 р. на долю семи лізингодавців, які за своєю структурою є групи компаній, припадало майже 62 % вартості всіх нових договорів лізингу. Наприклад, до *Lbbw-leasing* входять такі компанії: *Sudleasing*, яка у свою чергу має значну кількість підрозділів у Німеччині та інших країнах і займається операціями з великомасштабного лізингу устаткування і транспорту з 1970 р.; *Mkb/mmv* — з 1973 р. спеціалізується на лізингу устаткування малих розмірів; *LHI (LBBW)* володіє 51 % акцій цієї компанії) з 1973 р. здійснює операції на ринку нерухомості.

Другим крупним лізингодавцем є група *Deutsche Leasing*, яка належить консорціуму з більше ніж 300 оцадних кас. Вона представлена на 12 відділеннях у Німеччині і 11 дочірніми лізинговими компаніями у різних країнах, включаючи Росію і Україну (компанія “Дойче лізинг Схід”).

Ще один лізингодавець — група *IKB Leasing GmbH*, яка включає 11 лізингових компаній у Німеччині, Франції, Австрії, Польщі, Чехії, Угорщині. Були плани відкрити ще дві компанії — в Росії і Румунії. У табл. 11.8 наведені провідні лізингодавці Німеччини. Найбільші лізингові компанії Німеччини займають високі позиції у світовому таблиці про ранги лізингових компаній і є провідними в Європі. Багато в чому це зумовлено рівнем кваліфікації кадрів, великим досвідом роботи на ринку (34–45 років), наявністю необхідного фінансування на прийнятних для клієнтів умовах. Середня вартість одного укладеного нового договору лізингу за представлених семи провідних компаніях Німеччини становить приблизно 54 тис. євро. Для прикладу, в Росії у три рази більше. Така вартість контракту зумовлена: чисельністю договорів лізингу автотранспортних засобів і, насамперед, легкових автомобілів; великою кількістю клієнтів малого і середнього бізнесу в різних галузях промисловості, будівництва, сільського господарства, транспорту; значною часткою оперативного лізингу (35 %) у загальній вартості обсягу лізингу.

Незважаючи на широку розповсюдженість лізингу, спеціального закону, що регламентує цей вид діяльності, у Німеччині немає. В якості нормативно-правової бази частково використовуються положення Цивільного кодексу, закону про споживчий кредит, загального податкового кодексу та ін.

Для координації зусиль по захисту своїх інтересів понад 200 найбільших лізингових компаній ФРН заснували Федеральний союз німецьких лізингових підприємств (*Bundesverband Deutscher Leasing-*



## Провідні лізингодавці Німеччини

Лізингова компанія	Місце реєстрації	Рік заснування	Статутний капітал, млн євро	Засновники	Чисельність співробітників, осіб
KG Allgemeine Leasing GmbH	Grunwald	1968	97,6	Dresdner Bank, Bayer Landesbank, HASPA Finanzholding, Sal. Oppenheim	329
Deutsche Leasing GmbH	Bad Homburg	1962	207,0	Deutsche Sparkassen Leasing AG&Co KG	1327, всього, у т. ч.: в Німеччині – 1064, за її межами – 263
Volkswagen Leasing GmbH	Braunschweig	1966	76,0	Volkswagen Financial Services AG	
LBBW – Leasing	Stuttgart	2006	25,0	Landesbank Baden-Wuerttemberg	
VR-Leasing AG	Eschborn	1972	62,0	DZ Bank AG (Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main); WGZ – Bank (West – deutsche Genossenschafts-Zentralbank, Dusseldorf)	1679 всього, у т. ч.: в Німеччині – 1203, за її межами – 476
Commerz Leasing und Immobilien AG	Dusseldorf	1969	26,0	Commerzbank AG, Frankfurt am Main	
IKB Leasing GmbH	Hamburg	1971	42,0	SKB Beteiligungen GmmH, Dusseldorf	312 всього, у т. ч.: 203 в Німеччині, 1–0 за її межами

*Unternehmen*), частка якого на ринку даних послуг становить понад 90 % (залишившуюся нішу займають приблизно 1,9 тис. “Дрібних гравців”). В якості організаційної форми використовується фінансовий лізинг, при якому термін договору практично збігається зі строком корисного використання переданого об’єкта (по його закінченні майно може без додаткової плати перейти у власність замовника), та оперативний лізинг, який передбачає істотно менший термін контракту (по його закінченні об’єкт лізингу передається назад власнику чи укладається новий договір).

Законодавство Німеччини не містить ніяких загальних обмежень типів майна, яке може бути предметом лізингової угоди, немає обмежень і щодо термінів лізингової угоди. Як правило, активи приписуються юридичному власнику (для податкових цілей). Однак, якщо третя особа володіє активом таким чином, що може протягом усього строку корисного використання активу виключити всякий економічний вплив юридичного власника на актив, він може бути приписаний до цієї третьої особи як до економічного власника.

У німецькому праві існують норми, згідно з якими після початку процедури банкрутства лізингоодержувача, він може вирішити, чи буде контракт завершений. Певний вплив на діяльність німецьких лізингових компаній надають регіональні нормативні акти з лізингу, що прийняті, наприклад, у федеральних землях Саксонія і Гессен. Там застосовується норма, що встановлює, якщо лізингоодержувач виявляється неплатоспроможним, лізингодавець має переважне право перед іншими кредиторами як власник активів, що здавалися у лізинг.

Найбільші лізингові компанії Німеччини є провідними в Європі та займають лідируючі позиції у світі. Багато в чому це зумовлено високим рівнем кваліфікації кадрів, великим досвідом роботи компаній на ринку (35–45 років), наявністю необхідного фінансування на прийнятних для клієнтів умовах. У сфері військово-технічного співробітництва ФРН із зарубіжними державами лізинг озброєння і військової техніки не отримав широкого розповсюдження у зв’язку з тим, що підприємства німецького ВПК орієнтовані на тверді замовлення бундесверу і партнерів по НАТО (їх бюджет регламентований і покриває закупівлі повністю). Одними з нечислених прикладів лізингу стали передача Швеції у 1994 р. на 15 років 160 танків “*Леопард 2А4*”, а також оренда Канадою у 2009 р. на два роки (з наступним продовженням) 20 танків “*Леопард 2А6М*” для задіяння у складі коаліційних сил в Афганістані. Угоди проведені в рамках пра-

вового поля законів “Про контроль за зброєю” та “Про зовнішньо-економічну діяльність”.

Лізинг посідає важливе місце в економіці багатьох країн і є ознакою їх прогресивного розвитку (див. табл. 11.7). Північна Америка лідирує за обсягом лізингових операцій (більше 224 млрд дол.), за нею йде ринок країн Європи (більше 190 млрд дол.). Найвищі темпи зростання ринків лізингу демонструють країни таких регіонів, як Південна Америка (майже 17 % річних), Африка (майже 69 % річних), Австралія та Океанія (майже 32 % річних) (табл. 11.9).

Таблиця 11.9

**Регіональна структура ринку лізингу на 01.01.2008 р.**

Регіон	Річний обсяг лізингових операцій, млрд дол.	Темп приросту обсягу лізингових операцій 2006–2007 рр., %	Частка у світовому ринку лізингу, 2007 р., %
Північна Америка	224,1	3,7	43,8
Європа	190,3	17,4	37,2
Азія	79,6	13,1	15,5
Австралія та Океанія	7,6	21,5	1,5
Африка	6,3	68,9	1,2
Південна Америка	3,9	16,6	0,8
Разом:	511,7	–	100

У розрізі окремих країн перше місце за річним обсягом ринку лізингу до світової фінансової кризи посідали США (208 млрд дол.), далі – Японія (68,8 млрд дол.) та Німеччина (48,31 млрд дол.). Аналіз співвідношення обсягів лізингових операцій та ВВП свідчить, що найбільша величина цього показника (приблизно 5 та більше відсотків) була у тих країнах колишнього соціалістичного табору, що до кризи демонстрували високі темпи технічного та економічного зростання – Естонія (5,15 %), Чеська Республіка, Угорщина та Словаччина. У країнах з розвиненою ринковою економікою цей показник знаходився на рівні приблизно 2 % (див. табл. 11.10).

Для порівняння з Україною у країнах Європи на лізинг до кризи 2008 р. припадало від 15 % до 30 % інвестицій. За даними опитування, яке здійснюється постійно, попит на лізингові послуги постійно

**Обсяг лізингових угод у розрізі окремих країн (станом на 2008 р.)**

№ пор.	Країна	Обсяг лізингових операцій, млрд дол.	Співвідношення обсягів лізингу та ВВП, %
1	США	208,00	1,91
2	Японія	68,80	1,62
3	Німеччина	48,3	2,07
4	Франція	26,63	1,56
5	Італія	23,99	1,69
6	Велика Британія	18,88	1,09
7	Чеська Республіка	4,06	4,92
8	Угорщина	3,81	4,65
9	Росія	3,64	0,87

зростає (див. дослідження компанії “Оксфорд”). Однак зростання попиту відбувається не за рахунок збільшення потреби підприємств у придбанні нового обладнання, а за рахунок частішого використання підприємствами саме цього типу оновлення своїх активів.

В Україні головними гравцями на ринку лізингових послуг є вітчизняні компанії: комерційні банки (до них за лізинговими послугами зверталось 46 % підприємств) та лізингові компанії (40 %). До іноземних лізингодавців звертались 16 % підприємств від загальної кількості тих, хто планував отримати обладнання в лізинг. Лідером за кількістю виданих лізингових послуг є українські лізингові компанії (див. далі послуги лізингових компаній в Україні). Причина цього полягає як у кращих умовах (розмір застави, відсутність передоплати, маркетинг на основі “особистих зв’язків”), так і в більш лояльному ставленні до клієнтів (дві третини тих, хто звернувся до цих компаній, отримали фінансування, порівняно з кожним другим підприємством з тих, що звернулися до комерційних банків, та однією третьою з тих, що звертались до іноземних компаній). Популярність банків пояснюється, насамперед, їх кращим доступом до клієнтів та нижчими, порівняно з іншими учасниками ринку, ставками. За іншими параметрами (вимоги щодо застави, попередньої плати, надання імпортного обладнання за гривні) вони є аутсайдерами ринку. Іноземні лізингодавці займають поки що невелику частку ринку, незважаючи на пропоновані ними привабливі процентні ставки та кращі можливості щодо придбання імпортного обладнання за гривні.

Беручи до уваги те, що основними факторами при виборі лізингодавця є процентні ставки, особисті зв'язки та можливість купувати імпортне обладнання за гривні, можна припустити, що іноземні компанії займають міцне місце на ринку. За підрахунками, зробленими на основі результатів опитування, для підприємств з чисельністю працівників до тисячі осіб у найближчі роки обсяг ринку лізингового фінансування може становити від 300 до 500 млн дол. на рік. При цьому більша частина обороту лізингових компаній припадатиме на мікро-, малі та середні підприємства.

У даний час для підвищення стійкості лізингових операцій в Україні необхідно розглянути можливість використання інтегрованих фінансових послуг, наприклад, технологій лізингу і факторингу, технологій лізингу і трасту. Наприклад, досвід Естонії в цьому є показовим, оскільки ця країна належить до країн з високим рівнем вільної економіки (6 місце, витіснивши з нього США) на відміну від України, яка займає 117 місце. До того ж аналітики Світового банку вважають, що досвід Естонії, яка вибрала шлях активних реформ у банківській системі, характерний для України. Крім того, фінансування під переуступлення грошової вимоги (факторинг) фахівці з лізингу Міжнародної фінансової корпорації розглядають як шлях залучення альтернативних засобів для фінансування лізингових операцій.

## 11.2. Лізингові послуги в Україні

Закон України “Про фінансовий лізинг” дає наступне визначення терміна “лізинг” [3]. *Лізинг* — це підприємницька діяльність, яка спрямована на інвестування власних чи залучених фінансових коштів і полягає у наданні лізингодавцем у виключне користування на визначений строк лізингоодержувачу майна, що є власністю лізингодавця або набувається ним у власність за дорученням і погодженням з лізингоодержувачем у відповідного продавця майна, за умови сплати лізингоодержувачем періодичних лізингових платежів. Стислий аналіз змін, який вніс Закон “Про фінансовий лізинг”, показує: фінансовий лізинг визначається як вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу і регулюються також положеннями Цивільного кодексу України, переносючи лізингові відносини із господарської площини у правову.

Предметом фінансового лізингу може бути неспоживча річ, яка визначена індивідуальними ознаками та віднесена відповідно із законодавством до основних фондів, причому земельні ділянки та інші природні об'єкти, єдині майнові комплекси підприємств та їх відокремлені підрозділи не можуть бути предметом лізингу. Суб'єктами лізингу визначено лізингоотримувача, продавця (постачальника), як фізичну особу або юридичну особу та лізингодавця, як виключно юридичну особу [3]. Передбачена можливість здійснення договору сублізингу. Після закінчення строку фінансового лізингу право власності на предмет лізингу переходить до лізингоотримувача лише за умови укладення відповідного договору купівлі-продажу. Законом передбачені норми, які унеможливають конфіскацію предмета лізингу, накладання арешту на нього у зв'язку з будь-якими діями або бездіяльністю лізингоотримувача і право лізингодавця інвестувати на придбання предмета лізингу як власні, так і залучені та позикові кошти, а також вимагати повернення предмета лізингу в разі прострочення лізингового платежу строком понад 30 днів. Відповідно і у лізингоотримувача з'явилося право відмовитися від договору лізингу в односторонньому порядку у випадку прострочення строку передачі предмета лізингу понад 30 днів, письмово попередивши про це лізингодавця. Умови страхування та реєстрації предмета лізингу є істотними тільки в тому разі, коли це прямо встановлено законодавством та визначено сторонами. Відповідно до лізингових платежів включають суму, що відшкодовує частину вартості предмета лізингу, платіж як винагороду лізингодавцю за отримання у лізинг майно, компенсацію відсотків за кредитом, інші витрати лізингодавця, які безпосередньо пов'язані з виконанням договору лізингу. Договір лізингу підлягає реєстрації лише у разі, якщо це передбачено законодавством. Строк договору лізингу не прив'язується до амортизації предмета лізингу, а отже, не містить таких кількісних обмежень щодо встановлення критеріїв фінансового лізингу, що мали місце у попередньому Законі. Зокрема строк фінансового лізингу в Законі "Про лізинг" мав бути не меншим строку, за який амортизується 60 % вартості об'єкта лізингу, а сума відшкодування протягом цього періоду мала бути не меншою 60 % вартості об'єкта лізингу на момент укладення договору. Це взято з практики лізингу в США. Але ця норма має зовсім інший зміст. На сьогодні така норма нарешті виключена із Закону "Про фінансовий лізинг" і для фінансового лізингу встановлені такі три основні критерії [3]. Предмет лізингу повинен відпові-

дати специфікаціям лізингоотримувача; строк договору фінансового лізингу має бути не менше одного року; договір фінансового лізингу повинен бути відплатним. Але нова редакція Закону не зняла всіх проблем і необхідно продовжувати працювати над приведенням правової бази здійснення лізингу до рівня країн-учасниць ЄС.

Для ідентифікації лізингу необхідно знати його основні відмінності від оренди в чистому вигляді, банківського кредиту і позики покупцю [14, с. 275].

На основі розгляду відмінностей можна зробити висновки, що лізинг належить до підприємницької діяльності вищого рівня у порівнянні із звичайною орендою, банківською чи звичайною комерційною діяльністю, так як лізинг вимагає та передбачає широкий діапазон знань фінансового бізнесу, та відповідних критеріїв обліку та оподаткування у виробництві, на ринках рухомого і нерухомого майна, а також потреб клієнтів, які мають дуже широкий діапазон та особливостей оренди.

**Ознаки класифікації лізингових послуг.** Залежно від *тривалості строку договору* лізингу розрізняють [14]: *короткостроковий* лізинг (до 1 року), *середньостроковий* (від 1 до 3 років), *довгостроковий* (більше ніж 3 роки). Оскільки лізинг можна розглядати як особливу форму довгострокової оренди, то при встановленні строку лізингового договору лізингодавець і лізингоодержувач враховують: термін служби устаткування, що визначається його техніко-економічними даними; динаміку інфляційних процесів; цикл появи продуктивнішого або дешевшого аналога об'єкта угоди; кон'юнктуру ринку позикового капіталу і тенденції його розвитку (процентна ставка).

**Залежно від складу учасників угоди розрізняють:** *прямий лізинг* (двосторонній), при якому власник майна (виробник) самостійно здає об'єкт у лізинг. Різновидністю прямого лізингу є зворотний лізинг або ліз-бек (*sale and leaseback*) — майно здається в лізинг тій самій особі, у якої воно було куплено; *непрямий лізинг* — коли передача майна відбувається через посередників. В якості посередників можуть виступати брокерські компанії. **Залежно від типу майна** є: *лізинг рухомого майна* — лізинг транспортних засобів; *лізинг нерухомості* — лізинг будівель, споруд, залізничного транспорту та іншого майна, що немає жорстку територіальну прив'язку; *лізинг обладнання* — лізинг окремих машин і механізмів або їх груп, що не є замкнутим виробничим циклом; *лізинг секонд-хенд* — лізинг машин і облад-

нання, що вже були у використанні або морально застаріли за час зберігання; *груповий лізинг (великомасштабний)*, або біг-тікет-лізинг застосовується при оренді майнових комплексів або дорогого майна (заводів, бурових платформ, літаків, суден) і є різновидом лізингу нерухомості.

Відповідно **до рівня окупності** майна розрізняють: *фінансовий (капітальний) лізинг* та *оперативний лізинг*. Це найбільш поширені види лізингу. **Фінансовий лізинг** — це угода, за якій лізингодавець зобов'язується набути у власність річ у продавця (постачальника) відповідно до встановлених лізингоотримувачем специфікацій та умов і передати її у користування лізингоотримувачу на визначений строк не менше одного року за встановлену плату (лізингові платежі). **Оперативний лізинг** — (це поняття зникло з Закону України “Про фінансовий лізинг” у новій редакції, але є в Господарському кодексі, тому нагадаємо, що це таке) — господарча операція, за якою лізингодавець передає лізингоотримувачу в платне користування матеріальні цінності, що належать лізингодавцю, на строк, назначений договором лізингу, з обов'язковим поверненням таких матеріальних цінностей лізингодавцю. Право власності на матеріальні цінності, які передані в лізинг, залишаються у лізингодавця протягом всього строку лізингу. Законом “Про фінансовий лізинг” введено нове поняття — “сублізинг” (ч. 1 ст. 5). Сублізинг визначається як вид піднайму предмета лізингу, відповідно до якого лізингоодержувач за договором лізингу передає третім особам у користування за плату на погоджений строк відповідно до умов договору сублізингу предмет лізингу, отриманий раніше від лізингодавця за договором лізингу. Загальна модель фінансового лізингу наведена на рис. 11.1 [14, с. 280 ].

**Залежно від обсягу майна, що передається в лізинг, розрізняють:** *чистий лізинг (net leasing)* — це лізинг, при реалізації якого основні зобов'язання з обслуговування майна бере на себе лізингоодержувач; *“мокрый лізинг” (wet leasing)* — це лізинг з повним набором послуг, угоди за яким передбачають обов'язкове повне технічне обслуговування обладнання, його ремонт, страхування та інші операції, які бере на себе лізингодавець.

**Залежно від ринку, де здійснюються лізингові операції, розрізняють:** *внутрішньонаціональний лізинг*, коли всі учасники угоди є суб'єктами однієї країни; *зовнішній (міжнародний) лізинг*, коли в лізинговій угоді хоча б одна із сторін є суб'єктом іншої країни. *Міжнародний лізинг* можна розділити на такі види: **експортний, ім-**



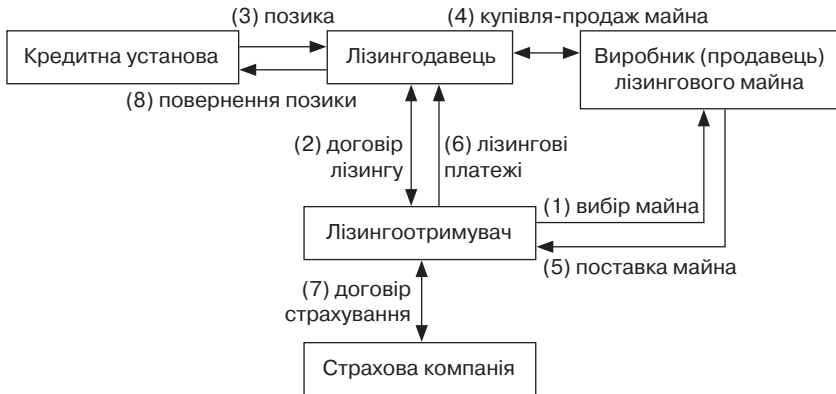


Рис. 11.1. **Схема реалізації фінансового лізингу**

**портний і транзитний.** Залежно від того, хто виступає ініціатором угоди, розрізняють експортний та імпорتنний лізинг. При цьому, якщо ініціатором угоди виступає лізингоотримувач і отримує лізингове майно із-за кордону, то такий лізинг називається **імпортним**. Якщо ініціатором угоди виступає лізингодавець, то такий лізинг називається **експортним**. При прямому міжнародному лізингу угода здійснюється за класичною схемою, коли лізингодавець і виробник об'єкта лізингу є суб'єктами однієї країни, а лізингоотримувач — суб'єктом іншої країни. При цьому лізингодавець має можливість отримати від виробника експортний кредит у країні постійного перебування, а лізингоотримувач забезпечує повне фінансування використання об'єкта лізингу. У випадку, якщо виробник, лізингоотримувач і лізингодавець знаходяться в різних країнах, то такий лізинг називають **транзитним**. Такі угоди, зазвичай, здійснюються і контролюються транснаціональними корпораціями і банками, які мають дочірні лізингові компанії із розгалуженою мережею філіалів і представництв за кордоном. Транзитний лізинг має ряд переваг, так як розширюються ринки збуту обладнання й іншої лізингової продукції, розширюється номенклатура і можливість вибору. У країнах — учасницях ЄС зняті всі податкові та інші бар'єри із здійснення лізингу. Окрім зазначених видів міжнародного лізингу розрізняють спеціальний лізинг (за окремою міжурядовою угодою).

**За цільовим призначенням (відповідно до Закону) лізинг може бути:** *дійсний*, якщо при проведенні угоди отримання податкових і

амортизаційних пілг здійснюється відповідно до чинного законодавства; *фіктивний* лізинг полягає в тому, що угода має на меті одержати високий прибуток за рахунок отримання необґрунтованих податкових і амортизаційних пілг.

**Залежно від способу фінансування розрізняють:** *лізинг за рахунок власних коштів*, який передбачає використання власного капіталу для фінансування лізингових програм; *лізинг за рахунок залучених і запозичених коштів* — лізингові компанії для фінансування великих і дорогих лізингових проектів змушені вдаватися до залучення фінансових ресурсів через ринок боргових зобов'язань і банківських позик; *роздільний лізинг*, або лізинг з частковим фінансуванням лізингодавцем — пов'язаний із залученням різних каналів фінансування і використовується, як правило, для реалізації дорогих проектів.

**За способом розрахунків** розрізняють: *грошовий, компенсаційний і змішаний*. Компенсаційний лізинг передбачає лізингові платежі у вигляді поставки лізингодавцю продукції, яка виробляється лізингоотримувачем на лізинговому обладнанні або у формі надання зустрічних послуг.

Окрім перелічених видів лізингу розрізняють також: **зворотний (повернений) лізинг** — це є операція, в якій лізингоодержувач і виробник (продавець, постачальник) об'єкта лізингу є однією і тією самою особою. Лізингоодержувач (тримач, виробник) продає лізингодавцю своє обладнання або підприємство водночас отримує його назад у лізинг, зберігаючи при цьому право на володіння і використання. Отримані гроші від продажу лізингоотримувач може використовувати на будь-які виробничі та інвестиційні цілі, а за лізингової угоди лізингові платежі він буде вносити у звичайному порядку. Повернений лізинг дає змогу підприємству тимчасово вивільняти зв'язаний капітал за рахунок продажу об'єкта лізингу і одночасно використовувати його вже на правах лізингоотримувача.

**Леведж-лізинг** — це лізингові угоди, які у зв'язку із великим масштабом угоди не можуть бути проінвестовані однією або навіть кількома лізинговими компаніями, і для інвестування угоди залучається більше ніж дві лізингової компанії.

**Комплексний лізинг** — це лізингова угода, відповідно до якої лізингодавець окрім купівлі лізингового майна і його передачі в лізинг інвестує додаткові грошові кошти на закупку початкового обсягу сировини, матеріалів, комплектуючих та інших обігових коштів, які

необхідні для початкового запуску лізингового проекту і його виходу на самофінансування.

**Генеральний лізинг** — це лізингова угода, за якою окрім основних лізингових умов передбачається право лізингоотримувача доповнювати заявку на додаткове лізингове майно (нові комплектуючі) без укладення нової лізингової угоди. Даний вид лізингу дає змогу при постійному співробітництві партнерів укласти загальну угоду щодо надання лізингодавцем лізингоотримувачу лізингової лінії, за якою лізингоотримувач може за необхідністю отримувати у лізингодавця додаткове лізингове майно, яке входить до комплексу вже отриманого. Наприклад, сучасні трактори супроводжуються знаряддям приблизно з п'ятдесяти найменувань. Якщо з'являється нова конструкція навісного обладнання, то лізингоотримувач за генеральною угодою може отримати його без укладення нової угоди.

**За маситабом** розрізняють лізингові угоди дрібні, середні (стандартні) і великі. **Дрібний лізинг** (при вартості майна 5–10 тис. дол.) широко розповсюджений у багатьох країнах і є дуже прибутковим бізнесом. Предметом угод є, в основному, офісна оргтехніка, телефонні станції, комп'ютери, системи безпеки тощо. **Стандартні угоди** — як правило на лізингове майно вартістю від декілька сотень тисяч доларів США до одного мільйона доларів. **Великі угоди** пов'язані із лізингом літаків, виробничих комплексів та інших фондів, вартість яких може визначатися десятками і сотнями мільйонів доларів.

**Переваги та особливості лізингу в порівнянні з іншими джерелами фінансування.** Аналізуючи сильні і слабкі сторони лізингу, можна зазначити, що він, як форма інвестицій, дає можливість підприємцям швидше оновлювати матеріально-технічну базу, користуватися новою технікою та передовою технологією, випробувати нову техніку, покрити сезонні потреби у спеціальних технічних засобах на час фактичної їх експлуатації. При цьому лізингове майно не зараховується на баланс лізингоодержувача, тобто не збільшує його активів і, відповідно, податків. Воно також не включається у кредиторську заборгованість, тобто його можна вважати позабалансовим фінансуванням. Порядок здійснення лізингу і платежів за лізингом гнучкіший, ніж за кредитною угодою. У ряді випадків може мати місце укладення лізингових угод без необхідності застави. Лізинг підвищує ліквідність підприємства і його здатність сплатити майбутні борги. Крім того, при лізингуванні можна розраховувати на додаткові послуги (інформаційного, юридичного, сервісного характеру) з боку

лізингодавця. За лізингом лізингоотримувач може отримати податкові пільги. Важливістю лізингу в розвитку підприємництва у світовій економіці підкреслює факт, що МВФ не зараховує суми лізингових угод у масштабах держави до суми національної заборгованості, що підвищує шанси на виживання багатьох країн та їх підприємств. В умовах ринкових відносин лізинг дає можливість вижити малим, середнім і великим підприємствам, а виробник вирішує проблему реалізації своєї продукції, що зміцнює його фінансове становище.

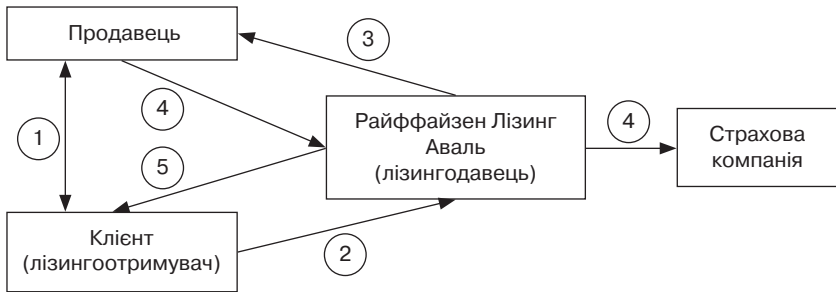
Для лізингу притаманні і недоліки: кількість учасників лізингової угоди більша, ніж при купівлі майна за рахунок позики, тому операції відрізняються досить складною організацією; на підготовку фінансової лізингової угоди може знадобитися більше часу, ніж на підготовку контракту на купівлю; вищі можуть бути і адміністративні витрати, тому вважається, що ціна лізингу може бути нижчою або дорівнювати ціні банківської позики тільки за наявності певних податкових пільг та ін. Незважаючи на це, позитивних моментів, притаманних лізингові, набагато більше, і при державній підтримці, хоча б на період становлення, лізинговий бізнес стане ще привабливішим.

### **Послуги лізингових компаній в Україні**

В Україні за останнє десятиріччя лізингове фінансування оновлення основних фондів підприємств отримало все більшу популярність. На ринку лізингових послуг з'явилися універсальні лізингові компанії, які мають можливість надавати широкий спектр послуг. До таких компаній можна віднести: *“Eurofinance”*, *“Райффайзен Лізинг Аваль”*, *“АММО”*, *“Гарант”*, *“Капітал Лізинг”*, *“Панта”*, *“Перша західноукраїнська лізингова компанія”*, *“Сетком”*, *“Українська лізингова компанія (УЛК)”* та ін. Для прикладу розглянемо лізингові послуги кількох згаданих лізингових компаній за станом на 2010 р.

**Послуги компанії “Райффайзен Лізинг Аваль”.** ТОВ “Райффайзен Лізинг Аваль” — універсальна лізингова компанія, яка займається фінансуванням діяльності юридичних осіб, надаючи повний комплекс послуг лізингу. На рис. 11.2 відображено схему, яка використовується для здійснення лізингової угоди ТОВ “Райффайзен Лізинг Аваль”.

Основні послуги лізингу цієї компанії такі: транспорт; сільськогосподарська техніка; будівельна техніка та обладнання; технологічне обладнання. “Райффайзен Лізинг Аваль” надає послуги лізингу для придбання технологічного обладнання за такими типами: ІТ об-



**Рис. 11.2. Схеми здійснення лізингової угоди:**

1. Клієнт погоджує з продавцем вартість, кількість, специфікацію майна та умови поставки.
2. Клієнт надає лізинговій компанії заявку на лізинг, документи та підписує договір лізингу.
3. Райффайзен Лізинг Аваль підписує договір купівлі-продажу з продавцем та, після здійснення клієнтом авансового платежу, сплачує повну вартість майна.
4. Поставка та страхування майна.
5. Передача майна у використання клієнту

ладнання; телекомунікаційне обладнання; промислове обладнання; поліграфічне обладнання; медичне обладнання; продуктове обладнання; торгівельне обладнання та ін. *Загальні умови лізингу:* строк лізингу: до 5 років; середній авансовий платіж: 40 % від вартості майна; подорожчання у рік: від 8 %; комісія (одноразовий платіж): від 0,5 % до 2 %; вибір графіку платежу; включення вартості страхування майна до складу лізингових платежів.

**Послуги лізингової компанії “Kapital Лізинг”.** Компанія “Kapital Лізинг” надає широкий спектр фінансових послуг, а саме: фінансовий лізинг з правом викупу; фінансовий лізинг без права викупу; фінансовий лізинг з повною виплатою; оперативний лізинг: оперативний лізинг з правом викупу; продаж і зворотний лізинг; продаж і зворотна оренда; лізинг постачальникам/виробникам (“Вендорний лізинг”): фінансовий лізинг з правом викупу. Лізингоодержувач вибирає певний актив до специфікації, що йому потрібна, і доручає ВАТ “Kapital Лізинг” придбати даний актив з метою його використання на умовах лізингового контракту, а саме лізингових платежів, строків лізингу і має право купити актив наприкінці терміну лізингу.

В Інтернеті можна детальніше ознайомитися з послугами цієї та інших компаній.

У табл. 11.11 проведено порівняння норм фінансового і оперативного лізингу станом на кінець 2014 р.

У табл. 11.12 надана порівняльна характеристика лізингових транзакцій.

Таблиця 11.11

**Порівняння податкових норм фінансового і оперативного лізингу**

Основний момент	Оперативний лізинг (оренда)	Фінансовий лізинг
Мінімальний строк лізингу	Немає	Більше року
Податок на прибуток	Лізингові платежі в повному обсязі відносяться на витрати	Відсотки і комісії відносяться на витрати. Вартість предмета лізингу амортизується лізингоотримувачем у межах амортизаційних норм
Процентна ставка	Фіксована протягом строку лізингу чи плаваюча на основі процентних ставок WIBOR, LIBOR (EURIBOR)	Фіксована протягом строку лізингу чи плаваюча на основі процентних ставок WIBOR, LIBOR (EURIBOR)
Амортизація	Лізингова компанія	Лізингоотримувач
Закінчення договору лізингу	Лізингоодержувач може викупити предмет лізингу на кращих умовах по закінченню строку лізингу	По закінченню терміна лізингу, юридичний титул власника предмета лізингу може бути переданий лізингоодержувачу або не переданий. Лізингоодержувач повинен зробити свій вибір
Податок на додану вартість	Податок на додану вартість у розмірі 20 % додається до кожного лізингового платежу і відшкодовується лізингоодержувачем у разі, якщо він має на це право	Податок на додану вартість відшкодовується лізингоодержувачем у розмірі 100 % в момент продажу обладнання і підписання договору зворотного лізингу
Переваги	Податкова оптимізація. Нижча вартість капіталу. Покращена ліквідність. Здатність встановлювати лізингові платежі згідно грошового потоку клієнта	Податкова оптимізація. Покращена ліквідність. Довгострокове фінансування

Порівняльна таблиця типів лізингових транзакцій

Показник	Оперативний лізинг	Позабалансовий оперативний лізинг відповідно (МСФО/ Американських СБУ)	Фінансовий лізинг
Тип	Оренда	Оренда	Фінансовий
Юридичне право власності	Лізингодавець	Лізингодавець	Лізингодавець
Право амортизації	Лізингодавець	Лізингодавець	Лізингоодержувач
Залишкова вартість	Не менше гіпотетичної вартості	Ринкова ціна	Або символічна, або ринкова, або гіпотетична
Податок на прибуток	Лізингові платежі у повному розмірі відносяться на витрати	Лізингові платежі у повному розмірі відносяться на витрати	Відсотки і комісії відносяться на витрати. Вартість предмета лізингу амортизується лізингоотримувачем у межах амортизаційних норм
Опціон купівлі	Існує	Існує (за ринковою ціною)	Існує

**Послуги “Української Лізингової Компанії”.** “Українська Лізингова Компанія” пропонує аналогічні послуги фінансового лізингу: сільськогосподарського обладнання; будівельного обладнання; вантажопідйомного обладнання; комерційного транспорту; спеціального обладнання.

### **Фінансування лізингових проектів лізинговими компаніями та способи мобілізації фінансових ресурсів**

Фінансування лізингу може здійснюватися як за рахунок власника, так і за рахунок запозичених коштів. Для цього компанії оптимізують свою структуру капіталу. Основними критеріями оптимізації джерел фінансування лізингових проектів має стати зменшення вартості їх залучення, з одного боку, скорочення відповідних фінансових ризиків — з другого, та максимізація суми прибутку від реаліза-

ції лізингового проекту при різних співвідношеннях внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування — з третього. Оптимізації джерел фінансування передбачає ряд послідовних етапів. На першому етапі лізингова компанія вибирає можливі джерела залучення коштів та встановлює обмеження, які мають місце при використанні того чи іншого джерела фінансування. Найбільш доступними джерелами фінансування лізингових проектів виступають: емісія акцій, облігацій, сек'юритизація лізингових активів, факторинг, короткострокові банківські кредити. Вибір переліку джерел фінансування та питомої ваги кожного джерела зумовлений вартістю та строками їх залучення, з одного боку, та перевагами і недоліками використання кожного з них — з іншого. Вказані критерії узагальнені у табл. 11.13. Для оптимізації структури джерел фінансування використовується середньозважена ставка джерел  $WACC$ , яка обчислюється так [13]:

$$WACC = \sum_{i=1}^n P_i W_i, \quad (11.4)$$

де  $WACC$  — середньозважена вартість залучених джерел фінансування;  $i$  — певне джерело фінансування;  $P_i$  — вартість залучення кожного джерела;  $W_i$  — частка  $i$ -го джерела у фінансуванні лізингової компанії.

Отримана середньозважена вартість залучених джерел фінансування буде критерієм оптимізації при залученні фінансових ресурсів ззовні, а також може використовуватися як дисконтна ставка при економічному оцінюванні проекту. Нормативне значення критерію оптимізації встановлюється методом експертних оцінок для кожної лізингової компанії, враховуючи пропорції портфеля фінансування лізингових угод минулих років. Лізингова компанія має кожен рік оптимізувати портфель фінансування лізингових угод. Оскільки критерій оптимізації тісно пов'язаний з рівнем рентабельності, він має постійно коригуватися відповідно до зміни її розміру. Перевищення критерієм свого нормативного значення призводить до скорочення припустимого рівня рентабельності. Методика оптимізації джерел фінансування має передбачати таку послідовність дій: вибір лізинговою компанією залежно від обсягів її діяльності та тривалості роботи на ринку можливих джерел фінансування; визначення на основі експертних оцінок можливості кожного окремо взятого джерела фінансування та їх співвідношення; визначення вартості кожного джерела фінансування; розрахунок середньозваженої вартості залучених дже-



рел фінансування (критерію оптимізації) залежно від частки залучення кожного джерела в загальному обсязі фінансування; порівняння одержаного критерію оптимізації з рівнем рентабельності.

Таблиця 11.13

**Порівняльна характеристика залучення різних джерел фінансування лізинговими компаніями лізингових проектів своїх клієнтів**

Джерело	Вартість джерела	Переваги використання	Недоліки використання
1	2	3	4
Емісія простих акцій	Витрати на емісію	Відсутні зобов'язання щодо виплати відсотків і повернення залучених коштів	<ul style="list-style-type: none"> <li>– необхідна максимальна відкритість та прозорість діяльності компанії;</li> <li>– складна й тривала процедура реєстрації випуску акцій;</li> <li>– виплата дивідендів здійснюється з чистого прибутку компанії</li> </ul>
Емісія облігацій	Витрати на емісію + 0,1 % державного мита від загальної номінальної вартості облігацій	<ul style="list-style-type: none"> <li>– можливість мобілізації грошових коштів без втручання інвесторів в управління діяльністю компанії;</li> <li>– можливість маневрування при визначенні характеристик випуску (обсягу, %, строків, умов обігу і погашення) визначаються самостійно емітентом;</li> <li>– обсяг позики диверсифікується серед широкого кола інвесторів;</li> <li>– обсяг емісії облігацій м. б. більш тривалим й значним у порівнянні із банківським кредитом;</li> <li>– залучені фінансові ресурси не включаються до валового доходу;</li> <li>– до валових витрат включається сума % сплачених власникам облігацій</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– тривала процедура реєстрації випуску облігацій;</li> <li>– при невеликих сумах запозичень випуск облігацій обходиться дорого;</li> <li>– для публічного випуску потрібний андеррайтер;</li> <li>– облігації – це борг, який стягується через процедуру банкрутства;</li> <li>– для випуску облігацій необхідно мати ліквідне забезпечення;</li> <li>– коливання відсоткової ставки на грошовому ринку тягне перегляд відсотка інвесторам, а для цього необхідно вилучати облігації з ринку і робити нову емісію</li> </ul>

1	2	3	4
Факторинг	30–35 % від вартості угоди (дебіторської заборгованості)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– покращує ліквідність балансу, мінімізуючи дебіторську заборгованість та трансформуючи її в грошові кошти;</li> <li>– мінімізує фінансові ризики при затримці платежів;</li> <li>– підтримує фінансову (платіжну) дисципліну лізингоодержувачів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– висока вартість залучення;</li> <li>– не всі компанії попадають під дію факторингу;</li> <li>– необхідна максимальна прозорість</li> </ul>
Кредит банку (іншої фінансової установи)	22–28 % річних залежно від кредитоспроможності позичальника	– відсотки за користування кредитом списуються компанією на собівартість	<ul style="list-style-type: none"> <li>– обов'язкова наявність високоліквідної застави або іншого забезпечення;</li> <li>– довготривала процедура залучення;</li> <li>– відсотки змінюються залежно від ситуації на грошовому ринку;</li> <li>– складність залучення на тривалий строк;</li> <li>– висока вартість запозичення та обслуговування боргу</li> </ul>

Лізингові компанії в більшості випадків виступають як філіали або дочірні компанії промислових і торговельних фірм, банків і страхових компаній і більшість з них належать банкам або контролюються ними.

Банки використовують такі способи участі в лізинговому бізнесі: способи прямої участі: як лізингодавець або як лізингоотримувач; способи непрямой участі: кредитування угод лізингових компаній, включаючи їх факторингове обслуговування; видача гарантій під лізингове фінансування; створення власної дочірньої лізингової компанії; створення разом з іншими банками, небанківськими кредитними організаціями, іншими суб'єктами господарювання спільних лізингових компаній. Непряма участь банку (його спеціального лізингового підрозділу або дочірньої лізингової компанії) в лізинговому бізнесі може включати також: проектування лізингових операцій; розробку механізму залучення коштів для фінансування лізингових проектів; економіко-правову експертизу і організацію фінан-

сування лізингових угод; встановлення договірних відносин із страховою компанією щодо надання їм права страхувати майно, яке здається в лізинг; аудит лізингоотримувача, оцінку майна, достовірності обліку й аналіз його фінансового стану з метою реалізації лізингового проекту; переговори з постачальниками (в інтересах лізингоотримувача) та й вироблення переважних умов придбання обладнання (скорочення авансу, розрахунки, додаткові знижки та гарантії та ін.) у тому числі шляхом проведення політики єдиного замовника і навіть “стикування лбами” потенційних постачальників; організацію тендерів серед потенційних постачальників; отримання гарантій від страхової компанії (страхування повернення майна, лізингових платежів, комерційного ризику та ін.); розробку лізингового договору і договорів, які його доповнюють; платежі постачальнику предмета лізингу, контроль за надходженням лізингових платежів; контроль за виконанням плану лізингових операцій; розподіл поточних доходів лізингодавця та ін. Порівнюємо переваги різних джерел придбання й оновлення основних фондів, з точки зору витрат, і результати порівняння покажемо у вигляді табл. 11.14.

Таблиця 11.14

**Порівняння необхідних витрат на придбання основних фондів за різними формами фінансування**

Витрати	Купівля за власні кошти	Залучення банківського кредиту	Лізингове фінансування
1	2	3	4
Необхідна сума власних коштів	100 % суми проекту (вкл. нерухомість, обладнання та ін.)	15–20 % від суми проекту	Від 10 % від суми проекту
<b>Додаткові (прямі) витрати</b>			
Страхування	Так	Так	Розстрочка
Реєстрація, сертифікація, монтажні роботи	Так	Так	Розстрочка
Держмито за оформлення застави	Ні	Так	Ні
Нотаріальні послуги	Ні	Так	Ні
Комісія за відкриття рахунку	Ні	Так	Ні

Закінчення табл. 11.14

1	2	3	4
Розрахунково-касове обслуговування (1–2 %)	Ні	Так	Ні
Комісія за дострокове припинення кредитної угоди	Ні	Так	Ні
<b>Контракти, які укладаються</b>	Договір оренди приміщення; договір купівлі-продажу обладнання, приміщення; договір страхування	Договір оренди приміщення; договір купівлі-продажу об'єкта; договір страхування; кредитний договір; договір застави; договір про відкриття рахунка в банку	Договір лізингу

Договір лізингу має переваги над банківським кредитуванням, насамперед, за витратами і кількістю оформлення необхідних документів для здійснення фінансування.

Для визначення фінансової ефективності лізингових проектів використовуються стандартні методи економічної і фінансової оцінки, які наведені у фінансових виданнях.

**Методики розрахунку лізингових платежів.** За допомогою лізингових платежів лізингодавець відшкодовує свої фінансові витрати на придбання й отримання майна. Таким чином, загальна сума лізингових платежів за весь період лізингу повинна включати суму, що відшкодовує витрати на виробництво чи придбання лізингового майна, накладні витрати, пов'язані з рухом майна (транспортування, оформлення документів, зберігання), вартість кредитних ресурсів, що використовуються для придбання майна за лізинговою угодою, прибуток лізингодавця, експлуатаційні витрати (пуск, налагодження, ремонт, монтаж), сукупні послуги (навчання персоналу, передача ноу-хау, інжинірингові послуги), витрати на страхування майна, якщо воно було застраховане лізингодавцем, витрати на пошуки лізингоотримувача, рекламу, послуги посередників, втрати від знецінення майна в результаті інфляції.

Крім того, в лізингових платежах слід враховувати суму податків, які сплачуватиме лізингодавець; податок з власників транспортних засобів і податок на майно (у разі його запровадження). Отже, загальна сума лізингових платежів не є постійною величиною, а залежить від перелічених параметрів і швидкості відшкодування вартості лізингового майна. Чим швидше буде погашена вартість лізингового майна, наприклад, шляхом виплати авансу, то менші відсотки нараховуватимуться на залишкову вартість лізингового майна. І навпаки, якщо лізингоотримувач переносить виплату перших платежів на пізніший строк, то початкова вартість майна зростає за рахунок нарахованих відсотків на вартість лізингового майна і кредиту. Розміри, спосіб, форма і періодичність виплат, а також метод визначення загальної суми лізингових платежів встановлюються у лізинговому контракті за взаємною згодою сторін. Порядок здійснення лізингових платежів гнучкіший, ніж за кредитними угодами (лізингоодержувач може розрахувати надходження своїх доходів і разом з лізингодавцем розробити гнучку схему платежів).

Залежно від **форм платежів** розрізняють [14, с. 299]: грошові платежі, коли розрахунок здійснюється за рахунок коштів; компенсаційні платежі, коли розрахунок здійснюється товарами або наданням зустрічних послуг лізингодавцеві; змішані платежі, коли поряд з грошовими виплатами здійснюються платежі товарами і послугами. Залежно від **наміру учасників** лізинг може бути: строковий (одноразовий, на один термін); поновлюваний (револьверний) — подовжується після закінчення першого строку контракту. Враховуючи фінансовий стан і платіжні можливості лізингоотримувача, розрізняють такі способи виплат лізингових платежів: рівними частинами, збільшуваними розмірами, зменшуваними розмірами. Залежно від **методу нарахування лізингових платежів** розрізняють: платежі з фіксованою загальною сумою. Лізингова плата в цьому разі включає амортизаційні відрахування, плату за використання кредитів; суму прибутку лізингодавця і плату за надані лізингоотримувачу додаткові послуги за угодою. Загальна сума платежів нараховується рівними частинами протягом усього терміну угоди згідно з погодженою сторонами періодичністю; платежі з авансом (депозитом), коли лізингоотримувач майна спочатку сплачує лізингодавцеві аванс у момент підписання угоди в установленому розмірі, а потім сплачує загальну суму лізингового платежу (за вирахуванням авансу) періодичними внесками; платежі з відстрочкою; платежі на певній основі або неви-

значені платежі, розрахунок яких базується на деякому, встановленому в угоді відсотку, що визначається у певний спосіб. За взаємною згодою за основу може братися обсяг реалізації продукції, що вироблена на устаткуванні, яке було отримане в лізинг у лізингодавця, сума отриманого від реалізації прибутку або інші параметри.

Є різні методики визначення лізингових платежів залежно від виду лізингу. Більшість угод фінансового лізингу передбачають рівновеликі платежі, які включають частину вартості майна, що взяте в лізинг, і суму відсотків, нарахованих на залишок заборгованості. Лізингові платежі (ЛП) можна визначити на основі теперішньої (приведеної) вартості майна (ТВ), яка дорівнює вартості орендної послуги; кількості періодів за строком оренди ( $n$ ); відсоткової ставки ( $i$ ); орендного фактора (О), який враховує наявність авансових платежів, за формулою

$$\text{ЛП} = \text{ТВ} : \text{О}. \quad (11.5)$$

При цьому:  $\text{О} = \{1 - [1 : (1 + i)^n]\} : i$ , або  $\text{О} = (1 - (1 + i)^{-n}) : i$ .

При цьому лізингові платежі сплачуються авансом.

Наведена формула (11.5) передбачає, що після сплати авансових лізингових платежів перший платіж залишкової вартості сплачується на початку другого періоду. Якщо у формулу обчислення лізингових платежів підставити формулу обчислення орендного фактора, то отримаємо:

$$\text{ЛП} = \text{ТВ} : \{[1 - (1 + i)^{-n}] : i\}. \quad (11.6)$$

Така модель обчислення лізингових платежів ще називається моделлю фінансових рент. Для спрощення розрахунку лізингових платежів доцільно скористатися спеціальною таблицею, яка містить результати розрахунку знаменника наведеної формули при різних значеннях  $i$  та  $n$ . Ця таблиця відома як таблиця процентного фактора теперішньої вартості анuitету (*PVIFA — Present Value Interest Factor Annuities*) і широко застосовується в статистичних розрахунках для розв'язання різноманітних задач фінансового менеджменту. Обсяг платежу може змінюватися під впливом багатьох чинників, таких як зміна валютного курсу, податкових ставок, амортизаційних відрахувань та ін. Необхідно прогнозувати можливі зміни лізингових платежів. Для цього відокремлюються постійна плата і змінний елемент (або відсоток). Необхідно розглядати методики розрахунку загальної суми лізингових платежів, виходячи з особливостей організації

лізингу в Україні. Сума лізингових платежів повинна враховувати: амортизацію (частку вартості майна), плату за ресурси, премію за ризик, лізингову маржу, суму страхових платежів, інші витрати лізингодавця, передбачені договором лізингу. Тоді загальну суму лізингових платежів можна обчислити за формулою:

$$\text{ЛП} = \text{AB} + \text{ПКР} + \text{ЛМ} + \text{ПР} + \text{СС} + \text{ДП}, \quad (11.7)$$

де ЛП — загальна сума лізингових платежів; АВ — розмір амортизаційних відрахувань, що належать лізингодавцеві у поточному році; ПКР — плата за використані кредитні ресурси лізингодавцем для придбання об'єкта лізингу; ЛМ — лізингова маржа (комісійна винагорода лізингодавцеві); ПР — премія за ризик; СС — сума, що виплачується за страхування лізингового майна, якщо воно було застраховане лізингодавцем; ДП — плата лізингодавцеві за додаткові послуги лізингоотримувачу, що передбачені договором лізингу.

Представивши суму лізингових платежів в  $i$ -му періоді через  $S_i$ , загальну суму лізингових платежів за весь період лізингового договору можна записати як суму всіх проміжних лізингових платежів:

$$\text{ЛП} = \sum_{i=1}^n (S_i), \quad (11.8)$$

де  $n$  — загальна кількість лізингових платежів;  $i$  — порядковий номер лізингового платежу ( $i = 1, 2, \dots, n$ ).

При укладенні лізингового договору сторони встановлюють загальну суму лізингових платежів, форму, метод нарахування, періодичність виплати внесків, а також способи їх виплати. Обсяг, графік сплати і умови перегляду лізингових платежів належать до істотних умов договору лізингу.

**Методика розрахунку лізингових платежів за методом фінансових рент** базується на теорії фінансових рент і передбачає порівняння сучасної (поточної) вартості потоку лізингових платежів та вартості майна з усіма додатковими витратами при його придбанні. Рівняння (11.9) є приведеною вартістю анuitету. За умовами розрахунку визначається єдина величина лізингових платежів за періодами, яка в подальшому розподіляється на відсоткові платежі та суми відшкодування вартості майна. Цю формулу отримано за умов, що платежі здійснюються наприкінці періоду і майно амортизується повністю за строк лізингової угоди і враховує зміну вартості грошей

за часом і вона тотожна формулі (11.8), яка рекомендується податковцями для використання в Україні.

$$R = C \cdot \frac{\beta}{1 - \frac{1}{(1+\beta)^n}} = C \cdot a_{n,\beta}, \quad (11.9)$$

де  $C$  — вартість майна з урахуванням усіх додаткових витрат;  $\beta$  — лізингова винагорода лізингодавця в частках;  $n$  — кількість лізингових платежів;  $a_{n,\beta}$  — коефіцієнт розстрочки (погашення).

Приклади обчислення лізингових платежів за методом фінансових рент за різними схемами можна знайти в [14, с. 305–310].

Отже, на думку експертів, ємність потенційного ринку лізингу в Україні становить приблизно 20–50 млрд дол. Ці цифри реальні, беручи до уваги той факт, що основні засоби в Україні зношені більше, ніж на 50 %.

Але розвиток лізингу в Україні залежить від здоров'я і розвитку банківської системи.

### **Питання для самоконтролю**

1. Коли і де з'явився лізинг у своїй сучасній формі?
2. Які чинники спонукали появу лізингу? Як регулюється лізинг (оренда) в США?
3. Як розвивався лізинг у США? Що давало можливість його розвитку?
4. Які види лізингу використовуються в США?
5. Що таке “пряма оренда”, “продаж з орендою”, “важлива оренда” в США?
6. Як обґрунтовується лізингове фінансування лізингових проєктів у США? Що таке “справедлива оцінка ринкової вартості”?
7. Які особливості розвитку лізингу у Великій Британії? Які види лізингу можна отримати у цій країні?
8. Які особливості розвитку лізингу у Франції? Які види лізингу можна отримати у цій країні?
9. Які особливості розвитку лізингу в Німеччині? Які види лізингу можна отримати у цій країні? Чому лізинг в Німеччині отримав такий значний розвиток?
10. Як розвивається лізинг в Україні?
11. Яка відмінність лізингу від оренди, банківського кредиту і кредиту споживача?
12. Які види лізингу надаються в Україні?



13. Що таке “фінансовий лізинг” і як він здійснюється?
14. Як обґрунтовується лізингове фінансування в Україні?
15. Яка участь банків у лізинговому фінансуванні?
16. Які види лізингових платежів можна встановити в Україні?
17. Як обчислюються лізингові платежі за методом фінансових рент?
18. Як регулюється лізинг в Україні?
19. Що гальмує розвиток лізингу в Україні?

## **Контрольні завдання**

### *Завдання 1*

На основі наступної інформації розрахувати достатню величину лізингових платежів (платежі здійснюються напочатку року):

а) ціна придбання лізингового активу — 300 тис. гр. од., відсоткова ставка дорівнює 15 %, строк лізингу 6 років, залишкова вартість не враховується;

б) ціна придбання лізингового активу — 200 тис. гр. од., відсоткова ставка дорівнює 10 %, строк лізингу 10 років, залишкова вартість активу — 20 тис. гр. од.;

в) ціна придбання лізингового активу — 50 тис. гр. од., відсоткова ставка дорівнює 12 %, строк лізингу 10 років, залишкова вартість — 30 тис. гр. од.

### *Завдання 2*

Розрахувати загальні витрати лізингодавця, якщо балансова вартість майна за лізингом становить 100 тис. грн. Плата за використання кредитних ресурсів становить 20 % від суми балансової вартості, плата за додаткові послуги лізингодавця становить 10 % від суми балансової вартості лізингового майна.

### *Завдання 3*

Компанія планує придбати обладнання за 200 тис. гр. од. Якщо його взяти у фінансовий лізинг, то виробник надасть фінансування на 10 років. Яка величина річних лізингових платежів, якщо ставка дисконтування становить 12 %? Скласти графік амортизаційних платежів.

### *Завдання 4*

Купівельна ціна обладнання становить 100 тис. гр. од., ставка за кредитом — 12 %, строк лізингу 6 років. Залишкова вартість облад-

нання наприкінці лізингового строку дорівнює 0. Необхідно обчислити величину річних лізингових платежів, якщо вони здійснюються на початку року.

#### *Завдання 5*

Вартість нового обладнання дорівнює 50 тис. грн. од. Обладнання можна взяти в лізинг на чотири роки із сплатою 5 рівними внесками, перший з яких здійснюється в момент  $t = 0$ , а інші наприкінці кожного з наступних чотирьох років. Розрахуйте величину річних лізингових платежів і побудуйте графік амортизаційних платежів з лізингу. Залишкова вартість обладнання — 3000 грн. од., дисконтна ставка — 10 %.

#### *Завдання 6*

Яка буде відповідь на завдання 3, якщо залишкова вартість обладнання дорівнює нулю? Розрахувати загальну суму лізингових платежів лізингоотримувача, якщо сума амортизаційних платежів становить 200 тис. грн, комісійна винагорода становить 5 % від величини амортизаційних відрахувань щорічно, сума ПДВ становить 20 %, сума мита становить 0,5 % від суми вартості лізингового майна, плата за кредитні ресурси, які використав лізингодавець, становить 20 % річних. Строк фінансового лізингу 5 років.

#### *Завдання 7*

Компанія розглядає пропозицію щодо лізингу на таких умовах: річні лізингові платежі (вперед) — 15000 грн. од.; строк лізингу — 7 років; гранична вартість позикового капіталу — 15 %; залишкова вартість обладнання — 4000 грн. од. Треба: а) обчислити вартість фінансового лізингу; б) знайти вартість лізингу при ставці 14 %; в) як зміниться відповідь за ставкою 16 %? г) як пов'язані між собою вартість оренди і відповідна ставка дисконтування?

#### *Завдання 8*

Який сучасний стан лізингу в країнах ЄС?

### **Література**

1. *Цивільний кодекс України* від 16.03.2003 р. № 435-15 із змін., внесеними згідно із Законом № 980-IV (980-15) від 19.06.2003 р. // ВВР України. — 2004. — № 2. — Ст. 6; № 1255-IV

- (1255-15) від 18.11.2003 р. // ВВР України. — 2004. — № 11. — Ст. 14; № 1713-IV (1713-15) від 12.05.2004 р. // ВВР України. — 2004. — № 33-34. — Ст. 403.
2. *Господарський кодекс України* // ВВР України. — 2003. — № 18, 19-20, 21-22. — Ст. 144.
  3. *Закон України “Про фінансовий лізинг”* від 16.12.1997 р. № 723/97-ВР із змін, внесеними Законом України від 14.01.1999 р. № 394-14, в ред. Закону № 1381-IV (1381-15) від 11.12.2003 р. (із змін, та доп.).
  4. *Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг”* від 12.06.2001 р. № 2664-III (із змін, і доп.).
  5. *Конвенція УНІДРУА “Про міжнародний фінансовий лізинг”* від 28.05.1998 р., дата приєднання України — 11.01.2006 р., дата отримання чинності для України — 01.07.2007 р.
  6. *Адамов Н. А., Тилов А. А.* Лізинг. Правовая сущность. Экономические основы. Учет и налогообложение / Н. А. Адамов, А. А. Тилов. — СПб.: Питер, 2007. — 160 с.
  7. *Банківські операції: підручник* / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна та ін. — К.: КНЕУ, 2008.
  8. *Білоус А. П.* Лізинг: світовий досвід / А. П. Білоус // Світова економіка й міжнародні відносини. — 2006. — № 5. — 125 с.
  9. *Зуйкова Л.* Лізинг: правове регулювання, бухгалтерський і податковий облік / Л. Зуйкова // Економіко-правовий бюлетень. — 2006. — Тематичний вип. — 175 с.
  10. *Ковальов В. В.* Облік, аналіз і бюджетування лізингових операцій: теорія й практика / В. В. Ковальов. — К.: Генеза, 2005. — 511 с.
  11. *Колодюн Ю. А.* Основні фінансові ризики лізингових компаній / Ю. А. Колодюн // Лізинг в Україні. — 2009. — № 5. — С. 12.
  12. *Міщенко В. І., Луб'яницький О. Г., Слав'янська Н. Г.* Основи лізингу: навч. посіб. / В. І. Міщенко, О. Г. Луб'яницький, Н. Г. Слав'янська— К.: Тов. “Знання”, 2007. — 136 с. — (Серія “Бібліотека банкіра”).
  13. *Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА, 2000. — 686 с.
  14. *Шклярук С. Г.* Проектне фінансування: навч. посіб. / за наук. ред. Г. К. Ялового / С. Г. Шклярук. — К.: “Вид. дім “Персонал”, 2009. — 472 с.

15. *Шмидт С., Бирман Г.* Экономический анализ инвестиционных проектов / С. Шмидт, Г. Бирман: пер. с англ. — М.: Банки и биржи; ЮНИТИ, 2003. — 625 с.
16. <http://www.lease.com.ua>
17. <http://www.leasing.com.ua>
18. <http://www.vtb.leas.com>
19. <http://www.aval.ua> ПАТ “Райффайзен Банк Аваль”.
20. [www.panta-leasing.com.ua](http://www.panta-leasing.com.ua)
21. [www.astraleasing.biz](http://www.astraleasing.biz)
22. [www.prostobiz.ua](http://www.prostobiz.ua)

# ІНФОРМАЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

### 12.1. Основні джерела інформаційного забезпечення ринків фінансових послуг

Для прийняття рішень з управління фінансами через операції на ринках фінансових послуг, для розуміння фінансових ситуацій і ефективності керівництва фінансами, важливе значення має наявна інформаційна база, яка складається з економічної, фінансової і облікової інформації. Той, хто приймає управлінські рішення з фінансової діяльності, повинен їх співвідносити з фінансовими рішеннями на рівні підприємства, компанії, організації (далі — компанія) з національною економічною і фінансовою політикою. У свою чергу рішення, які приймаються на рівні компанії, впливають як на фінансові, так і на товарні ринки.

#### Економічна інформація

Цілі і рішення національної економічної політики впливають на цілі і рішення у сфері управління фінансами через фінансові й товарні ринки, які реалізуються через ринки фінансових послуг. Для забезпечення добробуту населення і його зростання необхідно сформулювати основні цілі економічної політики країни, до яких можна віднести: повну зайнятість; економічне зростання, стабільність рівня цін; рівновагу платіжного балансу; забезпечення рівних прав і можливостей для суб'єктів економічної діяльності. Досягти дані цілі можна через використання урядом наступних інструментів: грошової політики; валютної політики; фіскальної політики; управління дефіцитом державного бюджету; антимонопольного законодавства. На економічне життя країни уряд впливає через грошову і фіскальну політику. Центральний банк країни використовує облікову ставку, обов'язкові обсяги банківських резервів, операції на відкритому ринку, а також валютні інтервенції як основні інструменти реалізації грошової політики і стабільності фінансової системи.

*Грошова і валютна політика.* У розпорядженні Центробанків країн є відповідні інструменти з управління грошовою масою і відсотковими ставками, це: операції на відкритому ринку, які вплива-

ють на обсяг резервів і монетарну базу; дисконтне кредитування, яке впливає на монетарну базу; резервні вимоги, від яких залежить грошовий мультиплікатор. Для підтримки стабільності національної валюти Центробанки використовують на національних валютних ринках інтервенції іноземних валют. Результатами грошової і валютної політики, яку здійснюють Центробанки країн, є: рівень інфляції; рівень відсоткових ставок; валютний курс національної валюти відносно провідних валют світу і його стабільність.

**Фіскальна політика.** Інструментами фіскальної політики, яка впливає на управління макроекономічними показниками, є податки і державні витрати, які своєю чергою впливають на доходи приватних і юридичних осіб. Тобто суб'єкти (учасники) ринків фінансових послуг у своїй діяльності повинні приймати до уваги всі перелічені інформаційні чинники й інструменти фінансової політики.

**Провідні макроекономічні показники.** До провідних макроекономічних показників, які необхідно враховувати підприємствам, організаціям, компаніям, державним органам при плануванні своєї діяльності та здійсненні операцій на ринках фінансових послуг, відносяться: валовий внутрішній продукт (ВВП); рівень реальних відсоткових ставок; рівень безробіття; рівень інфляції; валютні курси; індекс промислового виробництва; індекс провідних показників; індекс ділового оптимізму; платіжний баланс; рівень зовнішнього боргу; обсяги золотовалютних резервів. Що характеризують дані показники і як вони впливають на валютні курси країн, розглянемо далі в цьому розділі, аналізуючи валютний ринок. Взагалі, в економічно розвинених країнах можуть використовуватися, крім зазначених, й інші економічні показники. Так, у США Національне бюро економічних досліджень (*National Bureau of Economic Reserch (NBER)*) щорічно публікує 47 серій видань з економічної статистики, яка висвітлює рух провідних показників ділового циклу. До провідних (*lead*) показників відносяться показники, що випереджають цикл не менше, ніж на три місяці. Показники, які випереджають або відстають від показників загальноекономічної динаміки на три місяці, або менше, розглядаються як співпадаючі з поточним рівнем економічної активності. Так, індекс провідних показників у США включає наступні 12 з 47 показників, які публікуються. Це: середня тривалість робочого тижня в промисловості в годинах; середнє прирощення вимог зі страхування з безробіття; сума нових замовлень на промислові споживчі товари і матеріали в постійних цінах; індекс створення нових підприємств і організацій; індекс цін на звичайні акції 500

крупних компаній; замовлення на будинки, споруди і обладнання; показники видачі дозволів на закладку нових будинків; кількість поставчань (відсоток компаній, які отримують замовлене пізніше, ніж промисловість загалом); чисті зміни наявних запасів і замовлень на поставчання; зміни цін на матеріали, які чутливі до коливань кон'юнктури; зміни сукупного обсягу непогашеного споживчого і комерційного кредитів; грошовий агрегат  $M2$  у постійних цінах.

Використання провідних економічних показників для складання прогнозів не вимагає припущень щодо чинників економічних змін, і це є основна відмінність від економетричних моделей. Він спирається на статистично зафіксовані співвідношення економічних показників, які використовуються для передбачення поворотних точок загальної економічної активності. Використання провідних показників є простим рішенням складної задачі — передбачення майбутнього.

## **Фінансова інформація**

**Інформація щодо фінансових ринків і ринків фінансових послуг.** Серед джерел інформації, які можуть використовуватися для вивчення фінансового ринку або відповідного ринку фінансових послуг розрізняють інформацію, яку отримують з первинних досліджень, та інформацію, що є результатом вторинних досліджень. *Первинні дослідження* ринків фінансових послуг припускають їх емпіричне дослідження і можуть здійснюватися як самою компанією або підприємством і організацією, або компанією, яка спеціалізується на таких дослідженнях. При *вторинних дослідженнях* потрібна інформація отримується вже із зібраних матеріалів, які можуть бути отримані з таких джерел: *внутрішніх* — статистичних даних діяльності компанії, звітів сервісних служб; *зовнішніх джерел*, які можна поділити на: джерела інформації щодо внутрішніх ринків фінансових послуг; джерела інформації щодо іноземних ринків.

Джерелами інформації щодо внутрішніх ринків можуть бути: інформація із сайту Центробанку країни; інформація сайтів органів управління фінансовою системою і економікою країни; спеціальні видання; інформація із сайтів банків, страхових та інших фінансових компаній; біржова інформація; інформація з відповідних фінансових ринків; спеціалізовані банки даних. Джерелами інформації щодо зарубіжних ринків може бути та сама інформація відносно внутрішніх ринків конкретних країн, а також інформація консультативних служб МВФ, СБРР, ЄС та інших міжнародних організацій і об'єднань, зов-

нішньоторговельних банків, інститутів вивчення ринків, зарубіжних торговельних палат, служб консалтингу тощо. Інформація, яка надходить з фінансових ринків, корисна для оцінки і розуміння компаній, які надають фінансові послуги, а також які їх споживають.

### **Облікова інформація**

Для учасників ринків фінансових послуг як для тих, хто їх надає, так і для тих, хто їх споживає, важливою є також облікова інформація фінансових установ, корпорацій та інших суб'єктів. Для банків та інших кредиторів важлива інформація щодо фінансового стану суб'єкта, який звернувся за кредитом або позикою. Для інвесторів, які інвестують в інструменти фондового ринку, важливою є інформація не лише щодо загального стану фондового ринку, а й стан інвестиційних (фінансових) компаній, що пропонують свої послуги — пенсійних фондів, страхових компаній, лізингових і факторингових компаній та ін. Для цього використовується фінансовий аналіз фінансового стану компаній, організацій, підприємств, з методикою якої можна ознайомитися в різних спеціальних літературних та інших джерелах з фінансового аналізу.

Для учасників зовнішньоекономічної діяльності, окрім зазначених факторів і показників, важливою є інформація щодо стану валютних ринків і валютних курсів провідних валют, а також рівня відсоткових ставок, оскільки від їх динаміки залежать прибутки або збитки суб'єктів даної діяльності. Учасники ринків фінансових послуг для забезпечення ефективності своєї діяльності мають здійснювати аналіз основних тенденцій показників, що характеризують відповідний ринок. Для цього використовуються два види аналізу ринків — фінансовий (фундаментальний) і технічний (графічний). Зазначимо, що фінансовий і технічний аналізи не вступають у суперечність, а доповнюють один одного і широко використовуються фінансовими та інвестиційними трейдерами для аналізу тенденцій валютного і фондового ринків.

## **12.2. Фундаментальний аналіз фінансових ринків і використання отриманої інформації для надання послуг**

Коли інвестор або інша зацікавлена особа зустрічається з фінансовою проблемою або бажає зрозуміти економічне питання, пов'язане з



інвестиціями, виробничою діяльністю компанії або фінансуванням, то до їхніх послуг у даний час з'явилися різні методи фінансового (фундаментального) і технічного аналізу, які описуються у спеціальній літературі. В основі фундаментального аналізу лежить розгляд економічної кон'юнктури та інших показників. При технічному аналізі рух ринку прогнозується на основі історичних цін. Трейдери, які спеціалізуються на короткостроковій торгівлі, віддають перевагу технічному аналізу і концентрують свою увагу на руху цін. Інші учасники ринків для визначення справедливої вартості валюти (або цінного паперу) та її зміни використовують фундаментальний аналіз.

Отже, вибір потрібних методів та інструментів для аналізу є важливою частиною задачі аналізу, так як дані методи залежать від різних точок зору їх авторів і фахівців, а також цілей аналізу та інших факторів. Недостатньо володіти технікою аналізу, так як фінансовий (фундаментальний) і технічний аналізи — це і дослідження, і міркування, які допомагають відповісти на питання, що стоять перед фінансовими та інвестиційними менеджерами, інвестором, а також представлені в процесі управління компанією (організацією). Необхідно чітко усвідомити, що основна задача фінансового аналізу — допомогти прийняти розумні рішення для учасників ринків фінансових послуг. Крім отримання числових результатів, вирішення фінансових та інвестиційних проблем і питань, передусім, залежать від точок зору зацікавлених сторін з приводу важливості питання і його природи, а також від надійності наявної для аналізу інформації, так як ступінь точності і поліпшення результатів фінансового аналізу також залежить від конкретної ситуації.

Водночас фінансовий аналіз є основою (фундаментом) прийняття управлінських рішень на мікрорівні та охоплює всі напрями діяльності компанії — виробничу, фінансову та інвестиційну, так як нерозумно буде, наприклад, будувати свої рішення з надання або отримання фінансової послуги тільки на підставі аналізу валютного ринку або ринку цінних паперів, або інших фінансових ринків, не знаючи ефективності виробничої, фінансової та інвестиційної діяльності цієї компанії.

Перед початком виконання будь-якої задачі аналізу на мікро- або макрорівнях аналітик повинен відповісти на наведений примірний перелік питань, відповіді на які допоможуть йому більш ефективно виконати аналіз і використовувати його при прийнятті рішень щодо інвестування. 1. Яка точна природа і обсяг аналізованої проблеми?

Чи була дана проблема виявлена і встановлена її важливість? Чи існують альтернативи? 2. Які є спеціальні чинники, відносини і тенденції, що допоможуть в аналізі проблеми? Яка їх значимість і в якій послідовності необхідно до них звертатися? 3. Наскільки точним має бути відповідь для з'ясування існуючої проблеми? 4. Наскільки сповнені і надійні наявні дані і як ця невизначеність може вплинути на результати? Яке підтвердження можна отримати і скільки часу і зусиль необхідно на це затратити? 5. Які обмеження властиві застосуванню методом та інструментам аналізу і як вони вплинуть на результати? Чи справді вибрані методи та інструменти вплинуть на результати? 6. Наскільки важливі якісні судження з даної проблеми і який порядок їх важливості? Коли їх можна використовувати і які результати таких суджень прийнятні?

**Фундаментальний (основний) аналіз** — досліджує економічні показники, а також основні тенденції їх змін з часом як на макро-, так і на мікрорівнях. На макрорівні робляться прогнози обсягу внутрішнього валового продукту, обсягу продажів і рівня доходів у ряді галузей, прогнози щодо курсу національної валюти і рівня інфляції, прогнозів відсоткових ставок, на мікрорівні — обсяг продажів і рівень доходів компаній однієї галузі, фінансовий стан основних учасників ринків та ін. Дані прогнози зрештою перетворюються в оцінки очікуваних курсів валют або рівня відсоткових ставок, або очікуваної прибутковості певних акцій і, можливо, окремих галузей і відповідного фінансового ринку в цілому. Так, залежно від курсу валют учасники міжнародної торгівлі можуть отримати дохід або збитки. Після загального макропрогнозу на мікрорівні аналізують стан конкретної компанії, акції або проекти якої цікавлять інвестора. Аналізу піддаються такі фінансові показники компанії: доходи, чистий прибуток, виручка від реалізації проданої продукції, активи і пасиви, рух ліквідності, норма прибутку на капітал тощо. Такий метод прогнозування називається методом прогнозування “згори–вниз” (*top down forecasting approach*). Інші організації, що спеціалізуються на інвестиціях, спочатку оцінюють перспективи окремої компанії, потім дають прогноз перспектив для галузей і, нарешті, для економіки в цілому. Такий метод прогнозування називається методом прогнозування “знизу–вгору” (*bottom-up forecasting*). На практиці часто застосовують поєднання цих двох підходів прогнозування. Сукупність індивідуальних прогнозів повинна відповідати загальноекономічному прогнозу. У разі неспівпадіння процес побудови прогнозу повторюють.

Крім перелічених підходів для прогнозування перспектив фінансових ринків, галузей, компаній і динаміки курсів акцій, валют використовують метод імовірнісного прогнозування (*probabilistic forecasting*), який полягає в побудові сценаріїв розвитку економіки з урахуванням ймовірності їх здійснення. Зазвичай розглядають три ймовірнісних сценарію розвитку економіки — нормальний (поступовий) розвиток економіки, стрімкий розвиток економіки і падіння або стагнація економіки.

З метою полегшення прийняття рішень щодо надання або отримання фінансових послуг, або інвестування широке застосування знайшла побудова і використання для прогнозування різних економетричних моделей (*econometric model*). Це статистична модель, яка є засобом прогнозування значень визначених перемінних, які називаються ендогенними змінними. Для отримання таких прогнозів в якості вихідних даних використовуються значення інших змінних, що називаються екзогенними змінними.

Представники школи фундаментального аналізу вважають, що саме перелічені фактори і показники найбільш важливі при інвестиційних або фінансових рішеннях (купити, продати іноземну валюту або цінні папери, тримати цінні папери або валюту). Більшість професійних менеджерів використовують даний аналіз, приділяючи більше уваги тому або іншому чиннику, розраховуючи і аналізуючи ту чи іншу групу показників або коефіцієнтів.

**Технічний аналіз.** Технічний аналіз знайшов своє широке застосування при аналізі валютних і фондових ринків. Представники даної школи приділяють увагу руху валютних курсів, цін, обсягів торгівлі цінними паперами та іншим індикаторам фондового або валютного ринків і, виходячи з результатів аналізу, визначають напрями руху курсів валют, акцій, підходящі валюти і цінні папери або проекти, час для інвестування в них і здійснення фінансових операцій. Розглядаючи два напрями аналізу, необхідно розуміти, що фундаментальний і технічний аналізи не виключають, а доповнюють один одного. Переважна кількість учасників ринків фінансових послуг ретельно готується до здійснення фінансових операцій, шляхом збору та аналізу різної статистичної інформації, а також застосовуючи згадані методи аналізу.

**Джерела інформації для фундаментального аналізу.** В Україні інформацію щодо поточного стану валютного або фондового ринку, або інших ринків можна отримати із сайтів Національного банку

України, інших банків, Комісії з регулювання фондового ринку, сайтів страхових, інвестиційних та інших фінансових компаній, які надають фінансові послуги, з періодичних спеціалізованих економічних або фінансових видань, а також з інформації спеціалізованих консалтингових компаній і організацій, відповідних баз даних та ін. Водночас, в країнах з розвинутою ринковою економікою, наприклад, у США дані для аналізу щодо стану фінансових ринків можна отримати з більш численних і більш повних джерел. Бібліографія таких джерел, складених Нью-Йорським товариством фінансових аналітиків (*New York Society of Security Analysts*), приведена в Довіднику фінансового аналітика (*Financial Analyst's Handbook*). Класифікацію періодичної літератури за галузями, товарами і компаніями надає видання *Predicasts F & S Index*. Великий обсяг статистичної інформації, фінансових новин міститься у *Wall Street Journal* і у фінансовому розділі *New-York Times Investors Business Daily*. Обширну статистичну інформацію представляє *Barrons*. Аналітичну інформацію аналітиків різних брокерських фірм надає *Wall Street Transcript*. Інформацію про щотижневих курсах акцій і обсягах торгівлі можна знайти в *Daily Stock*, видаваної корпорацією *Price Record Standard & Poor's*. Кожен випуск містить дані за один квартал, і вся інформація щодо певних видах акцій представлена в одній колонці. *S & P* також публікує прогнози величини прибутку компанії в тижневику *Earnings Forecast*, а інформацію про виплачуваних дивідендах — в *Dividend Record*. Деякі брокерські контори пропонують своїм клієнтам щомісячні випуски *Standard & Poors — Stock Guide* і *Bond Guide*. Основним джерелом інформації в галузі фінансів, а також даних, що стосуються діяльності окремих компаній, є збірник *Corporation Records*, що випускається корпорацією *Standard & Poor's*. Даний збірник включає шість томів. Другим головним джерелом фінансової інформації є видання серії *Manuals*, що випускається компанією *Moody's Investor Services Inc.* Історичні дані і аналіз приблизно 1700 акцій і показники найбільш важливих галузей можна знайти у *Value Line Investment Survey*. Дане видання також містить значення скоригованого бета-коефіцієнта (фактора-бета) по окремих акціях. Оцінку порівняльної привабливості інвестицій наведено у виданнях *Value Line* і *Options Convertible* спільно з *Survey*. Серед відомих аналітичних публікацій слід назвати такі періодичні видання: *Financial Analyst's Journal* (США); *Analyse Financiere* (Франція); *Invesment Analyst* (Велика Британія). Різні питання інвестування розглядаються в ака-

демичних журналах: *Journal of Business*, *Journal of Finance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *Journal of Financial Economic Review of Financial Studies*. Крім перелічених видань виходять періодичні видання з управління коштами інституційних або корпоративних інвесторів, про діяльність взаємних фондів, за макроекономічними показниками та ін. Відомі й інші спеціалізовані видання і джерела інформації за різними видами фінансових послуг. Інформацію про курси звичайних акцій, про взаємні фонди, а також фінансові звіти компаній пропонують за певну плату компанії *S & P*, *Compustat Services*, *Value Line Inc.*, *Morningstar*. Інші компанії надають бази даних за цінами фондового ринку, інформацію про основні макроекономічні показники і дані про діяльність взаємних фондів, а також різні прогнози брокерських фірм.

**Аналіз ринку валютних послуг.** Фундаментальними факторами при аналізі валютного ринку є ключові макроекономічні показники стану національної економіки. Дані фактори діють у середньостроковій перспективі і впливають на учасників валютного ринку і рівень валютного курсу. Агентство Ройтер публікує спеціальну сторінку прогнозу основних індикаторів розвинених країн — *ECI/1*. Зазвичай це статистичні дані, що публікуються національними статистичними органами (в США — статистичне бюро при міністерствах, в Україні та Росії — Держкомстат тощо). Відомий графік публікації статистичних даних макропоказників різних країн, в який день і в який час ті чи інші новини будуть офіційно оголошені, і миттєво передані в системі Ройтер користувачам через екрани роїтерських моніторів по всьому світу. У розбивці за днями наводяться середньозважені прогнози економістів і дослідницьких центрів про очікувані показники національної статистики (колонка *FORECAST*). Наводиться час їх публікації, а також попередні значення показників (колонка *PRVS*). Ці дані скрупульозно аналізуються дилерами й аналітичними центрами банків, і на їх основі виробляються сценарії поведінки валютного курсу і тактика процентного і валютного арбітражу. Виділяють два тимчасових аспекти впливу фундаментальних факторів на валютний курс: довго- і короткостроковий впливи.

Довгостроковий вплив пов'язаний з набором фундаментальних факторів, що визначають стан національної економіки, і, отже, тренд зміни валютного курсу діє протягом місяців, років. Таке прогнозування курсу використовується для відкриття стратегічних позицій. Короткостроковий вплив пов'язаний з впливом опублікованого ста-

тистичного індикатора на курс валюти, діє протягом кількох хвилин, годин, днів. Наприклад, публікація даних про зниження торгового балансу між США і якою-небудь країною за минулий квартал може привести до деякого зростання курсу долара до валюти даної країни, тобто визначається короткостроковий вплив на курс валюти індикаторів за короткі періоди часу. Валютні дилери, які приймають рішення щодо купівлі або продажу валюти після появи на екранах моніторів повідомлень щодо значення економічного індикатора, повинні миттєво відповісти на ряд питань, від правильного рішення яких залежить розмір прибутку або збитку, отриманого банком. До них належать питання: ці цифри — такі, як очікував ринок, або навпаки, несподівані? Ці дані позитивні або негативні? Для аналізу валютного курсу важливі такі фундаментальні чинники: 1. Валютний курс за паритетом купівельної спроможності (*Purchasing Power Parity Rate — PPP Rate*). 2. Валовий національний продукт — ВВП (*Gross National Product — GNP*). 3. Рівень реальних процентних ставок (*Real Internet Rates*). 4. Рівень безробіття (*Unemployment Rate*). 5. Інфляція (*Inflation*). 6. Платіжний баланс (*Balance of Payments*). 7. Індекс промислового виробництва (*Industrial Production*). 8. Індекс ділового оптимізму. 9. Зовнішній борг. 10. Золотовалютні резерви.

Докладніше з фундаментальним аналізом валютного ринку можна ознайомитися у спеціальній літературі.

### **12.3. Технічний аналіз фінансових ринків і використання отриманої інформації для надання послуг**

**Поняття і основні цілі технічного аналізу фінансового ринку.** Технічний аналіз виходить з тієї головної передумови, що всякий вплив на ринок (у вигляді економічних, політичних, юридичних та інших факторів) автоматично враховується в русі цін цінних паперів або курсів валют на ринку. Технічний аналіз називають ще графічним аналізом, так як він заснований на складанні графіків руху цін або обмінних курсів та їх дослідження. Розрахунки показників “*фактора-бета*” для різних видів цінних паперів і спостереження за ними переконують у тому, що, зазвичай, від 20 до 50 % змін курсів акцій пояснюються загальними ринковими тенденціями. Це дає змогу використовувати технічний аналіз для відбору цінних паперів та включення їх до інвестиційного портфеля. Водночас котирування на ва-

лютному ринку змінюються як у короткому періоді часу (щохвилини, щогодини, протягом доби тощо), так і в довгостроковому. З урахуванням зазначеного, технічний аналіз може бути використаний у таких випадках. 1. *Для прогнозування цін.* Таке прогнозування може здійснюватися як з використанням основного (фундаментального) аналізу, так і окремо, на основі графічного аналізу. 2. *Для визначення часу* купівлі іноземної валюти і цінних паперів або їх продажу на ринку. 3. *Як випереджаючий індикатор.* В якості випереджаючого індикатора руху цін на ринку технічний аналіз може бути використаний таким чином. По-перше, валюту або цінні папери можна продати або купити, не вникаючи в те, чому ціни рухаються в тому чи іншому напрямі. По-друге, певні рухи цін можуть сигналізувати про те, що який-небудь фактор не був врахований при фундаментальному аналізі і, отже, необхідні подальші дослідження для встановлення таких факторів.

### ***Основні тенденції руху валютного і фондового ринку.***

Аналітики, які працюють на валютному або фондовому ринку, зазвичай спираються на такі основні положення: 1) ринок має тенденції; 2) ці тенденції стійкі; 3) історія повторюється; 4) ринок враховує все. Вважаючи, що ринок враховує будь-які зміни, можна припустити, що рух цін цінних паперів або курсів валют відбувається не хаотично, а в тих чи інших певних напрямках, тобто мають місце тенденції руху цін. Такі тенденції, наприклад фондового ринку, можна відобразити у вигляді графіка (див. рис. 12.1). Цей рисунок показує річну зміну цін на фондовому ринку. Протягом року ймовірно кілька місячних, щотижневих, щоденних або менш значних коливань. Надалі, враховуючи специфіку фондового і валютного ринку, розглянемо застосування технічного аналізу на прикладі фондового ринку.

Фондовий ринок загалом змінюється приблизно за такою циклічною схемою, відображеної на графіку, де: Н — початок, П — пік і К — кінець одного циклу руху цін на фондовому ринку. Тенденція до зростання називається “*Ринком биків*” (гра на підвищення), а рух вниз — “*Ринком ведмедів*” (гра на зниження). Протягом одного ринкового циклу і відповідного йому ділового циклу, існуючі на кожній його стадії руху, підйоми і падіння можуть пояснюватися різними причинами. Тим не менш, одні причини можуть давати один ефект, а інші — інший. Наприклад, у певних випадках, при підвищенні податків ринкові ціни цінних паперів починають падати, а в інших — при підвищенні податків ціни зростають. При конкретному

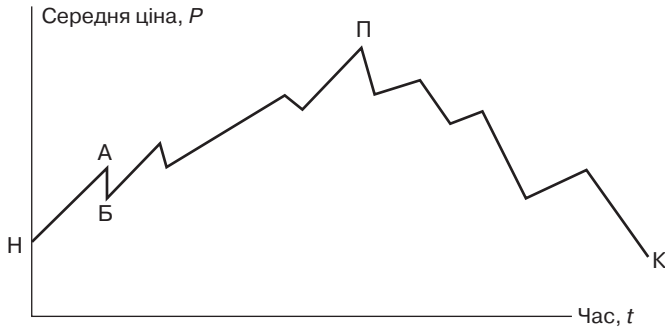


Рис. 12.1. Графік руху ринку цінних паперів

співвідношенні попиту та пропозиції ринок буде або залишатися стійким, або навпаки, коли рівновага ринкових сил буде порушуватися, майбутні курси акцій почнуть рухатися в міру зміни ринка. Аналогічним чином відбувається і зміна цін на якісь певні типи акцій (рис. 12.2). При підвищенні ділової активності компанії (підприємства) і збільшенні доходу ціни на акції можуть рости, і навпаки, зменшуватися. Так як тенденції розвитку бізнесу та економіки не можуть швидко змінюватися, то зміна цін акцій не може відбуватися несподівано.

Практичний аналіз руху цін певного типу акцій показує, що:

1. Підйом ціни акції відбувається не різко прямо від ... і до ..., а зигзагоподібно. У нашому випадку, при зростанні цін від 10 до 42 ум. од., цикл проходить через підвищення і пониження. Цей підйом цін відображує певний порядок, який полягає в тому, що кожна з кількох нижніх точок цін у період їхнього підйому (в даному ви-

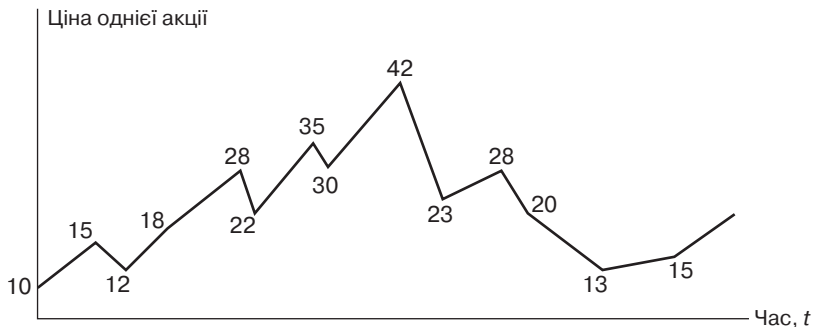


Рис. 12.2. Графік руху ціни однієї акції



падку: 10, 12, 22, 30) розташована вище, ніж попередня. А кожна з верхніх точок цього періоду (в даному випадку: 15, 18, 28, 35, 42) також розташована вище, ніж попередня. Інакше кажучи, в період під-йому спостерігаються все більш високі верхні і нижні ціни.

2. Подібна картина може спостерігатися і в період падіння ціни на даний тип акції з 42 ум. од. до 13 ум. од. Падіння ціни також відбувається зигзагоподібно, з найвищою точкою — 28 і найнижчою — 25.

Як видно з рисунку, рух цін ринку цінних паперів і конкретного типу цінного паперу чимось нагадують один одного. Напрямок руху цін ринку цінних паперів і конкретного цінного паперу можуть збігатися і рухатися в протилежному напрямі. Але все одно, аналітики можуть зафіксувати загальну тенденцію напрямку руху цін фондового ринку, яке визначається діловою активністю в бізнесі. Ідентифікувавши такі тенденції руху цін (або “тренди”, як прийнято називати в аналітиків), можна встигнути зайняти на ринку вигідну позицію, сформувавши портфель з цінних паперів, ціни на які мають тенденцію до зростання. Аналогічним чином можна продати з портфеля цінні папери, ціни на які мають тенденцію до падіння.

**Основні концепції, що лежать в основі технічного аналізу.** В основі технічного аналізу ринку цінних паперів лежать наступні концепції. 1. Теорія Доу. 2. Концепція активності торговельних операцій. 3. Концепція індикаторів ринку. 4. Концепція технічних умов ринку. 5. Хвильова концепція Еліота. Розглядаючи методи технічного аналізу, дослідник повинний розуміти, що жоден фахівець-аналітик не буде свою роботу тільки на аналізі щоденних діаграм, він також досліджує довгострокові діаграми в комплексі з іншими методами. Це зумовлено тим, що в даний час є безліч підтверджуючих фактів того, що курси акцій рухаються вгору і вниз випадково, надаючи ніяких переваг ні для якої стратегії торгівлі цінними паперами. Тому гіпотеза випадкових рухів (блукань) у даний час перетворилася на одну з найбільш інтенсивно обговорюваних в спеціальній літературі проблем. Прихильниками такої гіпотези вважається, що тільки гостра конкуренція на ринку цінних паперів і швидка оцінка інформації ведуть до переміщення курсів акцій на новий рівень. Найбільш серйозний виклик гіпотеза випадкових рухів курсів акцій кидає технічному аналізу. Якщо коливання курсів абсолютно випадкові, тоді графіки тенденцій минулих курсів цих випусків навряд чи допоможуть інвесторам в отриманні виграшу від операцій з цінними паперами. В умовах високоефективних ринків зрушення пропозиції

і попиту відбуваються так швидко, що технічні індикатори просто вимірюють минулі події, які не можуть бути використані для прийняття рішень щодо інвестування в майбутньому. Водночас, якщо ринки поглинають інформацію досить повільно, то це веде до поступових змін попиту та пропозиції інвесторів на ринку і, отже, відкриває можливості отримання прибутку для тих, хто раніше за інших зуміє розпізнати тенденції зрушень. Хоча ця гіпотеза на практиці, як ми вже зазначали, підтверджується багатьма даними, тим не менш значна частина інвесторів продовжує дотримуватися технічного аналізу, оскільки вони переконані в тому, що він покращує їх очікувані інвестиційні результати.

Основним критерієм роботи аналітика є — **підтвердження і розбіжність**. Жодна модель, жоден індикатор не повинні розглядатися в ізоляції один від одного. Підхід до даного аналізу повинен бути комплексним. У цьому зв'язку особливе значення представляє — підтвердження, тобто порівняння всіх індикаторів для того, щоб переконатися, що всі вони вказують на одну і ту саму тенденцію, підтверджуючи один одного. Розбіжність — ситуація, при якій індикатори один одного не підтверджують. Вона може бути раннім попередженням щодо наближення змін тренду. Необхідно усвідомити, що для прийняття рішення щодо інвестування в конкретні цінні папери або в іноземну валюту недостатньо спиратися тільки на результати технічного аналізу. Необхідно дослідити саму компанію, що працює на зовнішньому ринку або випустила акції, а також економічні та фінансові умови її роботи та інші фактори, які впливають на ринок. Треба пам'ятати про те, що будь-який метод аналізу, в тому числі і технічний, не є досконалим. Можливо, першим правилом технічного аналізу є те, що в ньому немає правил як таких.

Крім розглянутих методів при аналізі фондового та валютного ринків широко використовуються японські свічки (*Candle charts*). Свічки зазвичай використовуються для побудови графіків руху курсу з добовими інтервалами, і подібно відрізкама характеризують значення валютного курсу в певний період часу — зазвичай одну добу за своєю суттю нагадують гістограми. Свічка — це вертикальний циліндр (межі між курсом на початок і на кінець дня), доповнений двома відрізками зверху і знизу (до точок максимального і мінімального значень курсу в дану добу). Порожній (білий) циліндр означає, що курс на початок дня був нижчим, ніж на закриття, в замальованому (чорному) циліндрі курс на початок дня був вищий, ніж на кінець

дня. Більш докладно з використанням японських свічок та інших методів аналізу можна ознайомитися в спеціальній літературі (див. Ніссон та ін.).

### **Питання для самоконтролю**

1. Які джерела використовуються для інформаційного забезпечення ринків фінансових послуг?
2. Яка економічна інформація використовується для інформаційного забезпечення ринків фінансових послуг?
3. У чому полягає грошова і валютна політика країни і для чого її необхідно знати?
4. Які інструменти фіскальної політики використовують державні органи і для чого це необхідно знати при аналізі ринків фінансових послуг?
5. Які провідні макроекономічні показники повинні враховувати компанії, організації і підприємства у своїй діяльності на ринках фінансових послуг? Чому це необхідно?
6. Яку фінансову інформацію використовують учасники ринків фінансових послуг? Які джерела даної інформації?
7. Для чого і ким використовується облікова інформація на ринках фінансових послуг?
8. У чому полягає зміст фундаментального аналізу? Для чого він використовується?
9. Які очікувані результати фундаментального аналізу використовуються на практиці при наданні фінансових послуг?
10. Що таке технічний аналіз ринку і для чого він слугує? У чому полягають відмінності між фундаментальним і технічним аналізом?
11. Які джерела інформації використовуються при фундаментальному аналізі?
12. Які фундаментальні фактори впливають на валютні курси і як вони впливають?
13. Що таке “паритет купівельної спроможності”, як він визначається і для чого використовується?
14. Що таке “паритет відсоткової ставки”, як він визначається, що пояснює і для чого використовується?
15. Як впливає платіжний баланс на курс національної валюти?
16. Як впливає зовнішній борг і золотовалютні резерви на курс національної валюти?

17. З яких передумов виходить технічний аналіз ринку?
18. В яких випадках може бути використаний технічний аналіз ринку?
19. Які основні положення лежать в основі руху ринку? Що таке “гіпотеза економічної ефективності ринку”?
20. Які основні концепції лежать в основі технічного аналізу ринку?
21. Що таке “технічний індикатор”? Які технічні індикатори використовуються для аналізу фондового або валютного ринку?
22. У чому полягає зміст і цінність хвильової концепції Еліота при застосуванні її в технічному аналізі ринків?
23. Які прийоми і методи використовуються в технічному аналізі ринків?
24. У чому полягає зміст технічного аналізу ринку за допомогою японських свічок?
25. Що слугує основними критеріями роботи аналітика?

## Література

1. *Бенуа Мандельброк, Ричард Л. Хадсон.* (Не) послушные рынки. Фрактальная революция в финансах: пер. с англ. — М.: Изд. дом “Вильямс”, 2006. — 400 с.
2. *Зви Боди, Роберт К. Мертон.* Финансы: пер. с англ. — М.; СПб.; К.: ИД “Вильямс”, 2003. — 592 с.
3. *Кевин Б. Конноли.* Покупка и продажа Волатильности. — М.: ИК “Аналитика”, 2001. — 264 с.
4. *Кетти Лин.* Детрейдинг на рынке Forex. Стратегии извлечения прибыли: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 240 с.
5. *Ли Ченг Ф., Финнерти Дж. И.* Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 685 с.
6. *Найман С. Л.* Трейдер — инвестор. — К.: ВИРА-Р, 2000. — 640 с.
7. *Пискулов Д. Ю.* Теория и практика валютного дилинга. — М.: Финансист, 1998. — 246 с.
8. *Нисон Стив.* Японские свечи: графический анализ финансовых рынков: пер. с англ. [Электронный ресурс]. — М.: Диаграмма, 1998, — 366 с. — Режим доступа: [www.vpluse.net](http://www.vpluse.net) (Библиотека Церих).

9. *Фредерик С. Мышкин*. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: пер. с англ. — 7-е изд. — М.; СПб.; К., 2006. — 880 с.
10. *Фрэнк Дж. Фабоцци*. Рынок облигаций. Анализ и стратегии: пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 876 с.
11. *Шклярук С. Г.* Финансовая система. Структура. Механизм функционирования. Оптимизация: финансовые рынки; финансовые институты и участники; финансовые инструменты; методы анализа; регулирование и оптимизация. — К.: Нора-принт, 2003. — 568 с.
12. *Эрлих А. А.* Технический анализ товарных и финансовых рынков: прикл. пособие. — М.: ИНФРА-М, 1996.
13. *Analysis of Stock Price in Japan*, Tokyo, Japan: Nippon Technical Analysis Association, 1986.

# РИЗИКИ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ І МЕХАНІЗМИ ЇХ ЗМЕНШЕННЯ

### 13.1. Чинники невизначеності на ринках фінансових послуг і основні види ризиків

При аналізі ризиків, які супроводжують фінансові послуги, всі їх учасники повинні мати уявлення про те, які ризики їх можуть очікувати, і знати методи їх зменшення й управління. Тобто банкіри мають знати все про ризики банківського кредитування (кредитні ризики) та інших банківських операцій і послуг, інвестори — про ризики, які пов'язані з їх інвестиціями, учасники пенсійних фондів — про ризики, пов'язані з управлінням даних фондів, страховики — про ризики щодо суб'єктів, які страхуються, та ін. А для цього важливо знати методологію виявлення ризиків, їх оцінки і управління. Ризики, які пов'язані з наданням і реалізацією фінансових послуг, досить численні, діють, як правило, комплексно і дуже важко піддаються формалізації. Взагалі дія даних ризиків має інтегральний ефект.

Насамперед необхідно дати визначення поняття “ризик” при наданні і отриманні фінансових послуг. Існує кілька підходів до визначення цього поняття. *Перший підхід* такий: **ризик** надання і споживання фінансових послуг є ймовірністю втрат при їх реалізації або споживанні через невизначеність. Інвестиційна або трастова компанія, яка вкладає кошти своїх клієнтів у цінні папери або інші фінансові активи на тривалий строк, або пенсійний фонд, який надає послуги з пенсійного забезпечення, або страхова компанія, яка страхує ризики клієнта, можуть не отримати запланованого прибутку, втратити частину свого капіталу або весь капітал. При цьому можуть втратити і капітал своїх клієнтів. Так само втрати можуть понести і споживачі фінансових послуг. *Другий підхід*: **ризик** надання фінансової послуги є ймовірністю неотримання запланованого прибутку через невизначеність. Існують й інші визначення цього терміна, але найточнішим, мабуть, буде комбінація першого і другого визначень, в яких ризик пов'язаний з невизначеністю та ймовірністю втрат.

Як зазначають Зві Боді і Роберт К. Мертон, існують відмінності між невизначеністю і ризиком [8, с. 328]. Щодо **невизначеності** кажуть тоді, коли неможливо передбачити з вірогідністю те, що може

відбутися у майбутньому. Водночас ризик — це не просто невизначеність, а така, яку вимушені приймати до уваги при здійсненні тих чи інших дій, оскільки вона може вплинути на матеріальний добробут людей.

У теорії ризиків і на практиці розрізняють *систематичний* і *несистематичний ризики*. **Систематичний ризик** — це ризик, який ще визначають як загальноекономічний або *недиверсифікований ризик*, присутній завжди і на нього учасники ринків не спроможні впливати. **Несистематичний ризик** притаманний відповідному фінансовому інструменту або фінансовій послугі і учасники ринку можуть ним управляти, наприклад, вибираючи відповідний фінансовий інструмент, або компанію для надання чи отримання фінансової послуги, або створюючи диверсифікований портфель фінансових інструментів і тоді, щодо останнього, кажуть про *диверсифікований ризик*.

На всіх стадіях здійснення фінансових операцій, або надання і отримання фінансових послуг у тому чи іншому ступені завжди присутній **фактор невизначеності**. Ступінь невизначеності зменшується у міру уточнення вихідної інформації, вивчення ситуації, яка склалася, і визначення цілей і конкретних способів досягнення даних цілей. Однак повністю виключити невизначеність при операціях на ринках фінансових послуг практично неможливо. Тому необхідна як загальна оцінка конкретного ринку фінансових послуг, так і тих, хто їх надає і споживає.

Оцінка ризиків при здійсненні фінансових операцій, надання і споживання фінансових послуг важко подається формалізації у зв'язку з невизначеністю і залежить від виду фінансової послуги, строку її надання і споживання, обсягу фінансових ресурсів, які для цього використовуються, а також намірів учасників даних послуг. Важливим чинником є фінансовий стан того, хто надає фінансові послуги, або їх споживає, а також вплив контролюючих органів і діючого законодавства.

Однією з форм урахування невизначеності є багатоваріантність сценаріїв, наприклад стану економіки або відповідного ринку фінансових послуг. Наприклад, “*песимістичний*”, “*оптимістичний*” і “*нормальний*” сценарії розвитку подій. Крім того існує низка спеціальних методів, які дають змогу досить об'єктивно оцінити стан економіки, відповідного ринку, або його учасника з точки зору невизначеності.

Найочевиднішим способом врахування чинника невизначеності є *ймовірнісний аналіз (probability analysis)*. Його зміст полягає в тому,

що для кожного параметру вихідних даних будеється крива ймовірності значень (зазвичай за 3–5 точками). Подальший аналіз може здійснюватися за двома напрямками: або у результаті визначення і використання в розрахунках середньозважених величин, або за допомогою побудови “*дерева ймовірностей*” і виконання розрахунків за кожним з можливих поєднань змінних величин. За другим напрямком з’являється можливість побудови так званого профіля ризику. Ймовірнісний аналіз потребує використання великого блоку достовірної вихідної статистичної інформації і виконання значного обсягу розрахунків.

Але є і прості методи врахування чинників невизначеності, які простіші в реалізації. Наприклад врахування фактору ризику при формуванні кредитної ставки при кредитуванні або випуску облігацій. Широке розповсюдження знайшов метод дисконтування грошових потоків для врахування інфляції і ризиків. Відомі й інші методи.

На практиці розрізняють такі види ризиків: *фінансовий, діловий і економічний*. **Фінансовий ризик**. Виникнення фінансового ризику може бути зумовлене різними чинниками і розглядається з різних точок зору. Так, деякі фахівці вважають, що фінансовий ризик з’являється у компаній, які для фінансування своєї діяльності залучають позикові кошти і не можуть внаслідок різних чинників обслуговувати свої зобов’язання. З точки зору кредиторів, цей ризик називається “*ризик кредитоспроможності*”. Але фінансовий ризик може виникнути не тільки за такою причиною, а, наприклад, при здійсненні операцій з валютними цінностями, тоді кажуть про “*валютний ризик*”, коли національна валюта знецінюється по відношенню до іноземної. Або фінансовий ризик виникає і при здійсненні платежів і розрахунків, тоді кажуть про “*трансакційний ризик*”. Або виникає при інвестиційних операціях з цінними паперами, наприклад, коли емітент відкликає свій випуск облігацій при зміні умов на грошовому ринку, і робить випуск облігацій, пропонуючи меншу дохідність за ними. Тоді кажуть про “*ризик рефінансування*” або “*інвестиційний ризик*”. При неможливості продати цінні папери на умовах повернення вкладених в них грошових коштів кажуть про “*ризик ліквідності*” або, також, про інвестиційний ризик. Фінансовий ризик також виникає у фізичних або юридичних осіб, коли банківська установа переглядає відсоткову ставку за відкритими депозитами в сторону її зменшення, або змінює відсоткову ставку за виданими кредитами. Тоді кажуть про “*відсотковий ризик*”.



Даний ризик виникає і у банківських установ у зв'язку зі зміною ставки рефінансування Центральним банком країни. Окрім зазначеного, фінансові ризики виникають і при наданні страхових послуг або послуг пенсійного забезпечення, або у зв'язку з іншими фінансовими послугами. Фінансовий ризик може виникнути і при банкрутстві фінансової установи, тоді вкладники депозитів у банках або застраховані особи в страхових компаніях, або інвестори в інвестиційних компаніях втрачають свої гроші. Тоді кажуть про ризик шахрайства або про діловий — економічний ризик. **Діловий ризик** — вважається, що даний ризик пов'язаний з ефективністю ведення бізнесу, коли суб'єкт бізнесу не залучає позикові кошти для фінансування своєї діяльності, а для цього використовує власні кошти. Тобто, наскільки ефективно він веде свій бізнес. **Економічний ризик** — пов'язаний із загальним станом економіки в країні і головним ризиком тут вважається **“інфляційний ризик”**, який пов'язаний із знеціненням національної валюти і зростанням цін на товари і послуги.

Окрім зазначених видів ризиків небезпечним є **“ризик шахрайства”**. У теорії управління ризиками розглядаються також політичні ризики та ін.

Чинники виникнення ризиків також поділяють на *зовнішні* і *внутрішні*. **Зовнішні чинники** виникнення ризику можуть бути різноманітні. До таких чинників можна віднести: на макрорівні — фінансову, валютну, економічну політику уряду і Центробанку країни, а також стан міжнародних ринків, на які впливає політика провідних країн світу; на мікрорівні — це дії конкурентів або стан окремої галузі. **Внутрішні чинники** виникнення ризику теж різноманітні. Дані ризики виникають у фінансових установах у зв'язку з незадовільним станом управління фінансовою або інвестиційною діяльністю. Наприклад, у банків, страхових, інвестиційних або лізингових компаній при управлінні активами і пасивами. У суб'єктів підприємницької діяльності до таких ризиків додаються ще і ризики, пов'язані з виробництвом і маркетинговою діяльністю. Відомі й інші чинники. Оскільки нас цікавлять, насамперед, фінансові ризики, розглянемо детальніше методи їх визначення і управління.

### **Фінансовий і діловий ризики, їх визначення**

Суб'єкти бізнесу для підвищення ефективності своєї діяльності використовують ефект фінансового **“важеля”** (*financial leverage*), який виникає при залученні позикових коштів і ефективності їх вико-

ристання. Даний ефект позитивний до тих пір, поки прибуток, який отримується від використання позикових коштів, перевищує витрати на їх залучення і обслуговування. **Фінансовим** ми будемо називати ризик того, що компанія не зможе погасити заборгованість і стане банкрутом. З цього випливає, що існує взаємозв'язок фінансового ризику і фінансового “важеля”. Міць фінансового “важеля” визначається часткою коротко- і довгострокових боргів у структурі капіталу компанії. Співвідношення власних і позикових коштів впливає на фінансову стійкість компанії і називається **коефіцієнтом “квоти власника”**, який є одним із показників фінансового ризику. На рис. 13.1 наведено графік співвідношення сукупного ризику і фінансового “важеля” (борг/власність).

Лінія *AB* на графіку показує, що діловий ризик не пов'язаний з фінансовим “важелем”, у той час, як лінія *AC* свідчить щодо існування прямої залежності між фінансовим ризиком і фінансовим “важелем”. Співвідношення ділового і фінансового ризиків відіграє головну роль у теорії і практиці управління фінансами компаній.

Сукупний ризик являє собою суму ділового і фінансового ризиків компанії і визначається так:

$$\text{Сукупний ризик} = \text{Діловий ризик} + \text{Фінансовий ризик} \quad (13.1)$$

Ризики не постійні в часі і на них впливають коливання ділового циклу, зміни фіскальної і грошової політики держави. Тому загальноекономічна інформація дуже важлива для оцінки ризикованості існуючої ситуації. У випадку багатонаціональної компанії або компа-

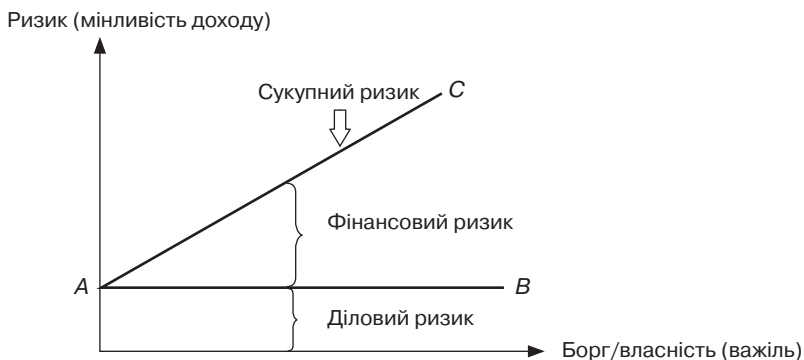


Рис. 13.1. Співвідношення сукупного ризику і фінансового “важеля”

нії з міжнародним капіталом та інвестиціями діловий ризик може мати і міжнародні аспекти. Складовими міжнародного ризику можуть бути коливання обмінних курсів валют і відсоткових ставок, стабільність уряду і сегментованість ринку. Зміни обмінних курсів змінюють ціни іноземних товарів у національних валютах, і навпаки, ціни вітчизняних товарів у валюті інших країн. При здійсненні міжнародних операцій необхідно враховувати і **політичний ризик** (*political risk*), який пов'язаний з політичним кліматом в країні і умовами ведення бізнесу. Нестійкість уряду може бути чинником значних коливань відсоткового курсу, що відображує недовіру ділових кол до уряду. Політичний ризик входить до ділового ризику, який є компонентом сукупного ризику.

### **13.2. Основні ризики операцій і послуг запозичення та їх управління**

Юридичні і фізичні особи в своїй діяльності завжди відчувають нестачу фінансових ресурсів. Тому вони вимушені звертатися до кредитних установ за позиками щодо вирішення певної проблеми. Кредитні послуги — найдохідніша стаття банківського бізнесу. За рахунок цього джерела формується основна частина чистого прибутку банку, яка відраховується до резервних фондів і спрямовується на виплату дивідендів акціонерам банку. Тому управління кредитними ризиками є основним у банківській справі. Ключовими елементами ефективного управління кредитами є виважена кредитна політика і відпрацьовані ефективні процедури, ефективне управління кредитним портфелем й ефективний контроль за кредитами.

Основною метою кредитної політики банку має бути підтримання оптимальних співвідношень між кредитами, депозитами та іншими зобов'язаннями і власним капіталом. Тобто необхідно вироблення компромісу, який спрямований на досягнення балансу між зисками від зменшення ризику і необхідними для цього витратами, а також прийняття рішень щодо того, які дії для цього необхідно здійснювати (включаючи відмову від будь-яких дій). Цей процес називається **управлінням ризиком** (*risk management*). Цілі кредитної політики повинні охоплювати визначені елементи правового регулювання, доступність коштів, ступінь припустимого ризику, збалансованість кредитного портфеля і структуру зобов'язань за строками.

Кредитні ризики можна передбачити, тож вони потребують постійного управління. **Кредитний ризик** — це ризик, що пов'язаний з неплатоспроможністю позичальників, тобто з несвоєчасним обслуговуванням ними своїх боргових зобов'язань і є найважливішим базовим ризиком банку або іншої кредитної установи, який тягне за собою інші ризики. Такий ризик проявляється у формі повного неповернення кредиту, часткового неповернення (часто це пов'язано з невивплатою нарахованих відсотків і комісійних) або відстрочки погашення кредиту. Кредитний ризик виникає також і при використанні для залучення коштів облігацій, векселів, акредитивів та інших фінансових інструментів. Тут питання полягає в тому, хто виступає кредитором.

Кредитний ризик можна також визначити як невпевненість кредитора в тому, що позичальник буде кредитоспроможним і має намір виконати свої зобов'язання із повернення запозичених коштів згідно строкам й умовам кредитної угоди. Це може бути пов'язано з неспроможністю позичальника сформуванню необхідні грошові потоки, які спрямовуються на погашення запозичених коштів і відсотків, або з поганою діловою репутацією позичальника, а також кримінальними настроями його власників і управляючих. До причин, які призводять до виникнення кредитного ризику, можна віднести і тиск на кредитну установу або позичальника з боку кримінальних структур, а також, можливо, і органів влади. Це зовнішні чинники виникнення кредитного ризику, але можуть бути і внутрішні, такі як низька кваліфікація персоналу, соціальна напруга в колективі і, як наслідок, — неякісне виконання співробітниками банку своїх зобов'язань, а також підкуп співробітників банку. Кредитний ризик присутній завжди при наданні кредитних послуг, тому він потребує відповідного управління. Існують різні класифікації ризиків, які складені на основі різних критеріїв. Усі вони поділяються, як вже було зазначено, на: 1) *зовнішні ризики* (або систематичні); 2) *внутрішні ризики* (або несистематичні).

1. *Зовнішні (систематичні) кредитні ризики* такі: ризик пов'язаний з країною, який виникає при наданні кредитів нерезидентам; політичний ризик; макроекономічний ризик; соціальний ризик; інфляційний ризик; галузевий ризик; валютний ризик; регіональний ризик; ризик законодавчих змін; ризик змін політики Центробанку по обліковій ставці (політиці рефінансування). 2. *Внутрішні (несистематичні) кредитні ризики* такі: ризики, пов'язані безпосередньо з позичальником (ризик ліквідності (платоспроможності) і фінансової стійкості); ризик неефективності поточної діяльності позичальника;

ризик невиконання позичальником зобов'язань; ризик шахрайства і ризик зловживань (свідоме прогнозування неповернення запозичених коштів), ризик забезпеченості позики. Окрім того, кредитний ризик може бути пов'язаний безпосередньо із самою кредитною установою, це: ризик ринкової стратегії; ризик кредитної політики; структурний ризик; часовий ризик; відкличний ризик; відсотковий ризик; ризик по балансовим і позабалансовим операціям. Основними факторами і критеріями кредитного ризику, з точки зору розгляду позичальника, є: 1) *забезпеченість кредиту*: ліквідність забезпечення (реалізуємість забезпечення і його якість); достатність забезпечення (вартість забезпечення); збереженість забезпечення (умови зберігання забезпечення); 2) *характер кредитної угоди*: реалістичність і обґрунтованість кредитної пропозиції (умови погашення кредиту, строк кредиту, мета кредиту, обсяг кредиту); 3) *фінансова стійкість клієнта-позичальника*: платоспроможність позичальника (фінансові коефіцієнти, грошовий потік); достатність капіталу (коефіцієнти достатності капіталу); репутація (минулий досвід — кредитна історія, особисті якості керівника); якість управління (професіоналізм керівника, ефективність організаційної структури). Окрім того, як було зазначено, кредитний ризик може бути пов'язаний з ефективністю діяльності самої кредитної установи.

**Ознаки ризикованої діяльності банків в Україні за визначенням Національного банку України (НБУ).** НБУ визначив ознаки здійснення банком ризикованої діяльності, у тому числі у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення. Більше того, значно посилені санкції, які Нацбанк зможе застосувати у разі недотримання вимог. Про це йдеться в прийнятій Правлінням НБУ постанові № 778 “Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України”. Дана постанова спрямована на боротьбу зі схемними і шахрайськими діями. Серед інших новацій документа — покладання на банк зобов'язань довести, що в діях клієнта або банку немає ознак здійснення ризикової діяльності. Крім того, значно посилено санкції за недотримання вимог. Постановою також визначено перелік ознак здійснення банком ризикованої діяльності, у тому числі у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення. Так, до даних ознак, наприклад,

віднесені: здійснення банком операцій (прямо чи опосередковано), які не мають очевидної економічної доцільності (сенсу); здійснення непрямого кредитування пов'язаних з банком осіб; не включення до переліку пов'язаних з банком осіб, які мають ознаки пов'язаності з банком, і з якими банк здійснює операції прямо або опосередковано; здійснення операцій з цінними паперами, що мають ознаки фіктивності; використання банком фінансових інструментів, що призводить до штучного поліпшення фінансового результату банку або викривлення його звітності; дострокове повернення строкових коштів, залучених від пов'язаних з банком осіб; одноразове грубе або систематичне порушення банком законодавства у сфері готівкового обігу.

Ознаками вчинення банками ризикової діяльності у сфері фінансового моніторингу, зокрема, можуть бути: проведення клієнтами банку фінансових операцій, які не мають очевидної фінансово-економічної доцільності; участь банку у проведенні фінансових операцій (надані фінансових послуг), характер або наслідки яких дають підстави вважати, що метою їх здійснення є виведення капіталів, легалізація кримінальних доходів, відходу від оподаткування тощо (зокрема, пов'язаних із зняттям готівки, переказом коштів за кордон, купівлею-продажем цінних паперів тощо); проведення банком або клієнтами банку фінансових операцій, характер або наслідки яких дають підстави вважати, що метою їх здійснення є ухилення від виконання вимог та обмежень, передбачених банківським, валютним законодавством, законодавством з питань фінансового моніторингу; нездійснення банком достатніх заходів для запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, і фінансуванню тероризму; невикористання банком права відмовити в проведенні клієнтами банку регулярних фінансових операцій, характер яких дає підстави вважати, що метою їх здійснення є використання послуг банку для легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансування тероризму, фінансування розповсюдження зброї масового знищення або вчинення іншого злочину; здійснення банком або клієнтами банку фінансових операцій з використанням втрачених, викрадених, підроблених документів; здійснення фінансової операції клієнтом, який є публічним діячем, особою, близькою або пов'язаною з публічним діячем, за яким (якою) банк не має документально підтверджених відомостей щодо джерел походження коштів (активів, прав на такі активи), достатніх для підтвердження його (її) реальних фінансових можливостей проводити

або ініціювати проведення відповідної фінансової операції; представлення банком Національному банку України недостовірної інформації (документів) висновків. Додатково постановою визначені заходи впливу, які Національний банк України застосовуватиме за вчинення банком ризикової діяльності. Із переліку витікає, що НБУ в 2015 р. отримав ширший перелік санкцій, які можуть бути застосовані, — від обмеження операцій і відкликання ліцензії до накладення штрафу в розмірі до 1 % від статутного капіталу.

**Управління кредитним ризиком.** Управління кредитним ризиком — комплекс заходів, спрямованих на попередження і зменшення ймовірності виникнення кредитного ризику. До основних *цілей управління кредитними ризиками* можна віднести: прогнозування ймовірності виникнення ризику; оцінка масштабів можливих збитків; визначення способів, інструментів і механізмів зменшення ризику і джерел відшкодування втрат.

Для досягнення цілей управління кредитними ризиками необхідно вирішувати такі задачі:

— *при прогнозуванні ймовірності виникнення ризику*: проведення аналізу — кредитоспроможності потенційних позичальників; програм розвитку бізнесу позичальника; цільового призначення кредиту; техніко-економічного обґрунтування кредиту; документального обґрунтування запропонованого проекту (програми фінансування);

— *при оцінюванні масштабів можливих збитків*. Для зменшення ризиків кредитування банк може встановити обмеження, наприклад, який обсяг кредитів надавати в національній валюті, а який — в іноземних (за видами) валютах і на який строк. Або встановити відповідні рівні ризикованості для галузей, згідно з якими визначаються певні вимоги до вартості кредитування і до кредитного забезпечення, встановити відповідні обмеження на обсяг кредиту; на рівень відсоткової ставки за кредитом; на строк видачі кредиту; на види і обсяги забезпечення кредиту (з урахуванням рівня інфляції, ситуації на грошовому і валютному ринках); ситуації з макроекономічними показниками; врахування вимог регулятора. Для зменшення масштабів можливих збитків і для їх запобігання проведення раціоналізації і диверсифікації кредитного портфеля;

— *при визначенні способів зменшення ризику і джерел відшкодування втрат*: використання страхування ризику непогашення кредиту з виплатою відсотків за його використання; надання кредиту під генеральну гарантію відомого і надійного банку; надання кредиту під по-

ручительство; надання кредиту як інвестиційної програми в якості входження кредитора в число засновників або акціонерів компанії-позичальника (практика *ЄБРР*); вирішення питань і проблем забезпеченості кредиту (надання кредиту під заставу майна і майнових прав; використання договору щодо іпотеки (заставних листів); використання резервного акредитиву; використання акредитиву з відстрочкою; використання векселя, забезпеченого авалем; застосування неустойки (штрафів, пені); формування резерву, інші методи.

Такі способи мінімізації кредитного ризику, як: раціоналізація і диверсифікація кредитного портфеля банку; структурування кредитного портфеля; створення резервів на покриття банківських ризиків відносяться до внутрішніх банківських способів управління кредитними ризиками. Перші два способи пов'язані із встановленням нормативів якості кредитного портфеля, розробкою політики управління кредитними ризиками і їх обмеженням, класифікацією активів, а третій — з політикою резервування кредитних втрат. Структурування кредитного портфеля полягає в тому, що банк може визначити, яку частку в загальному кредитному портфелі становитимуть короткострокові кредити, а яку — довгострокові. Або в якій валюті видаються дані кредити і кому. Центробанки, зазвичай, встановлюють *нормативи резервування для покриття банківських ризиків*, дотримання яких є обов'язковим для всіх банків.

Основною проблемою управлінського рішення "*ризик-результат*" є: досягнення максимального результату за заданим рівнем ризику; мінімізація ризику за заданим підсумовуючим показником (наприклад, рівня прибутку/дохідності).

**Процес управління кредитним ризиком** — це систематична робота з аналізу ризику, вироблення і прийняття відповідних заходів щодо його мінімізації. Цей процес можна розбити на такі етапи: виявлення ризику; оцінка ризику; вибір способів (інструментів, прийомів) управління ризиком; реалізація вибраних способів (інструментів, прийомів); оцінка результатів.

Є і такий підхід до управління кредитними ризиками: визначення поточного ризику (його впізнання); кількісна оцінка ризику; проведення заходів щодо зменшення ризику (регулювання ризику); моніторинг ризику.

1. **Виявлення ризику** (*risk identification*) — полягає у визначенні того, під які види ризику підпадає учасник надання або отримання відповідної фінансової послуги. Для ефективного виявлення ризику



необхідно розглядати проблему ризику в цілому, з урахуванням всіх факторів, що впливають на нього. До основних *факторів*, які визначають величину поточного ризику, можна віднести: прострочку погашення основного боргу і відсотків за ним (тривалість прострочки позики); зміни фінансового стану позичальника, погіршення фінансових показників поточної діяльності (ліквідності, прибутковості, фінансової стійкості); для акціонерних товариств це може бути падіння курсу акцій емітента-позичальника і відмова сплачувати дивіденди акціонерам; вплив зовнішніх факторів, таких як: валютна політика і грошово-монетарна політика Центробанку.

2. **Оцінка ризику** (*risk assessment*) — це кількісна оцінка витрат (або втрат), пов'язаних з видом ризику, який був виявлений на першому етапі управління ризиком. Для цього необхідна інформація, за яку може бути потрібно сплатити. Наприклад фахівцям зі страхової діяльності (актуаріям, сюрвейерам, аварійним комісарам). При інвестиціях у фінансові активи інвестор може звернутися до консультанта, який визначить необхідне співвідношення ризику і доходу. Оцінюються і можливі втрати за різними сценаріями. Це можуть бути втрати прибутку або частини прибутку, або всієї грошової суми, яка задіяна у фінансовій послугі.

3. **Вибір способів (прийомів, інструментів) управління ризиком** (*risk-managment techniques*) — полягає у виборі того способу, який найбільше підходить у даній ситуації. Для зменшення ризику існують такі прийоми управління ризиком: запобігання ризику; попередження втрат; прийняття ризику на себе; перенесення ризику. Прийняття ризику (*risik retention*) на себе полягає в покритті збитків за рахунок власних коштів. Перенесення ризику (*risk transfer*) — полягає в перенесенні ризику на інших осіб. Наприклад, продаж ризикованих цінних паперів іншій особі, або придбання страхового полісу (тут ризик приймає страхова компанія і пенсійний фонд), або особа не здійснює ніяких дій для запобігання ризику і чекає, що понесені збитки будуть покриті за рахунок інших осіб. Перенесення ризику здійснюється за допомогою трьох методів: хеджування, страхування і диверсифікації.

4. **Реалізація вибраних прийомів** — головним принципом, яким необхідно керуватися при цьому, є мінімізація витрат на реалізацію даних дій.

5. **Оцінка результатів управління ризиком** — управління ризиком є динамічний процес із зворотним зв'язком, так як прийняті рішення повинні періодично аналізуватися і переглядатися. Ситуація

на ринку фінансових послуг змінюється, змінюється і стан учасників даних ринків, з'являються нові види ризиків, або нова інформація щодо існуючих ризиків.

**Методи управління кредитними ризиками.** Оцінку кредитного ризику і його управління необхідно здійснювати на двох рівнях: 1 — ризики окремої позики; 2 — ризики кредитного й інвестиційного портфеля кредитної установи. Методи управління кредитними ризиками різноманітні і їх управління можна здійснювати за такою послідовністю: 1-й крок полягає у кількісному оцінюванні ризиків. Для цього використовуються такі методи: імовірнісний; непрямий; аналітичний; статистичний; кредитний скоринг; експертний; комбінований; 2-й крок полягає у визначенні методів попередження виникнення кредитних ризиків. Для цього використовується: оцінювання кредитоспроможності позичальника і проведення кредитного моніторингу; 3-й крок полягає у виборі методів зменшення кредитних ризиків. Дані методи можна звести у дві групи. Перша група — це *активні методи*, до яких віднесені: диверсифікація портфеля кредитів і ризиків окремих позик; встановлення лімітів кредитування; контроль за якістю кредитного портфеля; управління проблемними кредитами; використання кредитних деривативів (хеджування кредитного ризику за допомогою використання похідних інструментів — банківських свопів). Друга група об'єднує *пасивні методи*, до яких віднесені: формування резерву під можливі втрати за позиками; додержання нормативів кредитного ризику; забезпечення кредитів; страхування (перенесення ризику на страхову компанію), страхується застава і ризик громадянської відповідальності.

Управління кредитним ризиком здійснюється на всіх стадіях життєвого циклу кредитного продукту — при розробці основних положень банківської політики; на стадії знайомства з потенційним позичальником і початку роботи з ним; при координації цілей та інтересів клієнта; при оцінюванні кредитоспроможності позичальника; при структуруванні якісних характеристик кредиту; при кредитному моніторингу; при роботі з проблемними кредитами; при застосуванні санкцій та ін.

Аналіз ринку банківських кредитів і стратегії здійснення кредитних операцій потребує формулювання і реалізації цілей, умов і принципів видачі кредитів різним типам позичальників. На цьому етапі визначаються також повноваження щодо видачі позик, граничний розмір кредиту одному позичальнику, вимоги до погашення і забез-

печення відповідної якості кредитного портфеля та ін. Кредитний ризик оцінюється вже на початковій стадії життєвого циклу кредитного продукту — під час знайомства з потенційним позичальником. Саме тоді визначаються основні питання для прийняття рішення — продовжувати чи не продовжувати витрачати на нього час. До таких питань можна віднести: наскільки добре відома або може бути визначена моральна репутація, а також підприємницька репутація позичальника, його можливості і здібності у сфері виробництва, маркетингу і фінансового управління; наскільки добре підготовлена і обґрунтована кредитна пропозиція, наскільки вона реалістична з економічної, ділової, соціальної, екологічної точок зору; наскільки мета позики та її базові характеристики сприятливі для банку з точки зору диверсифікації кредитного портфеля або, навпаки, його концентрації за позичальниками, галузями, територіями, соціальними прошарками та ін. Позитивна попередня оцінка дає можливість визначити життєвий цикл кредитного продукту, який має назву *“кредитоспроможність позичальника”*.

На сьогодні зарубіжна і вітчизняна практика знає чималу кількість схем і методик оцінювання кредитоспроможності позичальника, які більш-менш формалізовані, мають різну кількість критеріїв її оцінювання. Найвідомішою є практика оцінювання кредитоспроможності позичальника за допомогою американської кредитно-фінансової методики, яка використовує правило шести “С”. Відомі й інші методи оцінювання із практики французьких, німецьких, ісламських та інших банків. Позитивні висновки щодо кредитоспроможності дають змогу перейти до наступного етапу — структурування позики, де за інших однакових умов визначається позиція банку за параметрами забезпечення позики, умови погашення та ін. Наступний крок — це складання кредитного договору, де основні пункти захисту від кредитного ризику документуються і набувають правової основи.

Джерелом виникнення **зовнішніх** ризиків є зовнішнє середовище відносно банку і позичальника кредитних ресурсів. Банк і позичальник не можуть на них впливати, вони можуть їх тільки прогнозувати і враховувати у своїй діяльності. Джерелом **внутрішніх** ризиків є сам банк і підприємницька компанія — позичальник кредитних ресурсів. Ці ризики виникають у результаті незадовільного менеджменту, помилкової маркетингової політики, а також внаслідок внутрішньо фірмових зловживань. Відомі й інші чинники. Особливістю управління банківськими ризиками є одночасне врахування банком

як власних (банківських), так і підприємницьких ризиків клієнтів позичальників.

З точки зору терміну, протягом якого вони діють, підприємницькі ризики позичальника можна поділити на короткострокові і постійні. До групи **короткострокових** належать ті ризики, які загрожують підприємцю протягом відомого періоду часу, наприклад, транспортний ризик, коли збитки можуть виникнути при перевезенні вантажів, або ризик неплатежу за конкретною угодою. До **постійних** ризиків позичальника належать ті з них, які безперервно загрожують підприємницькій діяльності у цьому географічному регіоні або у певній галузі економіки, наприклад, ризик неплатежу в країні з недосконалою правовою системою або ризик руйнування промислових об'єктів, будівель тощо через сейсмічну небезпеку. Окрім того ризики вже закладені в продукцію або послуги, які продукує або надає позичальник. Оскільки основне завдання підприємця-позичальника — ризикувати розсудливо, не переходячи тієї межі, за якою можливе банкрутство, то необхідно виокремити такі ризики, як допустимий, критичний і катастрофічний.

**Допустимий ризик** — це загроза повної втрати прибутку від реалізації того чи іншого проекту або програми, або підприємницької діяльності загалом. У цьому разі втрати можливі, але їх розмір менший, ніж розмір очікуваного підприємницького прибутку. Таким чином, певний вид підприємницької діяльності або конкретна угода, попри ймовірність ризику, зберігає економічну доцільність. Наступним ступенем ризику, який є більш небезпечним порівняно з допустимим, є **критичний ризик**. Він пов'язаний з небезпекою втрат у розмірі витрат на здійснення цього виду підприємницької діяльності або окремої угоди. При цьому критичний ризик першого ступеня пов'язаний із загрозою неотримання доходу, але при компенсації здійснених матеріальних витрат. Критичний ризик другого ступеня пов'язаний з можливістю втрат у розмірі повних витрат у результаті здійснення підприємницької діяльності, тобто існує ймовірність втрат запланованої виручки і виникає необхідність компенсації втрат за рахунок коштів підприємця.

Під **катастрофічним** розуміють ризик, який характеризується загрозою втрат у розмірі, який дорівнює або перевищує вартість усього майна фірми. Це характерно для ситуації, коли фірма отримує зовнішню позику під очікуваний прибуток. При виникненні такого ризику підприємець мусить повертати борг за рахунок власних

коштів. За ступенем правомірності підприємницькі ризики можуть бути **виправдані** (правомірні) і **невиправдані** (неправомірні). Можливо, це є найважливіша класифікація підприємницького ризику, яка має практичне значення.

Крім зазначених, вирізняють ще дві групи ризиків: статистичні (прості) і динамічні (спекулятивні). Згідно з чинниками втрат **статистичні** ризики, у свою чергу, поділяються на ймовірні втрати від негативних впливів на активи компанії форс-мажорних обставин, таких як стихійні лиха (пожежі, повені, землетруси та ін.), кримінальні дії проти компанії, несприятливі зміни законодавства, пряме вилучення власності без можливості компенсації через недосконалість законодавства, смерть або втрату дієздатності власників фірми або ключових працівників тощо. Особливістю статистичних ризиків є те, що вони існують завжди в бізнесовій діяльності. **Динамічні** ризики пов'язані із прибутком або втратами (наприклад, коливання валютного курсу, що спричиняє валютний ризик, або коливання рівня інфляції чи інші ризики — виробничий, технічний, технологічний, галузевий, інноваційний тощо).

Зовнішні банківські ризики виникають, насамперед, через недосконалість або зміну законодавства у сфері банківських послуг усередині країни. З виходом банків на міжнародні (зовнішні) ринки починають також діяти ризики країни, валютні ризики і ризики відсоткових ставок.

*Ризики країни* безпосередньо пов'язані з економічною і політичною нестабільністю в країні, де здійснює свою діяльність кредитна установа або її клієнти і контрагенти (кореспонденти). Вони актуальні для всіх банків, які відкривають представництва, дочірні філії або інші юридичні установи. Також такі ризики актуальні для всіх банків, які створені за участю іноземного капіталу, а також за умови неправильної оцінки фінансової стійкості іноземних партнерів або контрагентів. Для аналізу рівня такого ризику використовується так званий **індекс БЕРІ**, який регулярно публікується німецькою фірмою "БЕРІ". За його допомогою заздалегідь визначається рівень ризику країни і його визначенням займаються приблизно 100 незалежних експертів, які за допомогою різних методів експертних оцінок здійснюють такий аналіз чотири рази на рік.

Залежно від характеру банківських операцій ризики можуть бути пов'язані із специфікою балансових і позабалансових операцій. Тобто це ризики активних і пасивних операцій. За допомогою пасив-

них операцій банк регулює свої ресурси для здійснення активних операцій. До пасивних операцій банків належать відрахування від прибутку на формування (збільшення) статутного капіталу, кредити, які отримані від інших юридичних осіб, депозитні операції тощо. Ризики активних операцій пов'язані з рівнем відсоткового ризику, який постійно діє в банківській практиці. Управління відсотковим ризиком полягає в управлінні активами (кредитами та інвестиціями) і пасивами (позиковими коштами). Управління активами банку залежить від рівня його ліквідності і портфеля його клієнтів, наданого в управління, а також від ступеня існуючої конкуренції (цінової і нецінової). Управління пасивами залежить від доступності коштів для видачі позик. Для управління відсотковим ризиком використовується кілька концепцій. Зміст першої полягає в такому: що вища відсоткова маржа банку, то менший рівень відсоткового ризику. Тобто маржа між відсотковими доходами від активів і відсотковими витратами за зобов'язаннями повинна бути додатною і досягати відповідного рівня.

Згідно з концепцією “*спред*” аналізується різниця між зваженою середньою ставкою, отриманою за активами, і зваженою середньою ставкою, сплаченою за пасивами (зобов'язаннями). Чим більша ця різниця, тим нижчий рівень відсоткового ризику. Дані для аналізу, зазвичай, беруть із статистичної звітності банку. Концепція “*розриву*” (*ГЕПу*) полягає в аналізі незбалансованості активів і пасивів банку з фіксованою і плаваючою відсотковими ставками. Порівнюються перевищення суми активів з плаваючою відсотковою ставкою і пасиви з фіксованою ставкою в статистиці або за певний період.

Розглянуті класифікації банківського кредитного ризику базуються на якісних або кількісних показниках ризику. Оскільки за основу беруться статистичні величини, які мають ймовірний характер, насамперед імовірний характер втрат, то для оцінки ризику для кожного значення відносної або абсолютної величини втрат необхідно використовувати відповідне значення ймовірності події. Тобто для цього застосовується відповідний математичний апарат. Відокремимо певні зони ризику (сфери) залежно від величини втрат (рис. 13.2). Зону, в якій втрати не очікуються, назвемо *безризиковою* зоною, їй відповідають нульові втрати або від'ємні значення. Під зоною *допустимого* ризику будемо розуміти область, в межах якої певний вид підприємницької діяльності зберігає свою економічну доцільність, тобто втрати мають місце, але вони менші за очікуваний

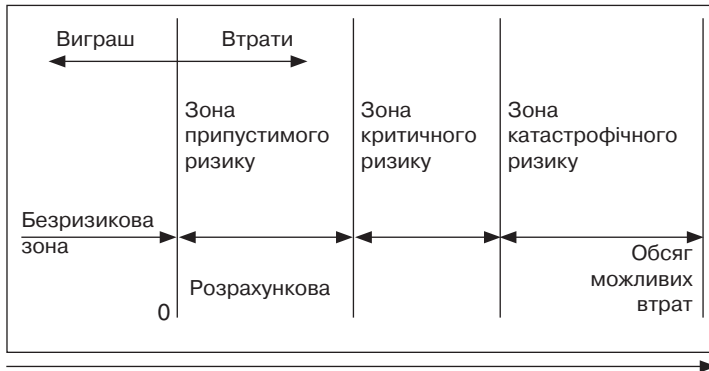


Рис. 13.2. Схеми зон кредитного ризику

прибуток. Межі зони допустимого ризику відповідають величині втрат, яка дорівнює розрахунковому прибутку від підприємницької діяльності. Більш ризикованою є зона *критичного* ризику, яка характеризує можливість втрат, що перевищують величину очікуваного прибутку, а також можливість втрати повної розрахункової виручки, що є сумою витрат і прибутку. Наступною є зона *катастрофічного* ризику, в якій втрати за своїм розміром перевищують критичний рівень і можуть досягати повних майнових втрат позичальника. Такий ризик може спричинити крах, банкрутство підприємства, його закриття і розпродаж активів.

**Статистичний спосіб** полягає в тому, що вивчається статистика втрат, які мали місце в подібних видах діяльності, і встановлюється частота появи певних рівнів втрат. Якщо статистичний масив достатньо представницький і достовірний, то частоту виникнення втрат певного рівня можна в першому наближенні прирівняти до ймовірності їх виникнення і на цій основі побудувати криву ймовірностей втрат. **Експертний метод**, відомий також як метод експертних оцінок, відносно підприємницького ризику може бути реалізований за допомогою опитування групи експертів і обробки отриманих відповідей. **Розрахунково-аналітичний спосіб** базується на теоретичних уявленнях, але, на жаль, прикладна теорія ризиків добре розроблена тільки для страхового і грального бізнесу. Найпоширенішими різновидами цього способу є: побудова “*дерева рішень*” і метод аналогів. При використанні методу “*дерево рішень*” (якщо відома послідовність дій) будують відповідні графіки всіх

можливих рішень, так зване “дерево рішень”. Цей метод також статистично імовірнісний. За гілками “дерева рішень” співвідносять суб’єктивні та об’єктивні оцінки можливих імовірностей подій і їх результатів. Просуваючись гілками такого дерева, визначають імовірність отримання найвищого прибутку за мінімального ризику. Даний метод використовується і для оцінки інвестиційних проєктів. При кількісному аналізі ризику під ризиком прийнято розуміти ймовірність (загрозу) втрати компанією частини своїх ресурсів, недоотримання доходів або появи додаткових витрат у результаті певної виробничої і фінансової діяльності. Розглянемо відомі підходи до розрахунку показників ризику, позначивши розмір ризику в абсолютному значенні через  $W$ :

$$1) \quad W = Pi,$$

де  $Pi$  — імовірність настання несприятливих наслідків;

$$2) \quad W = Pi x,$$

де  $x$  — розмір несприятливих наслідків;

$$3) \quad W = M(X) = M_X = m_x,$$

де  $m_x$  — математичне очікування несприятливих наслідків (неотримання прибутку);

$$4) \quad W = D(X) = \sigma_X^2,$$

де  $\sigma_X^2$  — дисперсія значень випадкової величини навколо середнього значення.

Якщо вважати, що  $X_1$  і  $X_2$  — величини прибутку, то при  $m_1 > m_2$  і  $\sigma_1 < \sigma_2$  більш привабливою буде ситуація, яка характеризується величиною  $X_1$ .

Ризик визначатиметься як функція співвідношення максимально можливих збитків і розміру власних ресурсів. Це співвідношення вважається коефіцієнтом ризику:

$$\bar{W} = Y : C, \quad (13.2)$$

де  $Y$  — максимально можливі збитки;  $C$  — обсяг власних фінансових ресурсів з урахуванням точно відомих надходжень коштів.

Вважається, що оптимальне значення коефіцієнта ризику становить 0,3, а ймовірність банкрутства виникає, коли це значення дорівнює або перевищує 0,7. При визначенні значення ризику необхідно



порівняти математичне очікування, дисперсію, а також імовірність подій.

Коефіцієнт ризику  $K_z$  є деяким запланованим показником, а значення  $z$  дорівнює співвідношенню очікуваних величин від'ємних і додатних відхилень показників від запланованого рівня, взятого із знаком "мінус":

$$K_z = (-) \frac{M(x-z|x < z)}{M(x-z|x \geq z)} = - \frac{M(x|x < z) - z}{M(x|x \geq z) - z}. \quad (13.3)$$

Якщо є множина з  $N$  статистичних даних, в яких показник набував значення не більш як  $zn$  разів, то (13.3). Залежно від величини  $K_z$  можна прогнозувати поведінку щодо ризику: якщо  $K_z < 0,2$  – песимістичний прогноз; якщо  $0,2 < K_z < 0,4$  – обережний;  $0,4 < K_z < 0,6$  – середній ризикований;  $0,6 < K_z < 0,8$  – ризикований;  $0,8 < K_z < 1$  – високий ступінь ризику;  $K_z > 1$  – азартний прогноз.

$$K_z = - \frac{\sum x_i (x_i < z) - z}{\sum x_i (x_i \geq z) - z} = - \frac{n}{N-n}. \quad (13.4)$$

Нормований коефіцієнт ризику  $K_z^* = K_z : (K_z + \varepsilon)$ , при ( $\varepsilon > 0$ ) називають індексом ризику. Для різних галузей вибирають різні значення  $\varepsilon$ , щоб можна було зіставити ризики в діяльності.

Еластичність коефіцієнта ризику ( $e_z$ ) визначається за формулою:

$$e_z = \left\{ \frac{\Delta K_z}{K_z} \right\} : \left\{ \frac{\Delta z}{z} \right\} = \frac{z \Delta K_z}{K_z \cdot \Delta z}. \quad (13.5)$$

Еластичність коефіцієнта ризику показує, на скільки відсотків зміниться коефіцієнт ризику, якщо запланована величина зміниться на один відсоток. Систематичний ризик  $\beta$  визначає рівень коливань або відхилень у результаті діяльності галузі відносно результатів діяльності ринку або всієї економіки. Систематичний ризик<sup>1</sup> можна розрахувати за формулою:

<sup>1</sup> Показник  $\beta$  був запроваджений лауреатами Нобелівської премії Гаррі Марковіцем і Вільямом Шарпом для оцінки ризикованості акцій. Як бачимо, він широко застосовується і для вимірювання інших параметрів.

$$\beta = \frac{VR_i R}{\sigma^2 R} = \rho R_i R \frac{\sigma R_i}{\sigma R}, \quad (13.6)$$

де  $R$  — випадкова величина, яка характеризує всю економіку;  $R_i$  — випадкова величина, яка характеризує  $i$ -ту галузь.

Систематичний ризик ще називають коефіцієнтом чутливості або коефіцієнтом регресії. За допомогою цього показника можна зіставляти ефективність діяльності підприємств і галузей, інвестиційні якості акцій з ефективністю всього ринку акцій та ін. Так, галузь, для якої  $\beta = 1$ , зазнає коливань результатів, які дорівнюють ринковим змінам,  $\beta < 1$  — коливання результатів менші за ринкові, або менш ризиковані,  $\beta > 1$  — коливання результатів більші за ринкові або більш ризиковані. Що більше значення показника  $\beta$ , то вищий ризик, пов'язаний з цією галуззю. Загальний ризик складається із систематичного і несистематичного ризиків. Залежність між загальним, систематичним і несистематичним ризиками описується формулою:

$$\delta^2 = (\beta_j \delta_M)^2 + \delta_{e,j}^2, \quad (13.7)$$

де  $\delta_M$  — стандартне відхилення очікуваного прибутку на ринку;  $\delta_{e,j}$  — стандартне відхилення погрешності або шоку  $j$ -ї акції.

Завдання полягає в управлінні несистематичним ризиком, для чого застосовується методика диверсифікації. Метод диверсифікації ризиків застосовується в портфельному управлінні, а для вимірювання ризику інвестиційного портфеля використовуються статистичні показники — *варіація* (*var*), *коваріація* (*cov*) і *стандартне відхилення* (*sd*).

Відносну величину максимально можливого ризику можна оцінити за результатами варіантів оціночних розрахунків або за даними статистичної обробки результатів реалізації аналогічних об'єктів ризикованих вкладень. Алгоритм визначення ризику отримання результату  $X$  за наявності розрахункової або дослідної вибірки результатів визначається в такій послідовності:

- 1) вибірка результативних ознак представлена послідовністю  $n$  значень  $X_i$  ( $i = 1, \dots, n$ );
- 2) середнє арифметичне значення вибірки визначається за формулою:

$$\bar{x} = \sum_{i=1}^n X_i : n; \quad (13.8)$$

3) стандартне середньоквадратичне відхилення  $\sigma_x$  у вибірці від середнього визначається за формулою:

$$\sigma_x = \sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{x})^2 : (n-1)}; \quad (13.9)$$

4) дисперсія вибірки  $D_x$  (при  $n < 50$ ) визначається за формулою:

$$D_x = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - x)^2}{n-1} = \sigma x^2, \quad (13.10)$$

де  $(n - 1)$  — число ступенів вільності;

5) коефіцієнт варіації результатів вибірки визначається так:

$$CV = \frac{\sigma(X)}{M(X)} = \frac{\sigma_x}{\bar{x}}; \quad (13.11)$$

6) граничне відхилення середньої величини від математичного очікування результату  $X$  (абсолютний ризик відхилень результату) визначається за формулою:

$$Y = t \cdot \mu = t \cdot \sqrt{\frac{D}{n}}, \quad (13.12)$$

де  $t$  — коефіцієнт довіри вибірки (квантиль), який залежить від імовірності довіри і обсягу вибірки.

Величини квантилів знаходять за таблицею подвоєної нормованої функції Лапласа:

$$\Phi(t) = \frac{2}{\sqrt{2\pi}} \cdot \int_0^t e^{t^2/2} dt, \quad (13.13)$$

за ймовірності  $\Phi = 0,683$   $t \rightarrow 1,00$ ; за ймовірності  $\Phi = 0,954$   $t \rightarrow 2,00$ ; за ймовірності  $\Phi = 0,997$   $t \rightarrow 3,00$ ; за ймовірності  $\Phi = 0,999$   $t \rightarrow 3,291$ ;

7) отримане значення граничного відхилення абсолютного ризику  $Y$  підставляється у формулу відносного ризику для визначення коефіцієнта ризику — можливої частини втрати оцінюваного фінансового результату;

8) попереднє порівняння відносних ризиків для різних об'єктів кредитування з однаковою сумою вкладення капіталу здійснюють з використанням коефіцієнта варіації (рівняння (13.11)), що дає змогу за однакової імовірності однозначно вказати за вищою варіацією і на вище значення ризику. При цьому можливо, що математичне очіку-

вання результатів вкладення капіталу для різних об'єктів кредитування різне, тож необхідно оцінити, чи не пов'язаний більший відносний ризик результату з можливим отриманням більшої віддачі вкладеного капіталу. Тобто, що вищий прибуток, то вищий ризик.

Розглянуто методи математичної статистики, які використовуються для визначення рівня кредитного ризику і є досить поширеними на практиці. При оцінюванні ризику широко використовуються такі математико-статистичні показники, як: **варіація** (*var*); **коваріація** (*cov*); **стандартне відхилення** (*sd*). Одна з основних причин їх використання — зручність. Але зручність — це ще не точність прогнозу. Адже часто буває так, що розраховані значення ймовірності не збігаються з реальними подіями. Як зазначав Б. Мандельброт [2], за теорією “випадкових блукань” протягом 1916–2003 рр. мало бути всього 58 днів, коли індекс Доу-Джонса падав більш як на 3,4 %, а насправді таких днів було 1001. Теоретично індекс міг впасти на 4,5 % лише шість разів, але реальність, знову ж таки, була більш похмурою: налічувалося 366 таких днів. І особливо переконаливі цифри: коливання на 7 % теоретично можуть відбуватися один раз на 300 тис. років, але тільки у XX ст. було 48 таких “чорних” днів.

**Вимоги Базельського комітету до кредитних банківських ризиків.** При управлінні кредитними ризиками банківської діяльності необхідно використовувати рекомендації, вироблені Базельським комітетом з банківського нагляду, так як їх невиконання може закрити для банку міжнародні ринки запозичення. Одна з основних вимог Базельського комітету з банківського нагляду (*Basel II*) полягає у відповідності капіталу банку його ризикам, які необхідно визначити, щоб сформулювати вимоги до капіталу, що забезпечує надійність банку. При цьому вважається, що неповернення одиничних кредитів не завдасть банку істотних втрат, якщо вони можуть бути компенсовані резервами, що відраховуються під втрати, які очікуються за кредитними операціями (*Expected Loss, EL*). Крім цього, необхідно також враховувати можливість втрати значної частини активів у кредитному портфелі, що може призвести до банкрутства банку. Такі втрати називаються неочікуваними (*Unexpected loss, UL*). Тому при аналізі кредитного ризику рекомендується оцінювати його з двох позицій — *EL* і *UL*. Очікувані втрати розраховуються за ймовірністю дефолтів компаній позичальників, а також за розміром кредитного забезпечення. Розмір очікуваних втрат напряму впливає на прибуток від кредиту, тому що необхідно відраховувати страхову суму до резерв-

ного фонду з кожного кредиту, і ця сума повинна бути не менша за розмір *EL*. Розмір неочікуваних втрат за кредитним портфелем також непрямо впливає на прибуток від кредитної діяльності, адже визначає власний рівень надійності кредитного портфеля банку загалом. Власний рівень надійності визначається відповідністю капіталу під ризиком (власного економічного капіталу) можливим неочікуваним втратам, які можуть статися з імовірністю, яка доповнює надійність до повної. Для оцінки розміру *UL* необхідно побудувати криву втрат за кредитним портфелем. Базельський комітет у своїх вимогах до банків вважає за необхідне впровадити методики встановлення внутрішніх рейтингів позичальників банку і кредитних продуктів, що передбачає вміння оцінювати величини, які відповідають за ризик втрат. Це, насамперед, середньорічна ймовірність дефолту позичальника з відомою датою розрахунку (*PD*), середньоочікувана частка втрат коштів у разі дефолту (*LGD*, *Loss given default*), довжина кредиту (*M*, *Maturity*), величина коштів під ризиком (*EAD*, *exposure at default*). На ризик кредитного портфеля впливає і групова належність позичальників через кореляцію між дефолтами. Відповідно до сучасних вимог Базельського комітету рівень надійності повинен бути не меншим за 99 %. Одним із важливих завдань при оцінюванні ризику є завдання розрахунку ймовірності дефолту позичальника. Існує кілька підходів до розрахунку *PD*. Перший ґрунтується на якісному і кількісному оцінюванні рейтингу позичальника за його внутрішніми фінансовими показниками і особливими бізнес-чинниками. Другий підхід базується на капіталізації позичальника на фондовому ринку і рівні його боргів перед кредиторами. На жаль, хоча другий підхід є найоб'єктивнішим, але його можна застосувати лише до невеликої кількості українських компаній.

Міжнародні вимоги щодо здійснення банківської діяльності чітко регламентують правила управління кредитними ризиками. Серед заходів із протидії цим ризикам можна виокремити такі: чітке формулювання політики кредитної організації щодо кредитних ризиків і встановлення параметрів, за якими кредитні ризики контролюватимуться. Ця політика пов'язана з рівнем диверсифікації кредитного портфеля. Конкретні директиви органів регулювання з управління кредитними ризиками зазвичай включають три види директив: директиви, які спрямовані на обмеження або зменшення кредитних ризиків, наприклад, такі, що визначають концентрацію і розмір кредитів, тобто встановлення лімітів; директиви з класифікації активів, до

яких належать аналіз імовірності погашення портфеля кредитів та інших кредитних інструментів, включаючи нараховані і невикористані відсотки, що спричиняють кредитний ризик для банку; директиви з кредитного резервування, що стосуються не тільки портфеля кредитів, а й усіх інших активів, які можуть призвести до збитків.

Таким чином, основними способами управління банківськими кредитними ризиками є внутрішні способи, які пов'язані з мінімізацією ризику; страхування банківського кредитного ризику; хеджування ризиків.

**Страхування кредитних ризиків** здійснюється за допомогою укладення угод страхування із страховими компаніями. *Страховий ризик* — це ймовірність події або сукупності подій, на випадок настання яких здійснюється страхування. Кредитні ризики належать до страхового ризику, адже є найбільшими чинниками, які спричиняють банкрутство банків. Через це органи регулювання встановлюють стандарти з управління кредитними ризиками, в тому числі із страхування.

**Хеджування ризиків** здійснюється у результаті покриття існуючої позиції за допомогою відповідних похідних інструментів (деривативів) — свопів, форвардів, опціонів, ф'ючерсів, опціонів на ф'ючерси.

Процедури врегулювання є важливим елементом управління кредитними ризиками. При врегулюванні кожний кредит і позичальник повинні розглядатися індивідуально. До способів регулювання можна віднести вимогу додаткового кредитного забезпечення, надання кредитних гарантій, підвищення вартості кредиту тощо. Для нейтралізації кредитних ризиків використовуються такі підходи, як оцінка кредитоспроможності (профілактика, попередження ризику) за напрямами “позичальник — середовище (галузь, конкуренти) — проект”; розмежування повноважень прийняття кредитного рішення в банку залежно від обсягу кредиту і рівня потенційного ризику; вимога фінансування виробництва або проекту його тримачем за рахунок власних коштів, які повинні становити не менш як 70 % від суми фінансування проекту; наявність у структурі банку менеджменту з управління ризиками і організація роботи з проблемними кредитами; захисна конверсія умов боргу, яка передбачена в договорах (поліпшення інформаційного забезпечення щодо стану позичальника, зростання застави, штрафи, пені, збільшення відсотків та ін.); діяльність внутрішніх спеціальних банківських підрозділів (кредитних

відділів, служби безпеки та ін.); надання послуг спеціалізованих фірм, які допомагають позичальнику повернути борг; юридична відповідальність за навмисне банкрутство, за надання неправильної інформації та ін.; створення альтернативних грошових потоків для рефінансування банківської діяльності; видача дисконтованих позик; обмеження обсягу кредиту для конкретного позичальника; продаж права обслуговування кредиту третій особі та ін.

### 13.3. Валютні ризики і управління ними

У вік нестабільностей національних валют особливе значення в діяльності банку має управління валютними ризиками. **Валютний ризик** — це ризик втрат або не отримання запланованої валютної виручки, пов'язаних із коливанням валютних курсів. До даного ризику належать такі: комерційні, конверсійні, ризик угоди, ризик консолідації, трансляційний, економічний, ризик форфейтування тощо. Зауважимо, що на міжнародних фінансових ринках (ринках фінансових послуг) окрім валютного ризику діють також **ризик відсоткових ставок**, які можуть призвести до значних проблем у фінансовій установі. Управління валютними ризиками полягає в їх страхуванні, диверсифікації або хеджуванні із застосуванням зовнішніх і внутрішніх способів. Найпоширенішими способами зменшення конверсійних ризиків або ризиків при валютному обміні є їх хеджування, тобто створення компенсаційної валютної позиції за кожною угодою, а також валютні і відсоткові свопи, які мають кілька різновидів. Один з них нагадує оформлення паралельних кредитів, коли дві сторони у двох різних країнах надають кредити однакового масштабу з однаковими строками і способами погашення, але в різних валютах. Іншим різновидом валютного свопу є угода між двома банками купити або продати валюту за курсом “*сном*” і здійснити зворотну угоду в заздалегідь визначену дату в майбутньому за курсом “*форвард*”. Крім того, банки використовують і взаємний залік ризиків за активами і пасивами, так званий метод *matching*, згідно з яким у результаті відрахування надходження валюти з величини її відпливу керівництво банку має можливість впливати на їх розмір. **Ризик консолідації** — це бухгалтерський ризик, що залежить від вибраного методу консолідації бухгалтерської звітності. За вимогами національного законодавства, компанії (організація, підприємства, корпорації), які

мають підрозділи і здійснюють угоди в різних іноземних валютах, повинні приводити всі грошові потоки до єдиної — національної валюти. **Трансляційний валютний ризик** — виникає при здійсненні платежів і розрахунків. Методи управління *трансляційними валютними ризиками* поділяються на зовнішні і внутрішні. До зовнішніх методів належать: прискорення або уповільнення розрахунків і платежів в іноземній валюті; регулювання платежів між материнським відділенням банку і його філіями; вибір валюти платежів і розрахунків; створення центру коригування рахунків-фактур та ін. Так, для управління валютними ризиками банки формують портфелі своїх валютних операцій, балансуючи активи і пасиви за видами валют і строками. Взагалі всі зовнішні методи управління валютними ризиками зорієнтовані на їх диверсифікацію.

Якщо компанія (корпорація, організація, підприємство) отримує валютний кредит або залучає кошти через міжнародні валютні ринки або реалізує продукцію за іноземну валюту, то вона відразу наражається на валютний ризик, який пов'язаний як із коливанням валютного курсу національної валюти відносно базових вільно конвертованих валют, так і з коливанням курсів між валютами країн-компаньйонів. Такі коливання валютних курсів можуть призвести як до прибутку, так і до значних збитків. Крім того, діють ризики відсоткових ставок. Тому виникає необхідність оцінювання валютного ризику, а також ризику відсоткової ставки і управління ними. Завдання фінансових менеджерів компанії — отримати валюту за найменшою вартістю за одного і того самого рівня ризику і найвищий дохід від вкладень валюти за одного і того самого рівня ризику. Тобто треба максимізувати прибуток за відсотковими ставками для певного рівня ризиків, пов'язаних з конкретною валютою, країною і контрагентами. Необхідно, щоб валютні вкладення були достатньо гнучкими, а в разі непередбачених обставин операцію можна було закрити. У питаннях валютних позик завдання зводиться до мінімізації відсоткових ставок з урахуванням конкретного рівня ризику. Загальні чинники, які необхідно враховувати при використанні валютних коштів для інвестицій і при позиках: рівень дохідності, або реальної відсоткової ставки, з урахуванням розміру капіталу, доходу за відсотковими ставками та ін.; мінімальний розмір інвестицій, бо за окремими інвестиціями може бути обумовлена мінімальна сума; строки (як правило, вигідніше розміщувати кошти на тривалий термін, але при цьому необхідно постійно оцінювати існуючі ризики по-



зик або інвестицій, адже що більший строк позики для інвестора або кредитора, то вища невизначеність); зміна курсів цінних паперів, якщо кошти залучаються через їх емісію; коливання курсів валют (валютний ризик); витрати за угодами; система оподаткування операцій з валютними коштами.

**Реальна відсоткова ставка за валютними угодами та її визначення.** При валютних інвестиціях необхідно знати їх реальну дохідність. Реальна ставка дохідності валютних вкладень — це ставка, яка враховує номінальну відсоткову ставку за певною валютою і динаміку обмінного курсу цієї валюти на період інвестицій. На прикладі розглянемо різницю між номінальною і реальною відсотковою ставкою.

**Приклад.** Припустимо, що німецька компанія, маючи надлишки коштів на суму 1500000 євро, щороку розміщує їх на ринку євродоларів. На момент розміщення в конкретному році відсоткові ставки були такими: курс долара до євро  $USD/EUR = 1,10$ ; відсоткова ставка за доларовими вкладеннями становила 8 %. На момент погашення вкладу курс  $USD/EUR = 1,05$ . Стоїть питання, чому дорівнює реальна ставка дохідності за цим вкладенням коштів?

Реальна ставка дохідності розраховується в кілька етапів.

1. Розміщена сума перераховується в долари:

$$1500000 \cdot 1,10 = 1363636 \text{ дол.}$$

2. Обчислюється сума в доларах, яку отримують по закінченні строку вкладу:

$$1363636 \cdot (1 + 0,08) = 1472727 \text{ дол.}$$

3. Ця сума перераховується в євро:

$$1472727 \cdot 1,05 = 1546363,2 \text{ євро.}$$

Обчислюється реальна ставка дохідності цієї операції:

$$\frac{1546363 - 1500000}{1500000} \cdot 100 \% = 3,09 \%$$

Для прискорення розрахунку ставки дохідності, або реальної відсоткової ставки, можна використовувати таку формулу:

$$r_c = (1 + i_E)(1 + C_E) - 1, \quad (13.14)$$

де  $r_c$  — реальна ставка дохідності, або реальна відсоткова ставка;  $i_E$  — номінальна відсоткова ставка на іноземну валюту (ставка пропозиції кредитної організації);  $C_E$  — позитивні або негативні коливання курсу іноземної валюти відносно національної валюти на період інвестування.

Використовуючи номінальну ставку з прикладу  $i_E = 8\%$ , визначимо коливання валютного курсу  $\Delta C$ :  $C_E = (1,05 - 1,10) : 1,10 = 0,0455$ , або  $4,55\%$ .

Таким чином, реальна ставка дохідності вкладення на євродоларовому ринку така:  $r_c = (1 + 0,08) \cdot (1 - 0,0455) - 1 = 0,03086$ , або  $3,09\%$ .

Якби курс долара до євро не впав, а збільшився на  $3\%$ , то в цьому разі реальна ставка дохідності дорівнювала б:

$$r_c = (1 + 0,08) \cdot (1 + 0,03) - 1 = 11,24\%.$$

З даного прикладу витікає ряд правил.

**Правило 1.** Якщо курс іноземної валюти відносно національної збільшиться, то ставка дохідності, або реальна відсоткова ставка, перевищуватиме номінальну відсоткову ставку за цією валютою.

**Правило 2.** Якщо курс іноземної валюти відносно національної валюти зменшиться, то ставка дохідності, або реальна відсоткова ставка, буде нижчою за номінальну відсоткову ставку за цією валютою.

При прийнятті рішення щодо інвестицій або позики в іноземній валюті компанія повинна брати до уваги багато чинників, таких як: строковий курс або прогнозований курс, або обрати ймовірнісний підхід.

**Визначення валютного ризику і внутрішні способи покриття ризиків.** Виважена політика управління валютними ризиками передбачає: оцінку валютного ризику; знання різних способів покриття ризиків, їх переваги і пов'язані з ними витрати. Розрізняють внутрішні, прості способи покриття ризику, які компанія може здійснити самостійно, і зовнішні, які передбачають звернення до зовнішніх інституцій або інструментів, кількість яких щороку збільшується. Як правило, виокремлюють такі категорії валютного ризику: ризик за угодою, ризик при консолідації, економічний ризик. Щоб вибрати спосіб управління валютним ризиком, необхідно оцінити кожен з цих ризиків (рис. 13.3).

**Валютний ризик за угодою** виникає при купівлі і продажу майна або послуг у валюті, при позиках або наданні кредитів у валюті; при переказі коштів (дивідендів, відсотків та ін.) у валюті (див. розд. 5). Він виникає з того моменту, як компанія визначила вартість на свої товари або послуги, що передбачені на експорт або для імпорту. *Валютна позиція за угодою* обчислюється: відносно валюти-орієнтира, якщо мова йде про імпорт або експорт, або валюти материн-

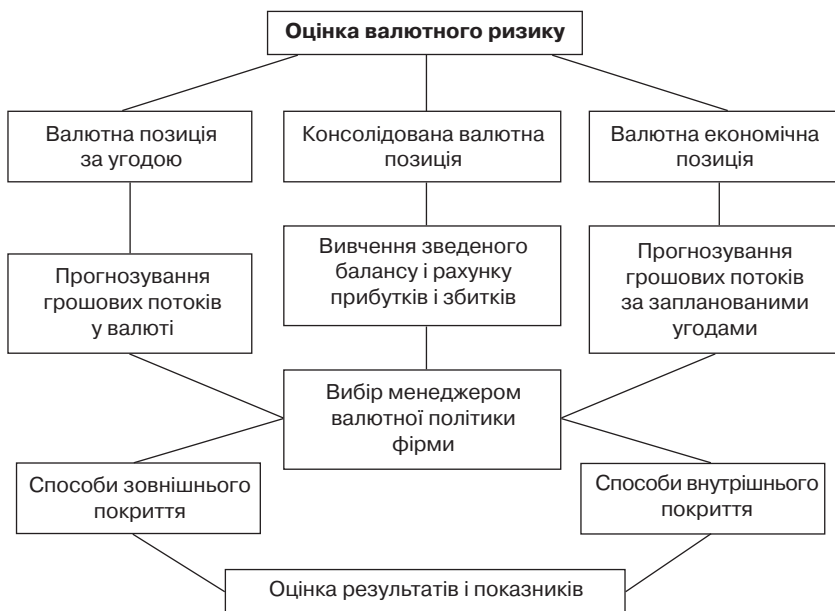


Рис. 13.3. Управління валютним ризиком

ської компанії стосовно її філіалів за кордоном; на визначений період; за валютами. *Валютна позиція нетто* виражає різницю між активами і пасивами у валютній експозиції. Прийнято вважати, що: 1) компанія перебуває в короткій позиції щодо валюти X, якщо її боргові зобов'язання у цій валюті перевищують її дебіторську заборгованість у тій самій валюті; 2) компанія перебуває у довгій позиції, якщо її дебіторська заборгованість у валюті X перевищує її боргові зобов'язання у цій валюті.

Коротка позиція в будь-якій валюті може бути компенсована довгою валютною позицією, якщо збігаються обсяг, строк дії і валюта цих позицій.

**Консолідований валютний ризик** виникає при зведенні фінансового стану рахунків, визначених у різних валютах. Консолідована валютна позиція є бухгалтерською позицією і залежить від вибраних методів консолідації рахунків. Використовуються такі способи консолідації рахунків: *метод заключного курсу*, за якого всі статті балансу, за винятком власного капіталу, консолідуються за заключним курсом. Із власного капіталу, як правило, консолідуються такі статті:

статутний капітал за курсом на момент створення; резервний капітал за композитною відсотковою ставкою, яка відповідає даті створення. Валютна позиція, яка підпадає під валютний ризик, відповідає різниці позицій при консолідації; *метод різниць між грошовими статтями балансу і негрошовими*, який полягає в тому, що грошові активи і пасиви консолідуються за заключним курсом, а інші статті балансу зберігаються за історичним курсом. Цей метод ще називають строковим. Завдяки йому коригування при консолідації рахунків відображаються в отриманих результатах; *метод оборотного капіталу*, згідно з яким оборотний капітал (запаси + короткострокова дебіторська заборгованість і короткостроковий позиковий капітал) конвертується за заключним курсом. Консолідована валютна позиція відповідає в цьому разі різниці між активом і пасивом. Втрати при консолідації таким методом будуть меншими порівняно з першим методом, якщо курс національної валюти знизиться відносно іноземної валюти.

**Валютний економічний ризик** — це ризик відхилень у русі готівкових коштів, які спричинені коливаннями валютних курсів. Зміна валютного курсу може вплинути на обсяги продажів; розміри витрат, прибутки компанії. Наслідки змін валютних курсів залежать від сектору діяльності компанії, виду товару за імпортом і його ціни, від еластичності ціни залежно від попиту. Про валютний економічний ризик кажуть тоді, коли обсяг отриманої грошової виручки компанії не відповідає очікуваному. Непередбачені зміни валютного курсу можуть мати короткостроковий, середньостроковий і довгостроковий характер. Якщо мова йде про *короткострокові* зміни валютного курсу, то як прибуток, так і втрати залежать в основному від типу валюти, яка передбачена контрактом. Для запобігання втратам компанія повинна звернутися до визначених класичних методів, які буде розглянуто нижче. Якщо зміни валютного курсу мають *середньостроковий* характер, то компанія для підтримки своєї конкурентоспроможності має переглянути ціни з урахуванням економічних умов, рівня інфляції, вартості факторних операцій. При *довгостроковому* характері зміни валютного курсу компанія може переорієнтувати свої іноземні вкладення, змінити потоки товарообороту імпорту або експорту. Оцінка економічного валютного ризику повинна бути тісно пов'язана з аналізом економічної діяльності компанії, яка реалізує інвестиційний проект, вивченням ринкової кон'юнктури, аналізом діяльності всіх зарубіжних філій компанії, розробкою фі-

нансової, комерційної і технічної стратегій. Такі дослідження мають враховувати вплив коливання курсу визначених валют на рух готівкових коштів у майбутньому.

Менеджер з валютних операцій може вибирати між таким: непокрыттям валютних ризиків; 100 %-м хеджуванням валютних ризиків; вибірковою хеджуванням валютних ризиків. **Політика непокрыття валютних ризиків** виправдовує себе за стабільної валютної ситуації і за умови, що можливі валютні втрати будуть обмеженими. Якщо існують такі умови, то політика непокрыття валютних ризиків буде найменш дорогим рішенням. У цьому разі менеджер з валютних ресурсів повинен зосередитися на отриманні коштів за найменшою вартістю. Але зазначена політика потребує постійного прогнозування майбутньої ситуації, адже така позиція дуже небезпечна. Малі і середні компанії, які не забезпечують покриття валютних ризиків через відсутність валютних фахівців, наражаються на серйозні ризики. **Автоматичне покриття валютного ризику** полягає в тому, що на відміну від попередньої політики, компанія забезпечує покриття всіх валютних позицій, щойно вони стають відомими. Окремі менеджери вважають, що витрати на це економічно виправдані, бо збитки не очікуються. Однак на практиці не все так просто. Справді, економічно виправдані витрати не відображаються в рахунках компанії, на відміну від зазначених збитків, але з цього не випливає, що всі ризики виключені. Так, фірми-конкуренти завжди можуть скористатися сприятливими змінами валютних курсів, щоб знизити ціни і збільшити свій сектор ринку. **Вибіркове покриття валютного ризику** є найпоширенішим методом, а менеджери з валютних операцій і ресурсів дотримуються різних правил хеджування ризиків. Вони забезпечують покриття валютного ризику, коли валюта експортного контракту демонструє тенденцію до зменшення, і не роблять цього, коли її курс підвищується. Хеджування імпортованих операцій має іншу логіку. Окремі компанії покривають валютні ризики тільки тоді, коли курс валюти експортного контракту зменшується нижче визначеної межі, тому що подальше зниження курсу може спричинити збитки, і не хеджують, якщо курс цієї валюти підвищується.

Завдання полягає в тому, щоб правильно оцінити ефективність результатів вибіркового хеджування, але системи бухгалтерського обліку недостатньо пристосовані для цього. Оцінити результати можна, порівнюючи їх з тими результатами, які можна було б отри-

мати при автоматичному 100 %-му хеджуванні, або із ситуацією, коли покриття валютного ризику не забезпечується зовсім.

*Внутрішні способи покриття валютного ризику* можна поділити на три категорії: способи, які пов'язані з існуючими валютними позиціями; способи, які пов'язані з майбутніми валютними позиціями; створення центру коригування рахунків-фактур. Внутрішні способи хеджування — це способи, які компанія може реалізовувати самостійно для зменшення валютного ризику.

***Способи покриття, які пов'язані із існуючими валютними позиціями***, полягають у змінах строків платежів і використанні можливості взаємозаліків боргових зобов'язань і дебіторської заборгованості. До них належать:

1. *Авансовий платіж*. Якщо фірма-експортер очікує підвищення курсу валюти, в якій укладено контракт на імпорتنі поставки, відносно її національної валюти, то для цієї фірми вигідніше оплатити контракт наперед.

2. *Знижки за платіж готівкою*. Фірма-експортер, яка прогнозує зменшення курсу валюти контракту на експортні поставки, стимулюватиме імпортера платити готівкою, надаючи йому знижки.

3. *Механізм штучного прискорення або затримки платежів* за зовнішньоторговельними угодами (*Leads and lags*) полягає у варіюванні строків платежів у такий спосіб, щоб отримати прибуток від зміни курсів валют. Такому методу віддають перевагу багатонаціональні компанії, де легше регулювати платежі між дочірніми компаніями і філіями. При прогнозі знецінення валюти своєї філії компанія може прискорити платежі або, навпаки, затримати платежі, якщо очікується підвищення курсу валюти. Метод дає змогу скоротити або збільшити строк надання кредиту, але необхідно враховувати валютне законодавство країн, які забороняють такі маніпуляції.

4. *Механізм компенсації*. Наприклад, якщо німецька компанія здійснює експортні поставки в англійських фунтах стерлінгів для англійської компанії та імпортує товари цієї фірми у фунтах стерлінгів, то вона може компенсувати свої борги і дебіторську заборгованість у фунтах стерлінгів, якщо збігаються суми, які потрібно оплатити і отримати, і строки платежів. У цій ситуації компенсація буде двосторонньою, але в багатонаціональних компаніях використовуються багатосторонні компенсації.

***Способи покриття, які пов'язані з майбутніми позиціями***. Окремі способи обмеження валютного ризику широко застосову-

ються всередині підприємства (компанії) і до них належать такі: розумний вибір валюти платіжних документів; зміни цін продажу і трансфертних цін; зміни активів і пасивів балансу. Розглянемо зазначені способи докладніше.

1. *Вибір валюти платіжних документів.* Питання щодо вибору валюти платіжного документа виникає з моменту пропозиції. Якщо вибрана валюта є національною, то імпортеру (або експортеру) достовірно відома сума, яку він має сплатити або отримати. У цьому разі він не наражається на валютний ризик. Однак з огляду на конкуренцію може виникнути необхідність вибору валюти покупця (або продавця). Тоді імпортер (або експортер) має забезпечити собі покриття валютного ризику. Крім того, як показує практика, на деякі товари і послуги (нафту, газ або інші види сировини) рахунки-фактури виставляються в доларах США. Якщо долар не є національною валютою ні для імпортера, ні для експортера, то тоді обидва партнери повинні застрахуватися (захеджуватися) від валютного ризику. Окремі контракти можуть бути укладені в євро або *SDR*. Виставлення рахунку-фактури в євро дає змогу зменшити валютний ризик.

**Приклад.** Припустимо, що англійська компанія відкрила свою філію в Німеччині. Рахунки-фактури за продажами між цією фірмою та її філією можуть бути виставлені або в євро, або у фунтах стерлінгів. Перед компанією постає питання, в якій валюті потрібно скласти платіжний документ, якщо прогнозується підвищення євро відносно фунта стерлінгів.

Відповідь може бути така: якщо рахунок-фактура складений в євро, то англійська компанія отримує валютний прибуток, який обкладається податком за податковою ставкою Англії ( $tF$ ). Якщо ж рахунок-фактуру складено у фунтах стерлінгів, то англійська компанія не отримує прибутку, але її німецька філія витратить меншу суму в євро для оплати боргу і в такий спосіб отримає більший прибуток, який обкладається податком за німецькою ставкою ( $tA$ ).

Тоді для зменшення суми податкових виплат можливі два варіанти:

– віддати перевагу виставленню рахунку-фактури в євро, якщо:

$$tA < tF;$$

– віддати перевагу виставленню рахунку-фактури у фунтах стерлінгів, якщо:

$$tA > tF.$$

2. *Зміни цін продажу і трансфертних цін.* Компанія, яка прогнозує знецінення валюти країни, з якою здійснюється торгівля, може

підвищувати ціни продажу на свої товари, які виражені в національній валюті даної країни, на можливий відсоток знецінення. Використовуючи трансфертні або внутрішні ціни продажу, можна впливати на прибуток компанії або її дочірніх філій. Проте митні органи уважно перевіряють такі ціни.

3. *Зміни активів і пасивів балансу.* Для запобігання ризику консолідованої валютної позиції можна збільшувати або зменшувати певні активи або пасиви. Найпростіше це робити з короткостроковими активами чи пасивами. Механізм полягає у зменшенні активів філії і збільшенні її пасивів, якщо прогнозується знецінення валюти цієї філії. І навпаки, якщо очікується підвищення курсу валюти філії, то необхідно збільшувати активи і зменшувати при цьому пасиви. Принцип цього методу хоч і простий, але на практиці застосувати не так просто. Наприклад, якщо філія, яка розміщується в країні, де очікується знецінення валюти, вирішить скоротити строки оплати кредитів і тим самим скоротить клієнтські рахунки, то це може призвести до скорочення продажів, а якщо філія захоче збільшити свій позиковий філіал, то це зумовить зміни витрат за фінансовими операціями.

4. *Створення центру коригування рахунків-фактур.* Такий центр створюється багатонаціональною компанією, коли валютний курс за розрахунками між компанією та її філіями чітко визначений і регулярно переглядається. Такі рахунки з коригування в іноземній валюті виписуються філіями на ім'я центру, який переказує їм еквівалентні суми у національній валюті філії. Філії надсилають на ім'я центру рахунки-фактури для оплати у валюті іноземним постачальникам і переказують до центру платежі в своїй національній валюті. Такий механізм допомагає координувати політику в сфері трансфертних цін, а також забезпечує значну гнучкість при виборі валюти для виставлення рахунків у межах корпорації. Однак створення центрів має і певні вади: такі центри доцільно створювати в країнах із слабкою системою оподаткування; їх створення потребує додаткових витрат; у компанії можуть виникнути суперечки з питань прийнятних валютних курсів.

**Покриття валютного ризику на валютних ринках за допомогою банків і державних страхових компаній.** Внутрішні способи покриття валютних ризиків не забезпечують покриття всіх валютних позицій. Тому підприємства повинні користуватися зовнішніми способами покриття валютних ризиків. Класичні способи покриття



валютних ризиків через банки досить численні і різноманітні і є найпоширенішими способами покриття валютних ризиків підприємств, компаній і корпорацій. Для зовнішніх способів покриття валютних ризиків використовуються строкові ринки іноземних валют, арбітраж строкових позицій, короткострокові позики в іноземній валюті, валютні свопи, фінансові ф'ючерсні контракти, ринки валютних опціонів та ін. Докладніше ознайомимося з деякими з них.

### Строкові ринки іноземних валют

**Правило 1.** Для забезпечення гарантії курсу валюти контракту імпортер може звернутися до строкового валютного ринку і купити на певний строк ту валюту, яку він має сплатити постачальнику.

**Правило 2.** Для забезпечення гарантії курсу валюти контракту експортер може продати на строковому валютному ринку ту валюту, яку він очікує отримати від свого іноземного клієнта.

*Курс купівлі і продажу валюти.* Поточні валютні курси (спот) і строкові курси валют регулярно публікуються. Як правило, наводять два курси: перший — курс покупця, другий — курс продавця.

Строковий курс будь-якої валюти відносно іншої валюти є різницею відсоткових ставок цих валют.

Строкові валютні курси, які публікуються, — це курси строком на один, три, шість місяців і на рік. Дані про котирування на проміжні періоди можна отримати через банки. Якщо відсоткова ставка, наприклад, на євро (або іншу іноземну валюту) вища, ніж відсоткова ставка на долар США, то євро перебуває в позиції “*депорт*” відносно долара, а долар — у позиції “*репорт*” відносно євро:

$$\text{Строковий курс } USD/EUR = \text{Поточний курс} + \text{Репорт.} \quad (13.15)$$

Якщо відсоткова ставка, наприклад, на євро (або іншу іноземну валюту) нижча, ніж відсоткова ставка на долар США, то в цьому разі євро перебуває в позиції “*репорт*” відносно долара, а долар — у позиції “*депорт*” відносно євро:

$$\text{Строковий курс } USD/EUR = \text{Курс спот} - \text{Депорт.} \quad (13.16)$$

Курс операцій за депортом або розмір надбавки за репортними угодами за розрахунковий рік можна визначити за формулою:

$$\text{Ставка за репортом (депортом)} = \frac{C_T - C_C}{C_C} \cdot \frac{12}{T}, \quad (13.15)$$

де  $C_T$  — строковий курс;  $C_C$  — курс “спот”;  $T$  — строк у місяцях.

Якщо відсоткова ставка додатна, то це ставка “репорт”, якщо від’ємна, то це ставка “депорт”.

**Приклад.** Поточний курс:  $USD/CAD = 1,3179$ ; тримісячний курс:  $USD/CAD = 1,3236$ .

Розмір надбавки за репортними угодами на розрахунковий рік дорівнює:

$$\frac{1,3236 - 1,3179}{1,3179} \cdot \frac{12}{3} = 1,73 \%$$

**Приклад.** Курс за поточними операціями (спот):  $USD/EUR = 1,0531$ ; тримісячний курс  $USD/EUR = 1,0505$ .

Курс операцій за депортом на розрахунковий рік дорівнює:

$$\frac{1,0505 - 1,0531}{1,0531} \cdot \frac{12}{3} = 0,988 \%$$

### Способи покриття валютних позицій

**Правило 1.** Якщо імпортеру треба оплатити імпорتنі поставки в іноземній валюті, то він має купити цю валюту на строк на валютному ринку. Таким чином він покриває свою коротку валютну позицію довгою позицією на валютному ринку.

**Правило 2.** Якщо експортер має отримати іноземну валюту, то він повинен продати цю валюту на строк на валютному ринку. У цьому разі експортер забезпечує покриття своєї довгої валютної позиції короткою на валютному ринку.

**Арбітраж строкових позицій.** Компанія може отримати прибуток від різниці між короткою позицією в одній валюті і довгою позицією — в іншій.

**Приклад.** Припустимо, що у французької компанії є дебіторська заборгованість на суму 1500000 CAD із строком погашення протягом 6 місяців, і її власний борг становить 800000 USD із строком виплати через 9 місяців. Валютна позиція компанії буде така:

Вид валюти	Сума	Строк погашення
CAD	+ 1500000	6 міс.
USD	- 800000	9 міс.

Якщо компанія збирається отримати зиск від різниці довгої позиції в CAD і короткої — в USD, то операція здійснюватиметься в два етапи:

1) час  $t$ : співвідношення  $USD/CAD = 1, 3179$ ;  
компанія купує 800000  $USD$  за  $CAD$  строком на 6 міс., що становить 1054320  $CAD$ ;

різниця в 445680  $CAD$  (1500000 — 1054320) може бути конвертована в долари після завершення строку;

2) час  $t + 6$ : закінчення арбітражної операції. Банк передає компанії 800000  $USD$ , які куплені за  $CAD$ . Після завершення цієї операції буде здійснено строковий продаж доларів строком ( $t + 6$ ) на строк ( $t + 9$ ), бо дата виплати дебіторської заборгованості не збігається з датою погашення боргу в  $USD$ ;

компанії також можуть здійснювати операції арбітражу однієї валюти відносно третьої, якщо курс цієї валюти буде менш чутливим, ніж курс національної валюти, або через золото та інші дорогоцінні метали.

**Хеджування валютного ризику за допомогою свопу.** Своп — це один з типів строкових угод, який спрямований на хеджування ризиків. Валютний *своп*, або обмін валюти, полягає в одночасній купівлі і продажу однієї і тієї самої суми валюти, але з різними строками поставки. Тобто, *своп* (*swap contract*) полягає в тому, що дві сторони обмінюються один з одним своїми послідовними платежами з визначеними інтервалами і в межах встановленого терміну. Виплати за свопом базуються на обумовленій сторонами сумі контракту (яка ще називається *контрактним номіналом* (*the notinal amount*)). Даний вид контрактів не передбачає грошових надходжень будь-якій із сторін. Взагалі за свопом можна здійснювати обмін будь-якими активами. У сучасній практиці свопи найчастіше пов'язані з обміном доходів від операцій з товарами, валютою і цінними паперами. Валютний своп є свого роду способом фінансування. Так, позичальник обмінює суму в валюті, наприклад, у гривнях на суму в євро на строк і бере на себе зобов'язання знову обміняти ці валюти у визначений час пізніше. Є й інші способи здійснення валютного свопу.

**Приклад.** Припустимо, що фірма працює у сфері телекомунікацій в США і європейська фірма бажає придбати права американської фірми на продаж її програм в Європі. Європейська фірма згодна сплачувати щорічно американській фірмі 200000 євро. Для хеджування ризику, під який підпадає дохід американської фірми, вона може організувати валютний своп, необхідний для того, щоб обмінювати майбутній дохід фірми з США в євро на майбутній дохід в доларах за умови, що на даний момент вже визначаються форвардні курси.

Своп на практиці еквівалентний послідовності форвардних контрактів. Контрактний номінал свопу відповідає номінальній вартості послідовності даних форвардних контрактів. Форвардні контракти зазвичай укладаються на короткий термін. Тому укладений на два роки своповий контракт дає вигреш у порівнянні із застосуванням для хеджування форвардних контрактів. Наприклад, замість 4-х форвардних контрактів може бути укладений один своповий контракт. Вартість валютного свопу залежить від багатьох чинників. Найважливішим з них є диференціал відсоткових ставок (різниця відсоткових ставок двох країн, валютою яких обмінюються сторони за свопом). Окрім того, його вартість залежить від наявності контрагента, валютного законодавства, податків з джерела походження. Так як своп є одним із способів фінансування, то при його здійсненні може виникнути кредитний ризик, коли одна із сторін відмовиться здійснювати обмін.

Валютні свопи вигідно застосовувати в період серйозних коливань валютних курсів, відсоткових ставок і застосовуються не тільки компаніями, а й Центробанками країн. Окрім валютного свопу для хеджування ризиків відсоткових ставок використовується відсотковий своп, а також свопи, де предметом обміну є грошові потоки, цінні папери, товари та ін.

### **Покриття валютних ризиків на ринку валютних опціонів**

**Валютні опціони і управління валютними позиціями.** Для хеджування валютних ризиків компанії при здійсненні операцій з валютою можуть використовувати валютні опціони. Валютні опціони, взагалі, котируються на позабіржовому ринку. Перевага даного ринку полягає у великих обсягах угод. Ціни виконання, строки й інші умови повністю задовольняють вимоги фінансових директорів корпорацій. Валютними опціонами торгують на великих спеціалізованих світових біржах ф'ючерсів і опціонів. Найвідомішою біржею з торгівлі європейськими і американськими опціонами в США є Філадельфійська фондова біржа, в Європі — це Лондонська біржа опціонів і ф'ючерсів. Характеристики цих опціонів такі: сума контракту (Чикаго,  $GBP/USD = 25000$ ); вид опціону; строк виконання (березень, червень, вересень, грудень + 2 або 3 найближчі місяці, залежно від ринку); котирування премій (центи для контрактів  $GBP/USD$ , наприклад, 0,001 цента для контракту  $\infty/USD$ ); мінімальне коливання премії (0,0001 для контрактів  $\infty/USD$ , 0,01 — для

контрактів *EUR/USD*); мито. Відомі й інші біржі, на яких торгують валютними опціонами. Але біржовий ринок валютних опціонів значно менший позабіржового.

Менеджер з валютних ресурсів на валютному ринку може або чекати дати виконання опціону, щоб реалізувати право виконати опціон, або дозволить даному опціону втратити силу. Якщо деяка компанія має бажання хеджувати ризики, які пов'язані з коливанням валютних курсів, то замість форвардних або ф'ючерських контрактів вона може використовувати валютні опціони. Наприклад, компанія, яка очікує надходження фунтів стерлінгів у визначений час у майбутньому, може хеджувати свій ризик, купивши *опціон на продаж (put option)* фунтів стерлінгів, строк дії якого витікає в даний час. Дана стратегія гарантує, що вартість фунтів стерлінгів не буде менше ціни виконання, що дасть змогу компанії отримати зиск від будь-якої сприятливій зміні обмінного курсу.

Водночас, якщо компанія знає, що в деякий момент у майбутньому вона повинна сплатити визначену суму у фунтах стерлінгів, то вона може хеджувати свій ризик, купивши *опціон на купівлю (call option)* фунтів стерлінгів, строк дії якого витікає в даний час. Дана стратегія гарантує, що вартість фунтів стерлінгів не буде вище визначеного рівня, що дає змогу компанії отримати зиск від будь-якої сприятливої зміні обмінного курсу. У той час, як форвардний контракт фіксує майбутній обмінний курс майбутньої транзакції, опціон являє собою різновид страховки. Але ця страховка не є безкоштовною. Вартість укладення форвардного контракту дорівнює нулю, а для укладення опціонного контракту необхідно сплатити опціонну премію.

Якщо курс обміну на дату витікання європейського опціону не сприятливий, то компанія може відмовитися від виконання опціону, і втрачає при цьому сплачену премію. Американський опціон компанія може виконати на будь-яку дату до витікання строку опціону і на дату його витікання. Тобто, при застосуванні опціонів необхідно дотримуватися наступних правил.

**Правило 1.** Експортер не із США, який хоче захеджувати себе від зменшення курсу долара США, повинен купити опціон на купівлю.

**Правило 2.** Експортер не із США, який хоче забезпечити собі покриття від підвищення курсу долара США, повинен купити опціон на продаж.

Розрізняють такі **види валютних опціонів**: *валютні опціони на купівлю валюти (call)* і *продаж валюти (put)*. Такі опціони можна ку-

пити чи продати: купівля опціону на купівлю; купівля опціону на продаж; продаж опціону на купівлю; продаж опціону на продаж. Купуючи опціон на продаж або купівлю валюти, компанія забезпечує покриття валютного ризику. Продаж опціонів здійснюють банки і спекулянти; *американський і європейський валютні опціони*. Американський опціон може бути здійснений у будь-який час з моменту його утворення до дати закінчення, у тому числі і на дату закінчення. Європейський опціон може бути здійснений тільки на дату закінчення; *валютний опціон “cash”, що слугує для поставки валюти*. Розрізняють три види таких опціонів: *“при грошах” (at the money)*, якщо ціна виконання опціону дорівнює поточному обмінному курсу даної валюти; *“без грошей” (out of the money)*, якщо ціна виконання опціону при його негайному продажі не має вартості або коли ціна виконання опціону на купівлю валюти перевищує поточний валютний курс, а для опціону на продаж валюти ціна виконання нижча за поточний курс; *“в грошах” (in the money)* — опціон, який має негайну вартість: ціна опціону на купівлю нижча за поточний обмінний курс, ціна виконання опціону на продаж перевищує поточний курс; опціон на ф'ючерсний контракт, що передбачає продаж строкових валютних контрактів або ф'ючерсів. **Вартість валютного опціону** залежить від багатьох чинників: ціни виконання; поточного курсу; строкового курсу; строку виконання; вразливості валюти. Вартість опціону складається з дійсної і часової вартості. *Дійсна вартість валютного опціону* відповідає потенційному доходу, який власник опціону отримав би, якби водночас здійснив операції на поточному та строковому ринках. Дійсна вартість європейського опціону залежить від різниці між ціною виконання і строковим курсом. Дійсна вартість американського опціону залежить від різниці між ціною виконання і строковим курсом, а також від різниці між ціною виконання і поточним курсом. *Часова вартість валютного опціону* є другою складовою вартості опціону, її величина відповідає вартості особливих переваг, пов'язаних з їх володінням. Часова вартість валютного опціону залежить від двох параметрів: *вразливості валюти* — що вразливіша валюта, то вигідніше мати опціон, який гарантує захист від коливання курсів; *строку виконання опціону* — що більший строк виконання опціону, то більше шансів у власника реалізувати виконання опціону, премія при цьому збільшується. Тобто, що ближчий строк закінчення опціону, то менша часова вартість, а при наближенні до виконання опціону ця вартість прямує до нуля.

Для активного застосування опціонів для хеджування валютних ризиків бажано було б активніше ними управляти і постійно стежити за змінами валютного курсу. Детальніше щодо використання опціонів для хеджування ризиків фінансових послуг можна ознайомитися у спеціальних фінансових працях Блека Шоулза, Джона К. Халла, Лі Ченга, Фіннерта та ін.

#### **13.4. Управління ризиками відсоткових ставок**

Значні коливання відсоткових ставок на різних ринках часто призводять до значних втрат тих підприємств, які уклали договори позики в іноземній валюті або зробили вклади за кордоном. У разі якщо не враховується ризик відсоткових ставок, це може призвести до великих проблем, навіть до банкрутства, фінансових установ. З огляду на це управління боргом і активами в іноземній валюті набуває дедалі більшого значення. Розрізняють дві категорії ризиків, які пов'язані із коливанням відсоткових ставок: *балансовий ризик*, причини якого полягають у несприятливому впливі відсоткових ставок на активи або борги підприємства, банку, інвестиційної або страхової компанії, лізингової або іншої фінансової компанії; *експлуатаційний ризик*, пов'язаний із зростанням фінансових витрат або із скороченням доходів, що може серйозно порушити роботу банку. Якщо прогнозується підвищення відсоткової ставки, то роблять позику на 12 місяців, і навпаки, якщо ставка зменшується, то роблять позику на місяць.

#### **Покриття ризиків відсоткових ставок на позабіржових ринках**

На сьогодні на ринках з'явилися нові фінансові інструменти хеджування ризиків зміни відсоткових ставок, які дають змогу: фіксувати відсоткову ставку для визначеної дати в майбутньому; фіксувати максимальну ставку для позики — це ставка *cap*, або мінімальну ставку для вкладу — це ставка *floor*; зазначити період, протягом якого компанія може або не може здійснити позику або вкладення на визначену відсоткову ставку, — це опціон на відсоткову ставку; обмінювати фіксовану відсоткову ставку на плаваючу і навпаки — це валютний *swaps*.

**Оцінка і управління позицією відсоткової ставки.** Вихідною інформацією для оцінки за вкладеннями і позиками слугують: валю-

та вкладення або позики; фіксована або плаваюча відсоткова ставка (необхідно знати базову *відсоткову* ставку); строк вкладення або позики. Для розрахунку загальної вартості відсоткового доходу необхідно скласти всі витрати покриття, вкладення та ін.

*Компанія може займати довгу або коротку позицію за відсотковою ставкою.*

**Правило 1.** Компанія перебуває у довгій позиції, якщо вона володіє облігаційними та іншими борговими вимогами з фіксованою відсотковою ставкою, які перевищують її позики з фіксованою відсотковою ставкою.

**Правило 2.** Компанія перебуває в короткій позиції, коли її позики з фіксованою відсотковою ставкою перевищують вкладення з фіксованою відсотковою ставкою.

Управління позиціями ставок відбувається у кілька етапів (рис. 13.4).

**1. Етап прогнозування.** Необхідно прогнозувати розмір запланованих вкладень або позик і класифікувати їх за валютами — при фіксованих або плаваючих ставках. При цьому необхідно враховувати валютні курси.

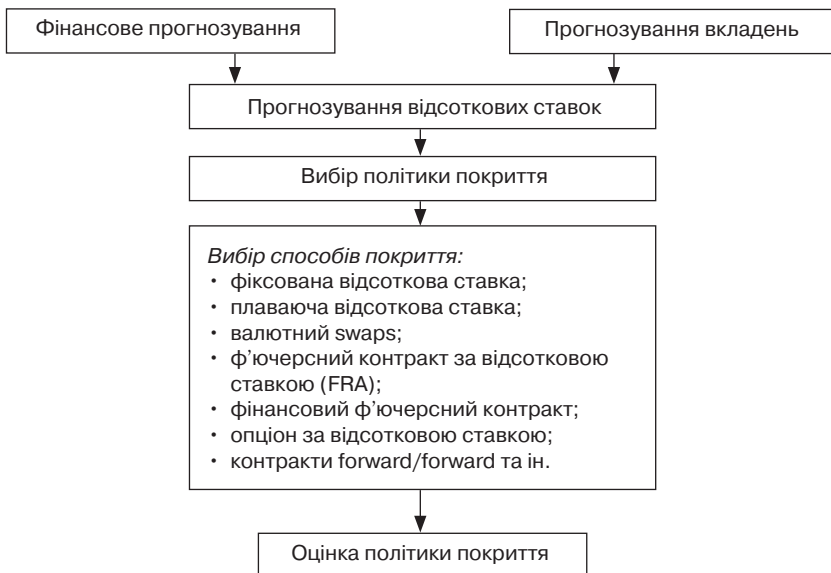


Рис. 13.4. Управління позиціями відсоткових ставок



**2. Етап вибору політики.** Так само, як і при управлінні валютними ризиками, існує кілька способів управління ризиками відсоткових ставок: політика непокриття, яка завдасть збитків або дасть дохід; політика систематичного покриття, пов'язана з додатковими витратами; політика вибіркового покриття, яка може як дати прибуток, так і завдати збитків. Вибір політики визначається не тільки менеджерами, а й рекомендаціями фінансового управління.

**3. Етап вибору способів покриття:** за позиками: використовується фіксована ставка за позиками, якщо є прогноз підвищення ставок, і плаваюча відсоткова ставка, якщо є прогноз зменшення ставок; за вкладеннями: використовується плаваюча ставка, якщо прогнозується підвищення відсоткових ставок, і фіксована, якщо прогнозується зменшення відсоткових ставок.

**Ринки ф'ючерсів або строкових контрактів за відсотковими ставками.** Для покриття ризиків відсоткових ставок строкові фінансові ринки пропонують такі інструменти, як ф'ючерсні контракти за відсотковими ставками. Такі контракти отримали свій розвиток у США (Чикаго, Нью-Йорк, Філадельфія), Великій Британії (Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів — *LIFFE*), Сінгапурі (*SIMECS*), Франції (строкова фінансова біржа в Парижі), Японії (Токіо) та інших світових фінансових центрах. Розвивається такий ринок і в країнах Східної Європи.

*Ф'ючерсний контракт за відсотковою ставкою* — це зобов'язання продати (купити) в майбутньому визначену кількість фінансових активів за заздалегідь встановленими ціною і строком. Такі контракти надають можливість хеджувати поточну валютну позицію в разі несприятливої зміни відсоткових ставок; заздалегідь визначати рівень витрат і доходів за позиками і кредитами, які здійснюватимуть у встановлений строк у майбутньому. *Основні характеристики контрактів за відсотковими ставками:* місце угоди; сума контракту; строки за всіма контрактами; мінімальні коливання. *Принципи хеджування* подібні ситуаціям зі строковими валютними контрактами.

**Правило 1.** Якщо припускається, що в майбутньому необхідно здійснити валютну позику і можливе зростання відсоткових ставок, то необхідно продавати контракти за відсотковими ставками в цій валюті, які в подальшому викуповуються.

**Правило 2.** Якщо припускається, що в майбутньому виникне необхідність розмістити валютні кошти і є ризики зменшення відсот-

кових ставок, то треба купувати контракти за ставками в цій валюті, які в подальшому перепродаються.

Строкові ринки дають можливість підприємствам сподіватися на те, що витрати з фінансування і рентабельність інвестицій залишаться незмінними, попри коливання відсоткових ставок у майбутньому. Вони становлять інтерес для підприємств, які здійснили позики за фіксованими ставками і зацікавлені в отриманні прибутку від зменшення відсоткових ставок; підприємств, які збираються здійснити позики в майбутньому і бояться зменшення відсоткових ставок; фінансових установ і підприємств, які планують у найближчому майбутньому розміщувати кошти на ринку і прогнозують зменшення відсоткових ставок; інвестиційних компаній, які хочуть мати в майбутньому готівкові кошти для вкладень і бажали б забезпечити собі певні відсоткові ставки.

***Ринки опціонів за відсотковими ставками і покриття ризику відсоткових ставок.*** Опціонні контракти за відсотковими ставками — це контракти, за якими покупець отримує право (але не зобов'язання) придбати чи продати фінансовий актив або базовий фінансовий інструмент цього активу. Водночас продажі опціонів контрактів зобов'язують продавця поставити або прийняти фінансовий актив чи базовий фінансовий інструмент цього активу.

Розрізняють два типи опціонів за відсотковими ставками: *опціони на купівлю*, або *call за відсотковими ставками*. Такий опціон є правом на купівлю строкового фінансового інструмента, тобто на надання готівкової позики; *опціони на продаж*, або *puts за відсотковими ставками*. Такий опціон є правом на продаж строкового фінансового інструмента, тобто на отримання готівкової позики. Крім того, розрізняють опціони на купівлю-продаж європейського опціону, які можуть бути виконані тільки у встановлену дату; опціони на купівлю-продаж американського опціону, які можуть бути використані в будь-який момент у межах строку опціону і на дату його закінчення.

### ***Основні характеристики опціонів за відсотковими ставками.***

Існують різні види опціонних контрактів, які ідентичні валютним опціонам. Опціон реалізується у результаті продажу цінного папера визначеного строку дії (13 тижнів, 3 місяці) у заздалегідь встановлену дату реалізації опціону. Опціонний курс реалізації — це ціна, за якою покупці можуть реалізувати свої опціони. Зазвичай котируються кілька опціонних курсів реалізації з різними розмірами премії,

вони складають вилку поточного курсу опціону. За короткостроковими цінними паперами поточний курс розраховується в індексі:

$$\text{Індекс поточного курсу} = \text{Індекс } 100 - \text{Поточна відсоткова ставка. (13.18)}$$

Наприклад, при поточній відсотковій ставці 12,50 % індекс курсу становить:

$$100 - 12,50 = 87,50.$$

У цьому разі, ймовірно, котирування курсів реалізації дорівнюватимуть 87 і 88, тобто з інтервалом у сто пунктів. За довгостроковими цінними паперами котирування поточного курсу здійснюється в пунктах бази індексу і виражається у відсотках від номіналу. Наприклад, для облігації номінальною вартістю 100000 дол. котируванню 95 відповідає 95000 дол., а котируванню 89 — відповідно 89000 дол. Для поточного курсу 89 будуть зареєстровані курси реалізації 88 і 90. Котирування опціонів за відсотковими ставками здійснюються так само, як і котирування базових фінансових інструментів.

У західній практиці широко використовуються опціонні контракти за відсотковими ставками за бонами Казначейства США, опціонні контракти за відсотковими ставками в євродоларах, опціони для контрактів за облігаціями та ін. З методологією використання різних фінансових інструментів для хеджування і страхування ризиків можна ознайомитися у спеціальній літературі.

***Хеджування ризиків невиконання зобов'язань: співставлення активів і зобов'язань.*** Страхова компанія, пенсійний фонд або інший фінансовий посередник, який надає відповідні фінансові послуги, повинні переконати своїх клієнтів у тому, що компанія гарантує виконання взятих на себе фінансових зобов'язань, тобто вона спроможна сплатити суми, які обумовлені контрактами. Способи такого переконання можуть бути різні, наприклад, страхова компанія або пенсійний фонд хеджує зобов'язання перед клієнтами, інвестуючи зібрані фінансові кошти у фінансові активи, які підходять за своїми характеристиками. Багато фінансових посередників використовують хедженгові стратегії, які базуються на співставленні активів із зобов'язаннями. У кожному конкретному випадку метою даної стратегії є зменшення ризиків невиконання своїх зобов'язань. Наприклад, ощадний банк має зобов'язання перед клієнтами, які мають в банку короткострокові вклади з плинною відсотковою ставкою. Підходящим інструментом хеджування у даному випадку буде придбання банком облігацій з плинною відсотковою ставкою або купів-

ля короткострокових облігацій з наступним постійним перевкладенням у них же коштів, які отримані при погашенні кожного чергового траншу (випуску) облігацій. Банк може також розмістити капітал у довгострокові облігації з фіксованою ставкою і домовитися щодо свопу, щоб обміняти платежі за фіксованою відсотковою ставкою на платежі з плинною відсотковою ставкою.

### Страховання ризиків

**Страховання чи хеджування?** Між страхуванням і хеджуванням існує фундаментальна різниця. У випадку страхування особа, яка страхує ризики, не відмовляється від отримання прибутку і перекладає ризики на страхову компанію, яка за це отримує винагороду у вигляді премії. При хеджуванні ризику учасник ринку фінансових послуг відмовляється від отримання прибутку і несе ризики втрат сам. Основні характеристики страхових контрактів є **виключення** (*exclusions*), **франшиза** (*deductibles*) і **спільний платіж** (*copayments*). **Виключення і межі.** Виключення — це втрати, які на перший погляд задовольняють умови страхового контракту, але їх відшкодування спеціально виключається. Наприклад, страховий поліс передбачає виплату грошової допомоги у випадку смерті власника поліса, але виплата виключається, якщо він сам себе лишив життя. Відомі й інші випадки виключення. **Межі** встановлюються на розмір компенсації, яка передбачена страховим договором. **Франшиза** — це сума грошей, яку застрахована особа повинна виплатити із власних коштів перед тим, як отримати від страхової компанії відповідну компенсацію. Наприклад, якщо в результаті аварії постраждає автомобіль, то застрахована особа сплатить якусь суму на ремонт авто зі свого карману, а страхова компанія в подальшому сплатить суму, яка залишилася, за вирахуванням сплаченої вже суми. Франшиза вимушує клієнтів уважніше (обачливо) відноситися до своїх втрат. **Спільний платіж** означає, що застрахована особа повинна покрити частину збитків. Наприклад, у страховому договорі може бути передбачено, що спільний платіж становить 30 %, а 70 % виплачує страхова компанія.

### Фінансові гарантії

**Фінансові гарантії** (*financial guarantees*) спрямовані на страхування кредитних ризиків, тобто ризиків того, що сторона, з якою уклали договір (контракт), стане неплатоспроможною і не виконає своїх зобов'язань.

В якості фінансових гарантій може виступати *кредитне поручителство (loan guarantees)*. Кредитне поручителство — це контракт, який зобов'язує гаранта виплатити грошову суму адресату, якщо боржник не може цього зробити. Банки, страхові компанії і навіть уряд пропонують гарантії за широким переліком фінансових інструментів, починаючи від кредитних карток і закінчуючи валютними і відсотковими свопами.

### **Принцип диверсифікації**

Під *диверсифікацією* будемо розуміти такий підбір різних фінансових активів для формування інвестиційного портфеля, який забезпечить інвестору максимальний прибуток за відповідним рівнем ризику, або за мінімальним ризиком — оптимальний прибуток. Зміст диверсифікації відображується у відомому прислів'ї — “Не тримайте всі яйця в одному кошику”. А якщо з точки зору управління ризиками, то *принцип диверсифікації (diversification principle)* полягає у розподілі ризиків між активами портфеля, який дає ефект зменшення ризику втрат від всього портфеля, не зменшуючи дохідність портфеля (див. розд. “Послуги інвестиційного ринку”).

Як вже було зауважено, існує *систематичний (недиверсифікований) ризик*, який притаманний для всіх активів і на який інвестор не може впливати, і *несистематичний (або диверсифікований) ризик*, який притаманний для відповідного активу (акції, облігації, заставних дорогоцінних металів, валюти та ін.). Диверсифікований ризик можна зменшити за рахунок підбору відповідних активів, наприклад з протилежною кореляцією зміни дохідності. Якщо за одним активом портфеля відбувається зменшення дохідності, то таке зменшення компенсується зростанням дохідності іншого активу портфеля. Зменшити інвестиційні ризики можна ще більше, застрахувавши диверсифікований портфель від ризику збитків, що завжди дешевше, ніж страхування кожного ризику окремо. Принцип диверсифікації використовується не тільки при управлінні фінансовими інвестиціями, а й при здійсненні бізнесу. Наприклад, компанією бізнес ведеться одночасно в різних галузях або в різних країнах.

### **Питання для самоконтролю**

1. Дати визначення термінів “ризик”, “ризик фінансової послуги”. Які ризики супроводжують фінансові послуги і з чим вони пов'язані?

2. Що таке невизначеність? Як вона впливає на ефективність учасника ринку фінансових послуг?
3. Що таке фінансовий ризик і які чинники його виникнення?
4. Що таке діловий ризик і які чинники його виникнення?
5. Як впливає інфляційний ризик на ефективність фінансової послуги?
6. Які ризики супроводжують банківську діяльність і їх клієнтів?
7. Які ризики супроводжують ринок страхових послуг і його учасників?
8. Які ризики супроводжують ринок інвестиційних послуг і його учасників?
9. Які ризики супроводжують ринок лізингових послуг і його учасників?
10. Які ризики супроводжують ринок послуг з пенсійного забезпечення і його учасників?
11. Як впливає політика уряду на ефективність ринків фінансових послуг?
12. Що таке управління ризиком і в чому полягає його основний принцип? Які основні етапи пропонуються для управління ризиком?
13. Що таке кредитний ризик? Як класифіковані ступені кредитного ризику?
14. Які внутрішні чинники кредитного ризику ви знаєте? Як вони впливають на ефективність послуги?
15. Які критерії ризикованості встановив Національний банк України для визначення ризикованої діяльності банків в Україні?
16. Які зовнішні чинники кредитного ризику ви знаєте?
17. На яких рівнях здійснюється управління кредитним ризиком?
18. У чому полягає управління кредитними ризиками? З яких етапів складається управління кредитним ризиком?
19. Як і для чого здійснюється оцінка кредитоспроможності позичальника кредитних ресурсів?
20. Як здійснюється аналіз ризикованості банку з точки зору його клієнта (вкладника, інвестора)?
21. На яких принципах базується виявлення й управління кредитними ризиками?
22. Що таке валютний ризик і коли він з'являється? Які категорії валютного ризику розрізняють?

23. Як здійснюється управління валютними ризиками? Що таке внутрішні і зовнішні способи управління?
24. Які внутрішні способи використовуються для управління валютними ризиками?
25. Що таке валютна позиція і як вона визначається? Які види валютних позицій необхідно знати при управлінні валютними ризиками? Як здійснюється управління валютною позицією?
26. Які зовнішні способи управління валютними ризиками? Які інструменти зовнішнього управління валютними ризиками ви знаєте?
27. Що таке ризик відсоткової ставки і як ним управляти? Які інструменти зовнішнього покриття ризику відсоткової ставки ви знаєте?
28. Що таке своп і як він використовується для управління ризиком?
29. Що таке форвард і як він використовується для управління ризиком?
30. Що таке ф'ючерс і як він використовується для управління ризиком?
31. Що таке опціон і як він використовується для управління ризиком?
32. Для чого і як використовується фінансова гарантія?
33. У чому полягає принцип диверсифікації ризику і коли він використовується?

## **Контрольні завдання**

### *Завдання 1*

Припустимо, що сьогодні вартість палива становить 5,00 гр. од. за один галон, але за шість місяців його ціна зміниться і дорівнюватиме або 4,50, або 5,5 гр. од. за галон. Які види ризиків виникнуть у постачальника палива, в якого є його великий запас? Які види ризиків виникнуть у великого споживача палива, який має дуже малий його запас?

Як ці дві сторони можуть використовувати ринок ф'ючерсних паливних контрактів для зменшення ризику й отримання гарантованої ціни 5,00 гр. од. за один галон? Потрібно врахувати, що кожний контракт повинен укладатися на 50 тис. галонів і що кожній із сторін треба хеджувати 10 тис. галонів.

Чи можете ви стверджувати, що обидві сторони будуть у вигаді? Чому?

### Завдання 2

Ви розраховуєте отримати через рік 10 тис. гр. од. і хотіли б застрахувати цю суму від інфляції, якщо її темпи перевищуватимуть 6 % річних. Продумайте умови опціону “колл” на індекс споживчих цін, який забезпечив би відповідне хеджування ризику.

### Завдання 3

Американський експортер уклав угоду на продаж з британським клієнтом на суму в 100 тис. фунтів стерлінгів у червні року  $N$  і, надавши відстрочку платежу на три місяці своєму клієнту, очікує отримати платіж у вересні року  $N$ . Для зменшення ризику експортер забезпечує покриття валютних ризиків на ринку ф'ючерсних контрактів. Стандартна сума ф'ючерсних контрактів становить 25 тис. фунтів стерлінгів.

Поточні курси: поточний курс  $GBP/USD$ : 1,290  $USD$ ; трьохмісячний курс  $GBP/USD$ : 1,390  $USD$ ; прогнозований ф'ючерсний курс вересня  $GBP/USD$ : 1,400  $USD$ ; фактичний ф'ючерсний курс вересня  $GBP/USD$ : 1,300  $USD$ .

Визначити ефективність цієї операції і результати подати у вигляді таблиці.

### Завдання 4

Американський імпортер уклав контракт на купівлю німецьких калькуляторів. Оплата за контрактом повинна здійснюватися в день поставки калькуляторів, тобто через три місяці, або в червні року  $N$ . Загальна сума контракту становить 1 млн євро. Побоюючись підвищення курсу євро відносно долара, імпортер вирішує хеджувати валютні ризики на ринку ф'ючерсних контрактів.

Поточні курси на ринку ф'ючерсів такі: поточний курс  $EUR/USD$  — 1,200; курс червневий “спот” — 1,2050; курс червневого ф'ючерсу — 1,2080; курс вересневого ф'ючерсу — 1,220. Вартість одного ф'ючерсного контракту становить 125 тис. євро.

Визначити ефективність цієї операції і результати подати у вигляді таблиці.



### *Завдання 5*

У банку “АВ” більшість зобов’язань представлені вкладками клієнтів із плінними відсотковими ставками, які прив’язані до 3-х місячних казначейських векселів. З іншого боку, більшість банківських активів — це звичайні й іпотечні кредити з фіксованою відсотковою ставкою. Даний банк не бажає припиняти видачу позик і заставних з фіксованим відсотком, але його керівництво турбує зростання відсоткових ставок за депозитами, із-за чого банк втрачає прибуток. Як керівництво банку може хеджувати відсотковий ризик, не припиняючи видачі позик? Для вирішення завдання використовуйте такі дані: обсяг хеджування становить 100 млн грн. од., середня фіксована відсоткова ставка за валютними кредитами — 9 %, відсоткова ставка за залученими коштами дорівнює ставці дохідності казначейських векселів плюс 75 базисних пунктів.

### *Завдання 6*

Припустимо, що є компанія, яка займається нафтовим бізнесом. Декілька інвестиційних банків постійно пропонують даній компанії різні способи хеджування ризику падіння цін на нафту. Кожний місяць компанія отримує до десятка таких пропозицій. Якщо всі пропозиції з хеджування однакові, яке з них повинна вибрати компанія?

## **Література**

1. Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 р. (зі змін та доп.).
2. *Бенуа Мандельброт, Ричард Л. Хадсон.* (Не) послушные рынки. Фрактальная революция в финансах: пер. с англ. — М.: ИД “Вильямс”, 2006. — С. 44.
3. *Банківські операції / А. М. Мороз, М. І. Савлук та ін.* — К.: КНЕУ, 2002. — 476 с.
4. *Буренин А. Н.* Фьючерсные, форвардные и опционные рынки. — М.: Тривола, 1995. — 240 с.
5. *Галиц Л.* Финансовая инженерия: Инструменты и способы управления финансовым риском: пер. с англ. / под ред. А. М. Зубкова. — М.: ТВП, 1998. — 576 с.
6. *Де Ковни Ш., Такки К.* Стратегия хеджирования: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 280 с.

7. *Жозет Перар*. Управление международными денежными потоками: пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 1998. — 208 с.
8. *Зви Боди, Роберт К. Мертон*. Финансы: пер. с англ. — М.: Вильямс, 2003. — 584 с.
9. *Мировые финансы*: пер. с англ. / Максимо Энг и др. — М.: ИКК “ДеКА”, 1998. — 734 с.
10. *Примостка Л. О.* Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти. — К.: КНЕУ, 2001. — 264 с.
11. *Роуз Питер*. Банковский менеджмент. Предоставление финансовых услуг: пер. с англ. — М.: Дело Лтд., 1995. — 743 с.
12. *Рэдхэд К., Хьюс С.* Управление финансовыми рисками. — М.: ИНФРА-М, 1995. — 288 с.
13. *Фабоцци Фрэнк Дж.* Управление инвестициями: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — XXVIII. — 932 с. — (Серия “Университетский учебник”).
14. *Халл Джон К.* Опционы, фьючерсы и другие производные инструменты. — 6-е изд.; пер. с англ. — М.: Вильямс, 2010. — 1056 с.
15. *Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти*. Финансы корпораций: теория, методы и практика: пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 685 с.
16. *Ющенко В. А., Міщенко В. І.* Управління валютними ризиками: навч. посіб. — К.: Знання, 1998. — 144 с.

### ФІНАНСОВІ КРАХИ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ, ЇХ ПРОГНОЗУВАННЯ І ВПЛИВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

У зв'язку з фінансовою кризою 2007–2010 рр., яка вважається на сьогодні однією із масштабних після Другої світової війни і яка поступово охопила весь світ, та не обійшла й Україну, а також із сучасним кризовим станом економічної і фінансової системи України як ніколи актуальними стають питання — “коли”, “де”, “за якими умовами (тому що)”, “чому”, “хто”, “що”, “яким чином”.

*Тобто: коли виникають фінансові кризи? Де виникають фінансові кризи? За якими умовами виникають фінансові кризи? Чому виникають фінансові кризи? Хто (що) провокує виникнення фінансової кризи? Що чекати від фінансової кризи? Яким чином переборювати фінансову кризу і як її запобігати?*

Відповіді на ці питання можуть допомогти у майбутньому підвищити ефективність завчасного прогнозування настання таких подій, та зменшувати їх негативні наслідки при управлінні підприємствами, корпораціями та фінансовими установами. Тобто Україна повинна засвоїти дані уроки, які пов'язані зі світовими фінансовими кризами, і ті методи, що використовуються для їх переборювання і зменшення негативного впливу. Ця проблема хвилює не тільки науковців та економістів-практиків, а й пересічних людей.

#### 14.1. Основні передумови виникнення фінансових криз

*Коли?* У фінансовому світі ризики, винагороди та катастрофи з'являються з нерегулярною періодичністю у кожному поколінні і на сьогодні ця тенденція прискорюється. Такі події спостерігаються вже не один раз при житті одного покоління (системні світові кризи 1998 та 2007 р., та інші кризи за даний термін). Сучасна фінансово-економічна криза 2013–2016 рр. в Україні [6, с. 22–38].

“Жадність, чванство та системні флуктуації подарували світовій спільноті “тюльпаноманію”, бульку Північних морів, земельний бум

1920-х та 1980-х років, великий крах американського ринку в 1929 році (що призвело до системної кризи в європейських країнах) та крахи фондового і валютних ринків, іпотечних ринків 1987, 1997 та 2007–2008 рр. Це тільки деякі із небагатьох сотень наявних прикладів” [14]. Для дослідження розглянемо ті події, які відбувалися в минулому столітті, починаючи з Великого краху США 1929 р. і які можуть пояснити багато процесів і наслідків великих криз та дефолтів 1997–2016 рр. Так, бурхливий час 20-х років ХХ ст., термін зростання й процвітання на Уолл-Стріт й Мейн-Стріт закінчився Великим крахом жовтня 1929 р. [8]. Велика Депресія, яка за цим слідувала, залишила без роботи 13 млн американців. Дві тисячі інвестиційних фірм збанкрутували, а Американська банківська індустрія потерпіла самих великих на той час структурних змін у своїй історії, так як почалася нова ера урядового регулювання, так звана “*Нова політика угод Рузвельта*” [5, с. 27]. Те саме спостерігалось і в світовій кризі 2007–2008 рр. Крах Жовтня 1929 р. — яскрава ілюстрація деяких особливостей, які часто пов’язані із руйнуванням економіки та фінансових ринків. По-перше, крахи фінансових ринків часто бувають непередбачені для більшості людей, особливо для економістів. “Через кілька місяців, я очікую, що ринок акцій буде набагато вищим, ніж сьогодні”. Дані слова були сказані Ірвінгом Фішером, видатним економістом Америки й професором економіки в Університеті Йеля, всього за 14 днів до того, як Уолл-Стріт потерпів крах у “чорний вівторок” — 29 жовтня 1929 р. “Серйозна депресія за типу 1921–1921 рр. — малоімовірна. Ми не спостерігаємо тривалу ліквідацію”. Це був аналіз, запропонований своїм передплатникам через день після краху Гарвардським Економічним Суспільством. Так, після безперервних та помилкових оптимістичних прогнозів, дане суспільство припинило своє існування у 1932 р. Таким чином, два найбільш авторитетних і відомих економічних інститути прогнозів в Америці не зуміли передбачити своєчасно крах і депресію, які наближалися, та продовжували давати свої оптимістичні прогнози навіть тоді, коли Велика Депресія охопила Америку.

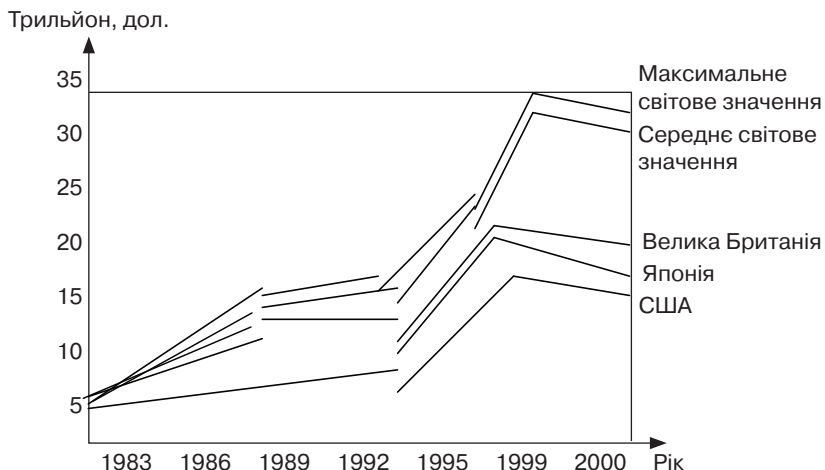
Як вважає Сорнетте Дідьє: “Причина проста: передбачення розворотів тренду є набагато трудніша задача для провісників і такі передбачення дуже ненадійні, особливо в межах лінійної структури стандартних (авторегресійних) економічних моделей” [5, с. 27–28]. Але не все так просто. Додамо ще до цього, “...в довгостроковому терміні і які побудовані на теорії ймовірності та математичній статисти-

ці, а також на фундаментальному (фінансовому) та технічному аналізі” (*Авт.*). Дані міркування підтверджує й знаменитий математик і автор “*теорії фрактальної математики та фінансів*” — Бенуа Мандельброт в книжці “(Не)слухняні ринки. Фрактальна революція в фінансах” [13].

**За якими умовами?** Друга загальна особливість, яка ілюструється випадками Жовтня 1929 р., 1998, 2006–2014 рр. — полягає в тому, що фінансовий колапс ніколи не відбудеться, коли все виглядає дуже погано. Навпроти, перед крахами макроекономічні потоки виглядають дуже добрими. Перед кожним крахом економісти кажуть, що економіка знаходиться у найкращому із всіх можливих станів. Все виглядає “рожевим”, ринки акцій підвищуються (те саме відбувалося і в Україні 2007 р. і 2012 р.), вважається, що макроекономічні потоки (продукція, зайнятість та ін.) поліпшуються все більше й більше. Це пояснює, чому крах застає більшість людей, особливо економістів, знеацька. Добрі новини завжди лінійно екстраполюються в майбутнє. Але стоїть питання, чи не сприймається більшістю людей за часом загальної ейфорії, як безглуздя, розмови про крах або депресію?

## **14.2. Основні чинники виникнення фінансових криз на фінансових ринках та їх наслідки**

**Як?** Дослідження чинників та наслідків краху, проведені багатьма вченими, показали наступне. Протягом стадії надування бульки типу той, що передували краху Жовтня 1929 р., а також 1987 р., 1998 р. та 2007 р. в США, існував зростаючий інтерес у публіки до товарів, які розглядалися (акції, нерухомість, діаманти або монети). Цей інтерес можна оцінити за допомогою різних індикаторів. Такі самі події відбувалися і в 1987, 1997–1998 рр., а також у 2006–2010 рр. Фондовий ринок перетворився у велике казино, на якому здійснювалися спекулятивні операції від невеликих до масштабних. Це підвищувало зацікавленість в даних операціях як юридичних, так і фізичних осіб, а також компаній-емітентів. Капіталізація фондового ринку стрімко зростає (див. рис. 14.1) і це пов’язано не тільки із суб’єктивними чинниками, а й з об’єктивними, так як у зв’язку із стрімким зростанням економік виникає потреба у все більших і більших обсягах фінансових ресурсів через міжнародні фінансові ринки,



**Рис. 14.1. Сукупна капіталізація світового ринку (1983–2000 рр.)**  
(Зверху донизу: країни, які розвиваються; інші розвинені країни)

так як можливості банківських систем все більше і більше стають обмеженими.

Ефективність мобілізації фінансових ресурсів міжнародними банками, як зазначав член Ради управляючих Федеральної системи США Скотт Парді ще наприкінці 90-х років XX ст., визначається наступними трьома факторами [9, с. 3–7].

1. Фінансові ринки швидко розростаються в інститути міжнародного масштабу, і багато з них (наприклад, ринки депозитів в євровалютах, ринки іноземних валют і державних цінних паперів) стають такими ринками, які зв'язують Європу, Північну Америку і Дальній Схід в єдину фінансову мережу, яка функціонує безперервно у 24-годинному режимі. Не набагато відстають і ринки акцій, а також ф'ючерсні ринки з розгалуженням по всьому світу операціями в бажанні задовольнити як можна більшу кількість компаній і розширити фінансовий інструментарій.

2. Старі методи кредитування трансформуються у нові фінансові інструменти і способи мобілізації капіталу. З найбільш значних тенденцій можна назвати позики під цінні папери й великі взаємні фонди. За останні роки міжнародні банки все більше стикаються з труднощами в залученні дешевих депозитів, так що їм приходится про-

суватися все далі у пошуках фондів, заохочуючи таким чином різноманітні фінансові інновації, втягуючи міжнародні банки в конкурентну боротьбу за грошові ресурси з тисячами інших фінансових інститутів. Більшість потенційних позичальників також відкрили для себе інноваційні способи поповнення власних фондів (наприклад продаж короткотермінових векселів інвесторам), не прибігаючи до послуг банківських установ.

3. У багатьох країнах зняті перешкоди між дилерами з операцій з цінними паперами і міжнародними банками, чому немалою мірою сприяв лондонський “*Великий шок*” і послаблення банківського регулювання в інших провідних країнах. Така ерозія ролей, що традиційно склалися, не дає змоги суспільству бачити реальні відмінності між фінансовими організаціями. У той час, як банки були першими, хто інтерналізував свої операції, в останні два десятиріччя за ними послідували дилери з операцій з цінними паперами, перехоплюючи багатьох клієнтів, які раніше майже виключно мали справу з міжнародними банками.

Тобто ми бачимо попередження, яке стосується послаблення контролю за фінансовими ринками з боку державних органів регулювання ще наприкінці 80-х років ХХ ст. А там, де неконтрольована конкуренція (боротьба за фінансові ресурси), там значні порушення та зловживання не тільки з боку фінансових посередників, а й з боку суспільства.

Відоме емпіричне правило, відповідно з яким обсяги продажів, наприклад на ринку акцій, зростають, протягом бичачого ринку і це знаходить природну інтерпретацію: збільшення продаж у дійсності показує і визначає прогрес проникнення бульки повсюди всередині суспільства. Ці особливості були досліджені не так давно в нових роботах на предмет виявлення та виникненні “*бульок*” химер і феномену “*стадної*” поведінки, зокрема, при вивченні доходу за однією акцією. Один із висновків, який часто звучав для пояснення буму 1928 та 1929 рр., 1987 та 1998 рр. проголошував, що процес виникнення “*бульок*” на фінансовому ринку був зумовлений припливом на ринок багатьох непоінформованих інвесторів, які шукали вдачу та вкладали капітал у “любимі” акції.

Результатом даної поведінки є тенденція цін таких улюблених акцій рухатися все вище та вище, ніж буде передбачатися їх фундаментальною економічною вартістю. Цей рух дійсно значно збільшився протягом буму та являв собою основну характеристику ринку почат-

ку 1930-х років. Така сама картина спостерігалася і в 1987, і в 1998 рр. Тобто дані результати дійсно відповідають уявленням відповідно до теорії Еліота про те, що психологія відіграє велику роль у зростанні ринку, його падінні й наступній волатильності, що відбувалося в “чорний четвер” на фондовому ринку США у 1987 р. і зараз відбувається майже на всіх фінансових ринках світу. Політичний настрій в США перед крахом Жовтня 1929 р. теж був оптимістичним. У листопаді 1928 р. Герберт Гувер був обраний президентом США та його вибір співпав із самим найбільшим зростанням покупок акцій. Проте менше, ніж через рік після виборів Уолл-Стріт потерпів крах.

**Хто (що) провокує фінансову кризу?** На сьогодні, безперечно, науковцями й практиками вважається, що після воєнного піднесення 1914–1921 рр. економіка США була перегріта у зв’язку із перевиробництвом. Відчуваючи промисловий спад, біржові спекулянти почали скидати на фінансовому ринку акції, у зв’язку з чим проявився у всій своїй красі ефект натовпу, що призвело до знецінення активів банків, промислових корпорацій, пенсійних фондів та інших структур, що й потягло до краху американську економіку. Така ситуація спостерігалася у “чорний четвер” 1987 р., та на Тихоокеанських фондових ринках у 1998 р. Але, на диво, американська економіка жива і показує своє постійне зростання після кризи 2008 р.

А тепер для розуміння того, що відбувається у фінансовій сфері України, звернемося до уроків Азіатської фінансової кризи (1997–1998 рр.), так як є таке враження, що українська криза мовби списана з неї. Ось що пишуть Максим В. Енг, Френсіс А. Лис, Лоуренс Дж. Майер [10], Кетті Лін [11] та інші зарубіжні автори про події Азіатської фінансової кризи.

“Відносно молоді економіки азіатських “тигрів” 2 липня 1997 р. рухнули, як картковий будинок, в чому проявилася взаємозалежність світових ринків капіталу і їх вплив на валютні ринки. Причиною краху стали суттєві чинники: *непрозора система кредитування, роздутий торговельний дефіцит, надмірне запозичення на зовнішніх ринках і нерозвиненість ринків капіталу*. Все це призвело до катастрофічної ситуації: основні азіатські ринки стали неспроможні функціонувати, а валюти з високим курсом в минулому значно знецінилися. На фондових ринках негативні наслідки кризи теж були очевидні”. До початку 1997 р. інвестиційна привабливість країн



Азії поступово зростала, особливо це стосувалося інвестицій у нерухомість і акції місцевих компаній. У результаті на фоні економічного зростання і підвищення продуктивності в Малайзії, Філіппінах, Індонезії і Південній Кореї в регіон прийшли іноземні інвестори-спекулянти, що призвело до надування мильної бульки на фондовому ринку. Додатковим стимулом для економік азійських країн стала прив'язка курсу національних валют до більш міцного долара США. Завдяки цьому Таїланд забезпечив фінансову стабільність на власному ринку і стабільність курсу національної валюти відносно американського долара, що сприяло розвитку експорту. Такі події розвивалися і в інших перелічених азійських країнах. У результаті позитивні економічні показники і збільшення числа спекулятивних позицій в очікуванні подальшого зростання привело до підвищення курсів азійських валют. На початку 1997 р. настрої інвесторів змінилися, так як урядам азійських країн ставало все складнішим управляти зростаючим торговельним дефіцитом, а існуючі на той момент в країнах Азії принципи непрозорого кредитування негативно впливало на економіку. Як з'ясувалося, в країнах Азії вирішальним чинником при наданні кредитів були особисті відношення між позичальником і високопосадовими особами. Це знайшло відображення на багатьох південнокорейських компаніях з високою часткою позикового капіталу, а загальна сума недіючих кредитів склала 7,5 % ВВП країни. Після масових продажів валют і невдалої інтервенції економіки азійських країн були зруйновані і були неспроможні нормально функціонувати. Бат — національна валюта Таїланду з високим курсом у минулому — знецінилась на 48 %, а наприкінці 1997 р., коли закінчилися золотовалютні резерви, знецінення досягло 100 %. Але найсильніше у результаті кризи постраждала індонезійська рупія, курс якої до обвалу був відносно стабільним. Національна валюта Індонезії знецінилась на 228 %. Японська ієна була знецінена на 23 % завдяки масштабним інтервенціям на валютному ринку Банку Японії. Японія у той час мала одні з найбільших золотовалютних резервів у світі і вона втратила десь приблизно одну другу їх.

Тобто фінансова криза 1997–1998 рр. наочно показала взаємозалежність економік і їх вплив на світові валютні ринки. Окрім того, вона показала неспроможність центральних банків ефективно регулювати валютні курси, коли в дію вступають потужні ринкові сили і курси валют не підкріплені основними економічними показниками. До цього можна додати ще один чинник — зловживання

патологічна жадність. Тільки на початку 2000 р. Японія почала виходити із рецесії і туди знову почали повертатися іноземні інвестори. Але ситуація залишалася нестабільною, що змусило японський уряд провести реструктуризацію фінансової системи шляхом злиття банків.

### **14.3. Вплив кризи в банківській системі США на світовий фінансовий ринок**

Розглянемо чинники, які спровокували світову кризу 2006–2008 рр. Вважається, що детонатором кризи стала іпотечна криза США. Як вже зазначалося, наприкінці 90-х років ХХ ст. спостерігалася глобалізація та інтеграція фінансових систем і світова фінансова система функціонувала стабільно доти, поки не відбулися порушення стабільності в її основній ланці. Як і в 1928 р. в останні десятиріччя (1990–2005 рр.) в США отримала свій розвиток економіка споживання. ВВП США постійно зростає, незважаючи на війни, які країна вела в азіатському регіоні. Фінансові ресурси для американського населення були досяжні і дешеві, що провокувало людей брати кредити у великих обсягах на придбання нерухомості за рахунок іпотечного кредитування. Бачимо, що щось було й схоже на передумову кризи 1929 р., тобто внутрішній борг стрімко зростає і тільки іпотечних облігацій в США було емітовано на вартість більше ніж 30 трлн дол. Стрімко зростає зовнішній борг і дефіцит бюджету досяг критичних позначок. Водночас зростало від'ємне сальдо платіжного балансу. Однією з причин іпотечної кризи називають американську тіньову банківську економіку, що була закрита від сторонніх очей протягом десятків років і не мала правил регулювання з боку Центробанку. Вона пов'язана із складними фінансовими деривативами, що продавали банки разом із заставними на нерухомість і були покликані страхувати ризики. Завдяки кредитному важелю, що надавали банки, в інвесторів з'являлась нагода для спекуляцій. Наприклад, якщо в інвестора був лише 1 млн дол., то банк міг надати йому кредит на угоду з іпотечними заставними на суму 100 млн дол. Страхувий важіль розраховувався банками за коефіцієнтом 1 : 100. Зауважимо, що дана модель була запропонована лауреатом Нобелівської премії з математики Байроном Шоулзом [2, с. 637–59]. Але й найбільше від іпотечної кризи в США постраждали самі ж амери-

канські банки та фінансові установи. Оскільки саме вони видавали іпотечні кредити та емітували похідні фінансові інструменти (іпотечні облигації). На початку 2010 р. найбільші в світі американські інвестиційні банки припинили своє існування і ще декілька знаходилося на грані банкрутства. Першою жертвою кризи у 2008 р. став банк *Bear Stearns*, акції якого викупив *JP Morgan* за ціною 2 дол. за акцію. Це було значно нижче за ринкову вартість цінних паперів, яка в нормальні часи становила 30 дол. Причиною продажу банку стали проблеми з ліквідністю, що почалися після того, як трейдери та партнери по бізнесу стали масово виводити кошти з банку. Ця ситуація змусила ФРС США вперше з часів великої депресії надати кредит комерційному банку *JP Morgan* для купівлі проблемних активів. Як кажуть аналітики, продаж банку можна було б уникнути, якби керівництво *Bear Stearns* зберігало спокій і не подалося паніки. Про штучне зменшення ціни свідчить різке збільшення угод щодо продажу акцій, яке трапилося в середині березня 2008 р. [15; 16].

Окрім того аналітики передбачали проблеми і в таких банках, як *Barclays*, *Royal Bank of Scotland* та *Societe Generale*, що обліковували *CDO* (іпотечні цінні папери) за ціною вище 70 % від номіналу, тоді як інші фінансові установи обліковували їх до 55 % більше реальної вартості. Тобто кожний другий іпотечний кредит, під який випускався *CDO* можна було вважати проблемним, таким, що не повертався. За даними міжнародної дослідницької компанії *Global Insight* американські фінансові установи в передкризовий період видали кредитів за категорією *sub-prime* на суму 1,2 трлн дол. Зі всієї п'ятірки провідних інвестиційних банків США лише *Goldman Sachs* закінчив 2007 р. (у тому числі і останній його квартал) із зростанням прибутку. Головний економіст *Goldman Sachs* Джим О'Ніл стверджував, що світова економіка не відправившись від шоку з іпотечною кризою в США, може пережити ще одне потрясіння. Воно буде пов'язано із сповільненням зростання ВВП Китаю до позначки 6,8 % замість 8,0 %. Він прогнозував, що у 2008 р. ВВП США зросте всього на 1–2 %, що суттєво нижче за її потенційними можливостями. Ця думка була б справедлива до кінця червня 2008 р., коли американці ще не зовсім уявляли масштабу кризи. Але більшість аналітиків вважала, що США закінчить рік із нульовим зростанням ВВП. І на думку експертів все залежало від того, як вийде з кризи економіка і банківська система США. І це підтверджувало продовження кризи, але вже на іншому рівні, коли вона вже зачепила і провідні іпотечні агентства

США *Fannie Mae* і *Freddie Mac*, акції яких обвалилися 15–17 липня 2008 р. На початку липня 2008 р. американці нарешті зрозуміли, що у них криза. І тут почав працювати Закон Еліота щодо ефекту натовпу, тобто в країні почалася справжня паніка. На фондовому ринку — обвал у зв'язку з тим, що інвестори стали скидати акції, а по більшості облігацій були об'явлені дефолти, долар бив антирекорди, а вкладники спішно витягувати свої гроші з банків. Дзвінок для американців прозвонив на другому тижні липня 2008 р., коли стало відомо про поганий фінансовий стан ще одного іпотечного банку *Indy Mac Bank*, який опинився на межі банкрутства. 10 днів вкладники цього банку рятували свої гроші, який за цей час втратив більше 1 млрд дол. Власті заморозили активи цього банку, щоб зупинити їх виведення. 14 липня даний банк-банкрут вже відкрився знову, але за статусом державного. Але більшість вкладників свої гроші вже не отримали, а ті, що отримали, то за меншою знеціненою вартістю. Повертаючись до стану *Fannie Mae* і *Freddie Mac*, можна стверджувати, що із будинку із гральних карт, витягли саму нижчу, яка є фундаментом. Аналітики прогнозували, що дані агентства зайняли чергу до банкрутства. І мова вже не йшла про якийсь частковий випадок розорення, а про загибель національної символіки. Це змусило уряд США зробити безпрецедентні кроки і націоналізувати дані іпотечні установи. Але *Fannie Mae* і *Freddie Mac* не були останніми в ланцюгу проблем на фінансовому ринку, як попереджав відомий фінансист Джордж Сорос. Він вважав, що слід очікувати нового витку кризи, так як поточний фінансовий крах став самим серйозним за останні десятиріччя. І це підтверджувало падінням акцій на фондовому ринку ще двох провідних гравців іпотеки — *National City* та *Washington Mutual*. Все це зачепило не тільки іпотечний кредитний ринок, а й обвалило долар. Американська влада спішно рятувала ситуацію, так як загибель *Fannie Mae* і *Freddie Mac*, які контролювали більше ніж 40 % ринку іпотеки в США, погрожувала жахливими наслідками для всієї економіки США. Іпотечні агенції *Fannie Mae* та *Freddie Mac* були найкрупнішими в США тримачами іпотечних кредитів. За словами президента *Fannie Mae* Деніела Мадда “іпотечна булька” луснула і ринок житла в США швидко і жорстко повернувся на землю. Дана криза продовжувалася протягом 2008 р. та в наступних 2009–2010 рр., про що свідчить статистика відчуження житла у американських мешканців, яка становила більше ніж 100 тис. будинків щорічно.

Американська іпотечна криза зачепила всі провідні країни світу. Центробанки провідних країн для стабілізації ситуації на фінансових ринках вимушені були зменшувати облікові ставки. І навіть Банк Англії, мабуть вперше за останню історію, пішов на такий крок, зменшивши облікову ставку на 1,5 %. Японії нічого не залишалось, як спостерігати за зростаючим курсом ієни порівняно до долара США, коли Федеральна Резервна Система США зменшувала відсоткові ставки, що негативно впливало на позицію Японії за експортом. Можливо, що японський уряд і сам не проти був зменшити ставку, але простору для маневру на фінансовому ринку не залишалося, так як ставка, за якою Центральний банк Японії видавав кредити комерційним банкам, становила 0,5 %. На думку аналітиків *Morgan Stanley* [17] негативні наслідки подорожчання ієни в Японії з'явилися раніше ніж позитивні. У 2009 р. японська ієна стала найміцнішою валютою, у зв'язку з чим уряд Японії погодився надати кредит МВФ у сумі 100 млрд дол.

Наслідком американської іпотечної кризи стало проникнення капіталу країн, що розвиваються, на фінансові ринки Європи та Америки. Так, наприклад, китайська *China Investment Corp. (CIC)*, під управлінням якої знаходиться 200 млрд дол. золотовалютних запасів Китаю, активно почала скуповувати американські та європейські банківські активи, хоча і вважала себе пасивним інвестором. Компанія не претендувала на керівництво придбаних частин компаній, але це, мабуть, як каже логіка, до відповідного моменту. CIC володіє 9,9 % акцій *Morgan Stanley*, *Blackstone* (3 млрд дол.) та *Barclays* (2,98 млрд дол.).

Європейська іпотечна система розвивалася разом з Європейською Спільнотою (ЄС) і банківською системою країн співдружності і на сьогодні функціонує на основі директив ЄС, які встановлюють порядок кредитування придбання нерухомості. Так, за вимогами європейських центробанків встановлені жорсткі вимоги до оцінювання кредитоспроможності позичальників іпотечних кредитів. Крім того, відповідно до вимог Міжбанківського Базельського комітету встановлені також підвищені вимоги до резервування довгострокового кредитування і управління кредитними ризиками. Але це не врятувало країни ЄС від кризи. З європейських країн найбільше від неї постраждала Велика Британія. Як вважали в *EIU*, було чотири причини для песимістичного розвитку подій у Великій Британії. По-перше, ціни на нерухомість в країні за останні десять років зрос-

ли на 205 %. По-друге, фінансовий сектор грав значну роль в економіці країни і близько 16 % зростанні ВВП припадало саме на цю сферу. По-третє, з початку 90-х років економіка Великої Британії зростала за рахунок дешевих цін на споживчі товари і дорогих цін на фінансові послуги. Проте, 2008 р. перевернув стабільний світовий устрій. По-четверте, тобто останньою причиною було зменшення державних витрат, а отже, й грошових вливань в економіку, тобто порушувався ефект мультиплікації. При несприятливому поєднанні цих чинників Велика Британія мала шанси реалізувати найгірший прогноз *Morgan Stanley* — 0,7 % ВВП прирощення ВВП за рік [17]. Від іпотечної кризи також значно постраждали й інші країни європейської зони. Так, в Іспанії інвестиції в ринок житла впали на 15 % і на початку 2010 р. пропозиція збудованого житла значно перевищувала попит. Як наслідок — іпотечна криза, насамперед, зачепила банківські системи як США, так і європейських країн. Так збитки (списання і втрати) банків світу, а також корпорація внаслідок глобальної фінансової кризи перевищили 11 трлн дол. Тільки в банківській сфері вони перевищили 1,5 трлн дол. Втрати розповсюджуються на різні типи банківських активів. Найбільше списання вимушені були зробити банки США, Великої Британії, Швейцарії і Німеччини. Від кредитної кризи постраждали також великі банки Франції, Японії, Канади, Нідерландів, Китаю. Іпотечна і кредитна криза змусила провести списання заборгованості більше ніж 100 банків та інвестиційних компаній (табл. 14.1). Це призвело до обвалу вартості акцій цих фінансових установ, що потягло обвали всіх світових фондових ринків. Найбільші збитки мали дві американські фінансові установи — найбільша в світі і США *Citigroup* та інвестбанк *Merrill Lynch*. Це спричинило хвилю звільнень працівників фінансової сфери. Так, у *Citigroup* було звільнено взагалі за кілька місяців більше 75 тис. працівників. Третю сходинку за втратами займав найкрупніший банк Швейцарії і Європи — *UBS*, активи якого значно переважали бюджет Швейцарії і не піддавалися державному регулюванню.

Щоб поповнити втрати, більшість банків активно залучали додатковий капітал через емісію своїх акцій новим інвесторам. Як показує аналіз, це в більшості були інвестори із Китаю та інших країн Азійського регіону. Але розрив між сумою втрат банків і обсягами залученого ними капіталу на серпень становив 148 млрд дол. і постійно скорочувався.

Таблиця 14.1

**Найбільші втрати від іпотечної кризи банків країн світу, млрд дол.**

Назва банку	Списання і втрати	Залучення капіталу
Citigroup	55,1	49,1
Merrill Lynch	51,8	29,9
UBS	44,2	28,3
HSBC	27,4	3,9
Wachovia	22,5	1,1
Bank of America	21,2	20,7
IKB Deutsche	15,3	12,6
Royal Bank of Scotland	14,9	24,3
Washington Mutual	14,8	12,1
Morgan Stanley	14,4	5,6
JPMorgan Chase	14,3	7,9
Deutsche Bank	10,8	3,2
Credit Suisse	10,5	2,7
Wells Fargo	10,0	4,1
Barclays	9,1	18,6
Lehman Brothers	8,2	13,9
Credit Agricole	8,0	8,8
Fortis	7,4	7,2
HBOS	7,1	7,6
Societe Generale	6,8	9,8

Джерело: Bloomberg.

#### **14.4. Взаємозалежність стану економік країн світу та фінансових ринків**

Це дослідження показує взаємозалежність основних сегментів фінансових систем країн – банківських та фондових. Причому фондовий ринок виступає як передвісник кризових явищ у фінансовій системі. Але чинники таких подій глибше і пов'язані із станом економіки як конкретної країни, так і світової спільноти. У табл. 14.2 наведено показники стану економік (темпи зростання реального ВВП та рівні інфляції) провідних країн світу та деяких країн, які відносяться до інших груп. Спостерігається падіння ВВП у всіх провідних країнах сві-

ту: в зоні ЄС на 1,5 % порівняно з 2006 р., в інших країнах з розвинутою економікою від 0,5 % в Кіпру до 11,4 % в Латвії. Цікаво, що рівень інфляції в даних країнах або був стабільний, або зменшився.

Таблиця 14.2

**Темп приросту реального ВВП та інфляція в країнах Європи**

Країна або група країн	Темп зростання реального ВВП				Інфляція			
	Рік							
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Європа<sup>1, 2</sup></b>	<b>4</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>
Країни Європи з розвинутою економікою <sup>1</sup>	2,9	2,8	1,5	1,4	2,2	2,1	2,7	2
Країни Європи з формуючою економікою <sup>1, 2</sup>	7	6,9	5,5	5,2	7,5	7,5	9,5	6,8
Європейський союз <sup>1</sup>	3,3	3,1	1,8	1,7	2,3	2,4	3,1	2,2
Зона євро	2,8	2,6	1,4	1,2	2,2	2,1	2,8	1,9
Австрія	3,3	3,4	1,9	1,7	1,7	2,2	2,8	1,9
Бельгія	2,9	2,7	1,4	1,2	2,3	1,8	3,1	1,9
Фінляндія	4,9	4,4	2,4	2,1	1,3	1,6	2,8	1,9
Франція	2	1,9	1,4	1,2	1,9	1,6	2,5	1,7
Німеччина	2,9	2,5	1,4	1	1,8	2,3	2,5	1,6
Греція	4,2	4	3,5	3,3	3,3	3	3,5	2,7
Ірландія	5,7	5,3	1,8	3	2,7	3	3,2	2,1
Італія	1,8	1,5	0,3	0,3	2,2	2	2,5	1,9
Люксембург	6,1	5,4	3,1	3,2	2,7	2,3	2,9	2,1
Нідерланди	3	3,5	2,1	1,6	1,7	1,6	2,4	1,8
Португалія	1,3	1,9	1,3	1,4	3	2,4	2,4	2
Словенія	5,7	6,1	4,1	3,5	2,5	3,6	4	2,4
Іспанія	3,9	3,8	1,8	1,7	3,6	2,8	4	3
Інші країни ЄС з розвинутою економікою								
Данія	3,9	1,8	1,2	0,5	1,9	1,7	2,3	2
Швеція	4,1	2,6	2	1,7	1,5	1,7	2,8	2,1
Сполучене Королівство	2,9	3,1	1,6	1,6	2,3	2,3	2,5	2,1



Закінчення табл. 14.2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Нові країни ЄС <sup>1</sup>	6,6	6,2	4,6	4,3	3,3	4,2	5,8	4,2
Болгарія	6,3	6,2	5,5	4,8	7,4	7,6	9,7	6
Кіпр	4	4,4	3,4	3,5	2,2	2,2	4	2,9
Чеська Республіка	6,4	6,5	4,2	4,6	2,5	2,8	6	3,5
Угорщина	3,9	1,3	1,8	2,5	3,9	7,9	5,9	3,5
Мальта	3,4	3,8	2,2	2	2,6	0,7	3,4	2,5
Польща	6,2	6,5	4,9	4,5	1	2,5	4,1	3,8
Румунія	7,9	6	5,4	4,7	6,6	4,8	7	5,1
Словацька Республіка	8,5	10,4	6,6	5,6	4,3	1,9	3,3	3,1
Естонія	11,2	7,1	3	3,7	4,4	6,6	9,8	4,7
Латвія	11,9	10,2	3,6	0,5	6,5	10,1	15,3	9,2
Литва	7,7	8,8	6,5	5,5	3,8	5,8	8,3	6,1
Країни з розвинутою економікою, що не входять в ЄС								
Ісландія	4,4	3,8	0,4	0,1	6,8	5	5,5	2,7
Ізраїль	5,2	5,3	3	3,4	2,1	0,5	2,6	2
Норвегія	2,5	3,5	3,1	2,3	2,3	0,8	3,1	2,6
Швейцарія	3,2	3,1	1,3	0,9	1	0,9	2	1,4
Інші країни з ринком, що формується								
Албанія	5	6	6	6,1	2,4	2,9	4,2	2,9
Білорусія	10	8,2	7,1	6,8	7	8,4	11,2	8,8
Боснія і Герцеговина	6,2	5,8	5,5	5,5	7,5	1,3	4,8	2,7
Хорватія	4,8	5,8	4,3	4	3,2	2,9	5,5	3,5
Македонія, БЮР	3,7	5	4,5	5	3,2	2,2	7	2,5
Молдова	4	5	7	8	12,7	12,6	11,4	7,9
Чорногорія	6,5	7,5	7,2	5,4	2,1	3,4	4,8	4,1
Росія	7,4	8,1	6,8	6,3	9,7	9	11,4	8,4
Сербія	5,7	7,3	4	6	12,7	6,8	11,3	8,9
Туреччина	6,9	5	4	4,3	9,6	8,8	7,5	4,5
Україна	7,1	7,3	5,6	4,2	9	12,8	21,9	15,7

За даними IMF, World Economic Outlook:

1 – середньозважене ВВП з урахуванням паритету купівельної спроможності;

2 – Чорногорія в розрахунок загальних показників включена не була;

3 – за 2008–2009 рр. представлені прогнозні дані.

Відповідно падінням відреагували світові фондові ринки. На рис. 14.2, 14.3 і 14.4 відображено динаміку фондових індексів провідних країн світу (Росії, США, Німеччини, Японії, Китаю) та України, які показують їх залежність від стану економіки та фінансової системи США.

А↑ позитивні дані по промисловому сектору США та Єврозони, (02.08):

– зростання рівня ділового оптимізму (*ISM*) у промисловому секторі США від Інституту з управління поставками – у липні 55,5 пунктів (очікувалось 54,2 пункти);

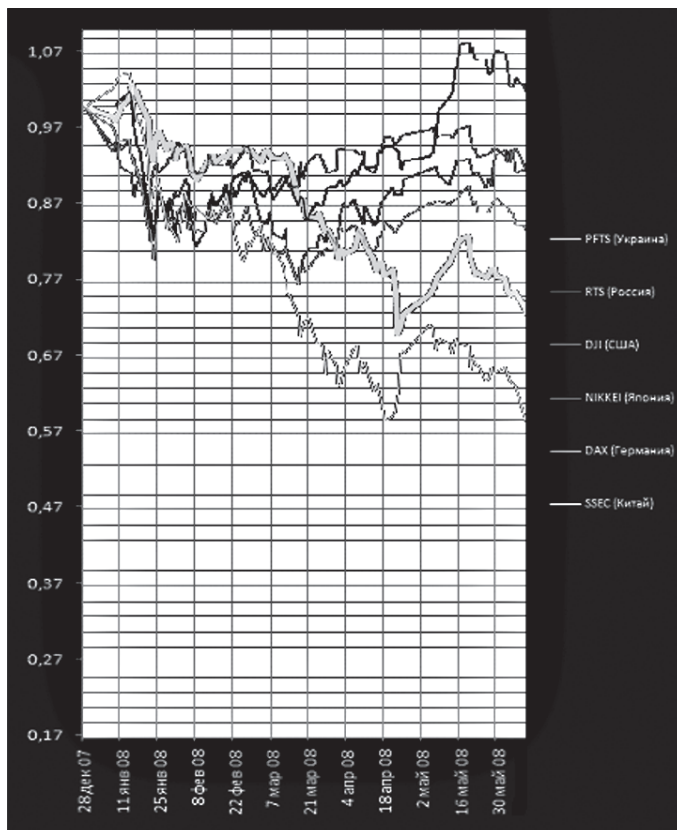


Рис. 14.2. Динаміка фондових індексів ринку акцій з початку 2008 р. [18]

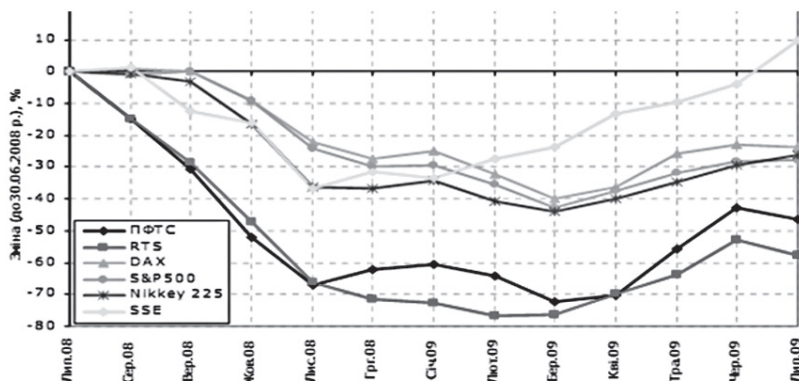


Рис. 14.3. Динаміка фондових індексів за липень 2008 – липень 2009 рр. [19]

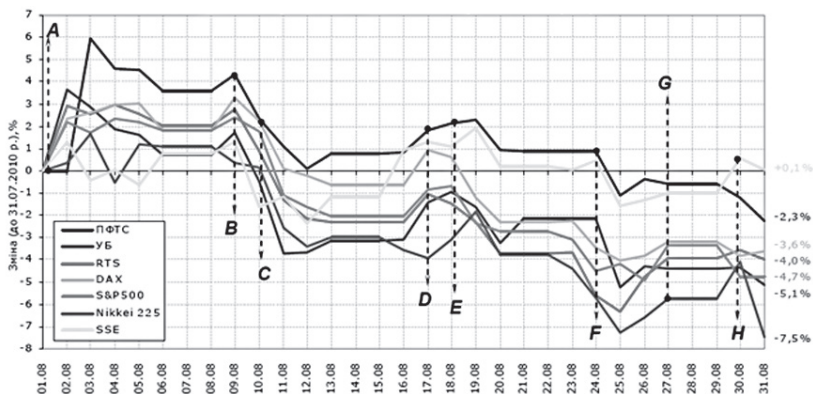


Рис. 14.3. Динаміка фондових індексів за серпень 2010 р. [19]

– зростання індексу менеджерів (*PMI*) у промисловій Єврозоні від Інституту закупівель та поставок – у липні 56,7 пунктів (очікувалось 56,5 пунктів);

В↓ негативні очікування інвесторів напередодні публікації результатів серпневого засідання ФРС, (09.08);

С↓ інформація від Федерального комітету по операціях на відкритому ринку (*FOMC*) ФРС США щодо уповільнення росту обсягів промисловості та одночасна заява про відсутність потреби у додаткових стимулюючих заходах, (10.08);

**D**↓ публікація негативних даних з ринку нерухомості США — менша, ніж очікувалось, кількість виданих дозволів на будівництво — у липні 565 тис. (очікувалось 580 тис.), (17.08);

**E**↓ оголошення міжнародним рейтинговим агентством *Moody's*, що США, Велика Британія, Німеччина та Франція можуть втратити свій інвестиційний рейтинг “AAA” внаслідок можливих бюджетних проблем, (18.08);

**F**↓ менший, ніж очікувалось, показник обсягів продаж житла у США на вторинному ринку нерухомості — у липні 3,83 млн (очікувалось 4,86 млн), (24.08);

**G**↑ зростання ринків під впливом виступу Голови ФРС Б. Бернанке щодо можливості вжиття ФРС, у разі необхідності, додаткових заходів, направлених на запобігання дефляції США, (27.08);

**H**↓ більш вагоме, ніж очікувалось раніше, уповільнення росту економіки США після публікації протоколів серпневого засідання ФРС, (30.08).

Криза економіки США вплинула на всі країни світу. Все частіше кризи повторюються і набирають глобального масштабу, що змушує науковців шукати нових підходів до моніторингу фінансових ринків

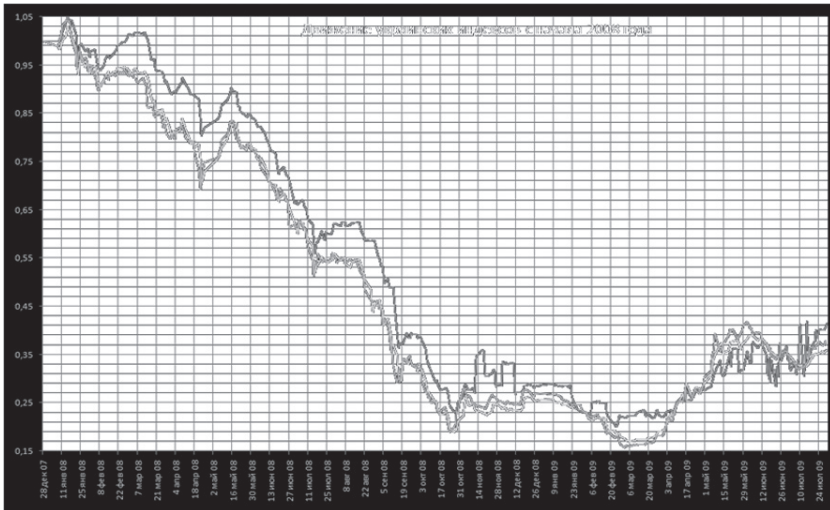


Рис. 14.4. Динаміка руху індексів акцій на українському фондовому ринку під час кризових явищ 2007–2009 рр. [20; 21]

та економік з метою попередження фінансової кризи. Чому це важливо та потрібно? Про це каже сумний досвід світових криз.

Так крах, який відбувся водночас на більшості ринків акцій у всьому світі у жовтні 1987 р. призвів практично до “*миттєвого випаювання*” трильйонів доларів. У жовтні 2001 р., після двох років стагнації для ринків акцій, загальна капіталізація світового фондового ринку зменшилась на 25,1 трлн дол. Падіння ринку акцій на 30 % відповідало абсолютній втраті приблизно 7,5 трлн дол. [6, с. 11–12]. Фінансові ринкові крахи можуть “проковтнути” роки заощаджень і пенсій в один момент. Дідьє Сорнетте ще у 2003 р. поставив питання: “Чи можуть вони (крахи) примушувати нас страждати ще більше, проявляючи себе попередниками або фактором головного падіння, як в 1929–33 рр. після великого краху 1929 року? Або вони можуть вести до загального краху фінансової й банківської системи, чого, вважається, світ уникнув декілька разів не так давно?”

Не врятувалися. Втрати кризи 2006–2010 рр. ще не підраховані, але з врахуванням заходів урядів та Центробанків вони перевищували вже десятки трильйонів доларів США. Одним із підходів до побудови системи прогнозування краху фінансового ринку є модель, яку запропонував Д. Сорнетте і яка базується на фізичних, природних та соціальних моделях. Тобто фінансові ринки — не єдині системи з екстремальними подіями. Вони являють собою тільки один із можливих прикладів серед багатьох інших систем, які показують складну організацію й динаміку з тотожними поведінками. Такі системи, що складаються з великої кількості взаємодіючих частин, часто відкриті для середовища, яке їх оточує, самоорганізують свою внутрішню структуру й свою динаміку. Головна особливість складних систем полягає у можливості когерентної й широкомасштабної колективної поведінки з достатньо багатою структурою, що знаходить прояв у результаті нелінійних взаємодій її складових. Тобто, ціле — це значно більше, ніж проста сума частин, які її складають (складна система не є лінійною сумою компонентів, які її складають). Існуюча думка стверджує, що найбільш складні системи не піддаються математичним аналітичним описам та можуть досліджуватися тільки через “численні експерименти”. У контексті теорії складних алгоритмів більшість складних систем вважаються, відносно їх обчислень, нездоланими, тобто — це єдиний спосіб робити висновки щодо їх еволюції, що фактично дасть змогу їм розвиватися за часом [6, с. 30–34].

## 14.5. Методи аналізу та прогнозування фінансових ринків та їх критична оцінка

Як відомо, на сьогодні існує багато способів управління ризиками. На фінансових ринках найдавніший спосіб одночасно стає й простішим. Це — *“фундаментальний”* або фінансовий аналіз. Якщо курс якоїсь акції зростає, то шукають причину в компанії, яка емітувала дані акції, або в галузі, до якої належить дана компанія, та в економічній ситуації у цій галузі. Більш глибокі дослідження ризиків дають можливість не тільки виявити їх причину, а й спрогнозувати наступні зміни курсів. У цьому методі ключовою концепцією є — *“тому що”*. Курс акцій, облігацій, товарних опціонів і валюти змінюється, тому що на ринок достатньо часто впливають деякі зовнішні події або факти. Так, світові ціни на продукти харчування зростають, так як стрімко зростає чисельність населення на земній кулі, що випереджає виробництво продуктів. Також погіршення кліматичних умов може спричинити неврожай, що вплине на ціни продуктів, а значить і на ціни цінних паперів. Зростання або падіння ціни на нафту веде, за логікою міркувань більшості людей та економістів, до зростання або падіння курсу долара. Усі ці міркування мають здоровий глузд. До таких прогнозів часто прибігають фінансові газети: вони повідомляють новини і будують за ступенем важливості все за принципом *“тому що”*. Фінансові фірми створили на основі даного методу окрему процвітаючу галузь; вони залучають тисячі фундаментальних аналітиків, які класифікуються як макроекономічні або секторні експерти (виконують аналіз *“зверху-донизу”* або *“знизу-доверху”* відповідно). Такі фахівці надають всьому процесу вигляд цілісної системи, вказуючи, що компанія повинна казати своїм інвесторам. Тобто фундаментальний аналіз ґрунтується на такому припущенні: якщо відома причина, то можна спрогнозувати події та управляти ризиком. Але в реальному світі не все так просто, так як справжні причини, зазвичай, не ясні. Найважливіша інформація часто буває невідома або навіть невідома, як, наприклад, у випадку з російським дефолтом серпня 1998 р. Її можуть ховати або навмисно перекручувати, що й відбулося в історії з *“пузірями”* інтернет-бізнесу і корпоративними скандалами *Enron* та *Parmatal*, які луснули. Її також можуть невірно тлумачити, так як тонкий ринковий механізм, що зв’язує зовнішні новини з цінами, причину й наслідок, загадковий, та як нам вважається, нелогічний. Погроза війни може призвести як до падіння, так і до зростання курсу

долара. Й зовсім нелогічним вважається зростання курсу долара майже до всіх валют світу (окрім єни), в той час, як справи американської економіки кепські. Але яке з двох цих подій відбудеться в дійсності? Після того, як деякий факт відбудеться, він здається очевидним. Тобто минулі події фундаментальний аналіз відтворює дуже добре та і пояснює дуже добре, просто блискуче. Але до початку зазначеного факту обидва результати здаються однаково можливими. Тоді постає питання, чи можна на цьому побудувати свою стратегію та оцінити ризик?

Пошук відповідей на ці питання спричинило серйозні дослідження вчених щодо впливу банкрутства провідних корпорацій на відповідні сегменти фінансової системи. Розглянемо деякі з таких досліджень. По-перше, це стосується банкрутства американської енергетичної компанії *Enron Corporation* та вплив його на ринок облігацій [7, с. 171]. У грудні 2001 р. ця компанія (була однією із семи найкрупніших корпорацій США) вимушена була зробити заяву щодо свого банкрутства після того, як стало відомо про фінансові махінації її керівництва, яке робило спробу приховати фінансовий стан компанії. Враховуючи масштаби банкрутства і важливість питань, які виявилися при аналізі бухгалтерської звітності, крах *Enron* суттєво вплинув на ринок облігацій. Внаслідок її банкрутства у багатьох інвесторів виникли сумніви щодо фінансових показників корпорацій з рейтингом *Baa* (*Baa* і вище — рейтинг *Moody's*, який присвоюється облігаціям з відносно низьким рівнем ризику неплатежу. Такі облігації називаються цінними паперами інвестиційного рівня. Облігації, які мають рейтинг нижче даного рівня, мають більш високий рівень неплатежу, і їх називають спекулятивними облігаціями). Зростання ризику дефолту для облігацій з рейтингом *Baa* зробило їх менш привабливими за кожним значенням відсоткової ставки, що призвело до падіння попиту на облігації з даним рейтингом. На рис. 14.5 відображено залежність відсоткового спреду між облігаціями з високим і низьким кредитним ризиком від рівня дефолтів.

Тут пояснення зрозумілі. Але фінансові потрясіння 1980-х і 1990-х років примусило фінансистів, так само як і економістів, переглянути свої погляди. “Чорний понеділок” 1987 р. на американському фондовому ринку, азіатська економічна криза 1997 р., російський дефолт 1998 р., “ринок ведмедів” 2001–2003 рр., світова фінансова криза 2007–2010 рр. (яка ще продовжується), безумовно, показали, як тепер розуміють багато вчених, що із класичними уявленнями про фінансо-

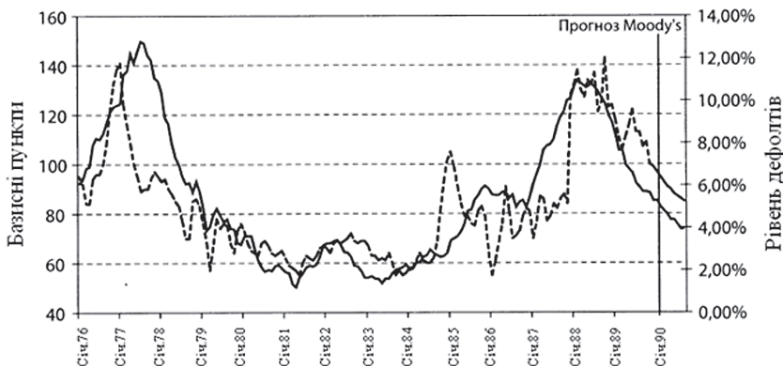


Рис. 14.5. Залежність відсоткового спреда між облігаціями з високим і низьким кредитним ризиком від рівня дефолтів [3]

ві ринки щось не дуже добре. Дійсно, чи можна вважати події серпня 1998 р. екстраординарними подіями? Те, що вважається неймовірним, насправді відбувається на фінансових ринках постійно. Наприклад, у 2001 р. індекс Доу-Джонса за один день впав на 7,7 % (ймовірність — одна п'ятдесятимільярдна). У червні 2002 р. індекс три рази різко падав протягом 7 торговельних днів (ймовірність такої події — один шанс на чотири трильйони, або  $1/4000\ 000\ 000\ 000$ ). 19 жовтня 1987 р. (відомий “чорний понеділок”), коли індекс впав на 29,2 %, стало найгіршим торговельним днем за останні сто років. За стандартами фінансових теоретиків таке могло відбутися менше ніж в одному з 10 в 50 ступені, але це дуже мала ймовірність, яку математики вважають за таку, яка не має змісту, так як дане число випадає з масштабів природи. Тим не менше для біржі зміст торговельного дня 19 жовтня 1987 р. був максимально ясним. [13, с. 34–35].

Другий за давністю (після фундаментального) вид аналізу — **“технічний”**. Так, у пошуку підказок, коли й що продавати та купувати, просіюють велику кількість даних про ціни та обсяги продаж, виявляють схеми їх змін (реальні або мінімальні), а також складають індикаторні діаграми. Таких фахівців називають **“чартисти”**, які користуються багатою термінологією: **“голова та плечі”**, **“прапориці”**, **“трикутники”** та ін. Дана дисципліна, яка залишалася в тіні протягом 1980-х років, набула популярність у 1990-ті роки, коли тисячі індивідів взяли за допомогою Інтернету торгувати акціями та обмінюватися професійними секретами. Але технічний аналіз добре працює на



валютних ринках. На них всі просунуті “*форекс*”-фірми використовують технічний аналіз, щоб знайти в “*тікових*” (поточних) даних найбільшого та самого мінливого ринку світу “рівні підтримки”, “розкид цін” та інші схеми. Обмінний курс фунта стерлінгів, долара або євро дійсно може наблизитися до прогнозу технічних аналітиків, а потім “*відскочити назад*”, якби вдарившись у стіну, або “*стрибнути вперед*”, якби прорвавшись через перепону й прискорившись. Але в даному випадку аналітики просто “*устромляють*” замовникам свої результати: так як всі знають про рівні підтримки, тому й діють відповідно. Тут ми маємо справу з наївною вірою, що великі суми можуть переходити з рук у руки на основі такої фінансової астрології. Інколи вона спрацьовує, але не може слугувати фундаментом для побудови глобальної системи управління ризиками.

Отже, “*народилося*” те, що в бізнес-школах називають “сучасними фінансами”. Цей напрям з’явився з теорії ймовірності та статистики. Його основна концепція полягає в тому, що ціни непередбачені, але їх коливання можна описати математичними законами випадку. Таким чином, ризик піддається вимірюванню та управлінню. Сьогодні цей підхід вже став хрестоматійним і його викладають у всіх вищих навчальних закладах світу. Як вважає Мандельброт, з підходом можна погодитися, але тільки до визначеного ступеня. На основі теорії “випадкових блукань” або гіпотези ефективного ринку, яка каже, що на ідеальному ринку вся інформація, яка відноситься до конкретного об’єкта, вже знайшла своє відображення у поточній ціні цінного паперу, економісти розробили доволі тонкий інструмент для аналізу ринку. Він вимірює “дисперсію” і “статистику бета” різних цінних паперів і класифікує інвестиційні портфелі за їх ймовірним ризиком. Відповідно теорії Г. Марковіца, фондовий менеджер може скласти “ефективний” портфель цінних паперів для отримання цільової доходності за заданим рівнем ризику [12]. Але це є фінансовий еквівалент алхімії. Бажаєте заробити більше, але не особливо ризикуючи? Тоді за допомогою сучасного фінансового інструментарію змініть комбінацію нестійких та стабільних акцій або змініть співвідношення акцій, облігацій, готівки. Або за допомогою цього інструментарію розробіть програму заохочення службовців фондовими опціонами. Згадаємо й про “інтернет-бульки”, коли з інвесторами розраховувалися акціями. Теорія виглядає елегантно, але має дефекти, що на сьогодні очевидно для тих, хто у 1990-х і 2000-х роках пережив та переживає кілька періодів буму та краху. Тобто дана ортодоксальна теорія була

заснована на двох ключових припущеннях: зміни цін статистично незалежні та розподіли нормальні. Але факти, що наведені нижче Мандельбротом, свідчать про інше. Відповідно теорії, протягом 1916–2003 рр. могло бути всього 58 днів, коли індекс Доу-Джонса змінювався більше, ніж на 3,4 %; в дійсності таких днів було 1001. Теоретично індекс міг “стрибнути” на 4,5 % всього шість разів, але реальність була більш тяжкою — таких днів нараховується 366. Та особливо доказові цифри: коливання на 7 % теоретично можуть відбуватися один раз у 300 тис. років, але тільки в ХХ ст. вже можна вважати було 50 таких “чорних” днів.

#### **14.6. Напрями розвитку методів прогнозування критичних подій на фінансових ринках**

Наведені раніше сумніви привели фінансову галузь до розробки інших методів аналізу, одним з яких є фрактальний аналіз, що базується на аналізі турбулентності повітряних мас. На основні цього аналізу була розроблена фрактальна теорія фінансових ринків на основі фрактальної математики. Мандельброт назвав свій інструмент аналізу фрактальною та мультифрактальною геометрією. Даний інструмент передбачений для дослідження нерівного, неупорядкованого, вищербного. **“Фрактальна”** походить від *fractus*, причетність минулого часу, утвореного від дієслова *frangere*, “ломати”. Фрактальну геометрію почали розглядати як “природну”. На сьогодні вона використовується для вирішення різноманітних задач. Метод фрактальної геометрії став частковим інструментарієм гідроаеромеханіки, гідрології і метеорології. Фрактал — це структура або форма, частини якої повторюють ціле. Даний інструментарій був спроектований також і на побудову фінансових фракталів [13, с. 156].

#### **14.7. Співпраця урядів та центробанків щодо переборювання світової фінансової кризи 2008–2010 рр.**

Чинниками, які провокували кризи 1930, 1987, 1998 р., та світову фінансову кризу 2008–2010 рр. знову повторюються. Мабуть зародження кризи 2007–2010 рр. можна було б попередити, або значно

пом'якшити, якби провідні країни світу своєчасно здійснювали превентивні заходи. Але не все так просто, так як окрім економік США, ЄС існують і такі економіки, що стрімко розвиваються за рахунок інших економік, користуючись пільгами, що надавалися країнам, які розвиваються. Це економіки Китаю, Індії, Бразилії та інших країн, які значно впливають на поведінку світової грошової одиниці — долара США. Насамперед, поведінка Китаю, економіка якого за масштабом вийшла на друге місце в світі після економіки США. Уряд Китаю постійно маніпулює зі своєю валютою для підтримки своїх експортерів. Для переборювання нестійкості світової фінансової системи змусило країни “великої сімки” запросити спочатку для участі у фінансових самітах з її проблем Росію, а коли криза набрала світового масштабу, то ще й уряди 12 країн, які мають на сьогодні вплив на світову економіку — Китаю, Індії, Бразилії, Аргентини, Мексики та ін. Необхідно відмітити, що хоча зустрічі і необхідні, і мають велике значення для вироблення єдиної стратегії для переборювання кризових явищ на основі домовленостей країн-учасниць, але ці домовленості не виконуються, про що свідчить “війна” валютних курсів, яка почалася у 2010 р. Про це свідчать останні факти, коли провідні країни-експортери почали змагатися у знеціненні своїх національних валют для підтримки експорту та зменшення дефіциту платіжного балансу [22].

На саміті в Сеулі країн “великої двадцятки” (G20), який відбувся в листопаді 2010 р. мали наміри покласти кінець “валютним війнам”. Напередодні цієї зустрічі глави Мінфінів та Центробанків G20 зробили спробу домовитися щодо заходів стабілізації курсів національних валют. Тобто максимально наблизити позиції країн у питаннях валютної політики. Але ця спроба потерпіла невдачу, так як цілий ряд великих економік (по-перше США) в останній час вимушені були здійснювати кроки щодо стримування спекулятивного зростання курсу національних валют. Наприклад, в Японії, яка експортно зорієнтована, постійне зростання ієни погрожує розоренням японських компаній-експортерів. Це примусило фінансову владу Японії на валютні інтервенції. Бразилія теж погрожувала слідувати такому прикладу. А Китай зовсім відмовився переоцінювати свій юань, скрізь звинувачуючи грошово-кредитну політику США в негативному впливі на світову економіку. Зрозуміло, що в економіці все взаємопов'язано, десь прибуває, але за рахунок цього десь убуває.

Для переборювання наслідків світової фінансової кризи були необхідні жорсткі заходи. Але замість конкретного алгоритму дій під-

сумкове комюніке зафіксувало тільки загальні слова. Так, країни, які розвиваються і які володіють валютними резервними валютами, повинні були ретельно відслідковувати нестабільність і безладні стрибки валютних курсів для їх попередження. Це повинно було зменшити ризики сильної волатильності потоків капіталу на ринках країн, які розвиваються. Передбачалася активізація зусиль щодо сприяння розвитку стабільної і працюючої міжнародної валютної системи. Для запобігання великих перетоків капіталу країни “двадцятки” взяли зобов’язання стежити за своїми платіжними балансами. Тут виникає питання, чому раніше за ним не стежили? Так, рівень дисбалансів припускається встановлювати в межах спільного процесу оцінювання на основі особливостей національних економік. На зустрічі деякі учасники (міністри фінансів та глави Центробанків) пропонували встановити орієнтири змін поточного рахунку, які не можна перевищувати. Але цифри ніхто не був готовий фіксувати і ця тема потребувала додаткового пророблення.

На думку глави *Goldman Sachs Global* Джима О’Ніл, в ідеалі в групу повинні були входити європейські учасники G7 — Франція, Німеччина і Італія (як одне ціле), країни БРІК, а також США, Велика Британія, Японія та Канада.

#### **14.8. Вплив світової фінансової кризи на фінансовий ринок України та основні її наслідки**

Аналіз фінансового ринку України на період світової кризи 2008 р. показав дзеркальне відображення всіх ефектів фінансової кризи США, але у відносно меншому обсязі. Чинники, які спричинили кризу, були як об’єктивні, так і суб’єктивні. Але очевидно, що Україна не врахувала негативний світовий досвід чинників і наслідків фінансових криз і підійшла до поточної майже не підготовленою. Експерти називають наступні чинники: це й сировинна спрямованість економіки; це й життя не по своїм коштам; це й слабкий контроль з боку регуляторів за банківською сферою; це і те, що фондовий ринок був створений ні як інвестиційний механізм, а як спекулятивний і механізм перерозподілу національного багатства; це й жадність і чванство нової так званої “еліти” і не розуміння з її боку ситуації; це і залежність від енергетичних ресурсів, а також патологічна нездатність ефективно управляти отриманими ресурсами.

Фінансовий ринок — не “казино” для запальних гравців. Насамперед, він є двигун ефективного та конкурентного, вільного капіталістичного ринку. І він чутливо реагує на спекуляції, про що свідчить динаміка руху фондових індексів у 2006–2010 рр., на яких відображено вплив негативних подій, що відбувалися у світовій економіці (див. рис. 14.4, 14.6). Роблячи підсумки аналізу взаємозв'язків світових та національних ринків, можна зробити такі висновки. Наслідки впливу світової фінансової кризи на економіку України, які пов'язані з циклічними та структурними змінами у світовій економіці та світовою кризою фінансової ліквідності, були такі: зменшення темпів зростання ВВП та зростання темпів інфляції (скорочення видатків та надходжень до бюджету); погіршення платіжного балансу (знецінення та девальвація гривні, висока волатильність гривні, скорочення золотовалютних резервів); падіння ліквідності та погіршення портфеля та активів банківської системи; погіршення ситуації на зовнішніх ринках запозичення та ризик невиплати зовнішніх запозичень; падіння ринкової вартості компаній та корпорацій України; банкрутство; поглинання та злиття українських корпорацій; зменшення обсягів кредитування населення та економіки; зростання безробіття; вимушеність здійснювати непопулярні заходи та зростання соціальної напруженості в українському суспільстві.

Падіння темпів зростання у національному виробництві, політична нестабільність, висока інфляція та в цілому несприятливий інвес-

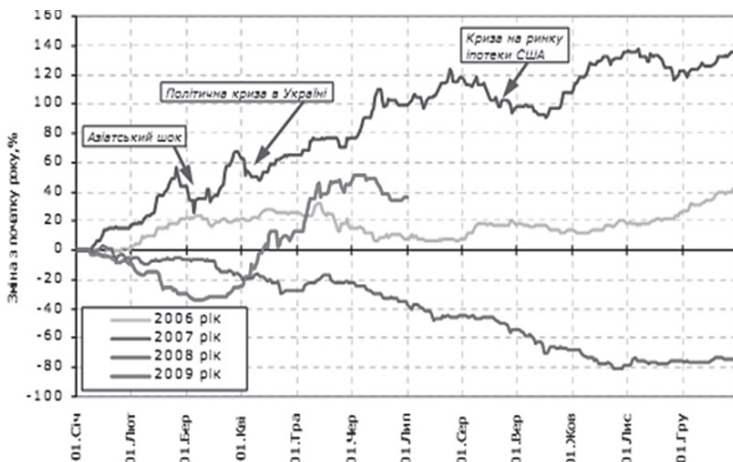


Рис. 14.6. Зміна індексу ПФТС у 2006–2009 рр.

тиційний клімат, з одного боку, антикризові заходи, прийняті керівництвом держави, та отримання кредиту МВФ, з іншого, спричинили коливання українського фондового індексу в найближчій перспективі. У зв'язку із політичними подіями в 2014–2015 рр. в Україні криза в економічній і фінансовій системі поглибшала і мабуть стане матеріалом для подальшого аналізу і висновків: чому, за якими умовами, що робилося, що отримано.

### **Питання для самоконтролю**

1. Які питання виникають у зв'язку із кризовими явищами в економіці та фінансових системах?
2. Які основні передумови виникнення фінансових криз?
3. Які основні чинники виникнення фінансових криз на фінансових ринках?
4. Як впливають фінансові кризи на ефективність надання і отримання фінансових послуг?
5. Які основні наслідки фінансових криз для людей і для ведення бізнесу?
6. Що таке “булька” на фінансовому ринку і як вона виникає?
7. Чому важко прогнозувати фінансові кризи?
8. Хто або що провокує фінансову кризу?
9. Як вплинула криза іпотечного ринку США на світову фінансову систему і національні фінансові ринки?
10. Які втрати зазнали провідні банки світу через фінансову кризу 2006–2010 рр.? Чим зумовлені були ці втрати і чим вони були компенсовані?
11. Яка взаємозалежність стану економік країн світу та фінансових ринків?
12. Як впливають фінансові кризи на стан фінансових послуг?
13. Які методи аналізу використовуються для прогнозування фінансових ринків і ринків фінансових послуг?
14. Які існують на сьогодні напрями розвитку методів прогнозування критичних подій на фінансових ринках? Що таке “фрактали” і як вони використовуються в теорії прогнозування критичних подій на фінансових ринках?  
Що мається на увазі під поняттям “критичні події”?
15. Як переборювали уряди та Центробанки світову фінансову кризу 2006–2010 рр.? Які висновки були зроблені з цього? Чи успішне було це переборювання?

16. Як вплинула світова фінансова криза на фінансові ринки й економіку України?
17. Який досвід прогнозування і переборювання кризових явищ можна використовувати в Україні?

## Література

1. *Benoit B. Mandelbrot, Richard L. Hudson.* The (mis) Behavior of Markets. A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward. A Member of the Perseus Books Group. — New York, 2004. — 400 p.
2. Board of Governors of the Federal System, Banking and Monetary Statistics, 1976–1990; Federal Reserve; [www.federalreserve.gov/releases/15/data.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/15/data.htm)
3. *Boutchkova M. K., Megginson W. L.* Privatization and the rise of global capital markets // Financial Management. — 2000. — 29 (4). — P. 31–75.
4. *Didier Sornette.* Why Stock Markets Crash. Critical Events in Complex Financial Systems. Princeton University Press. — Princeton and Oxford, 2003. — P. 22–38.
5. *Фредерик С. Мишкин.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. — 7-е изд.; пер. с англ. — М.: Вильямс, 2006. — С. 171.
6. *Kathy Lien.* Day Trading the Currence Market. Technical and Fundamental Strategies to Profit from Market Swings, (2006), WILEY.
7. *Markowitz Harry M.* Portfolio Celection: Efficient Diversification of Investments. New Haven, CT: Yale University Press, 1959.
8. *Мандельброт Бенуа, Хадсон Ричард Л.* (He)послушные рынки: фрактальная революция в финансах: пер. с англ. — М.: Вильямс, 2006. — С. 156.
9. *While E. N.* Stock market crashes and speculative manias. In The International Library of macroeconomic and financial history 13. An Elgar Reference Collection. Chellenham, U.K. and Brookfeld, MA, 1996.
10. <http://www.PriceWaterhouseCoopers>
11. <http://www.Bloomberg>
12. <http://www.MorganStanley>
13. [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua) — сайт Національного банку України.
14. [www.pfts.com](http://www.pfts.com) — сайт української фондової біржі ПФТС.
15. [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua) — сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

У навчальному посібнику значна увага приділена інструментам надання фінансових послуг фінансовим установам — учасникам ринків фінансових послуг, а також практиці надання фінансових послуг й основним чинникам, що впливають на ефективність їх надання.

Посібник буде корисним студентам, викладачам, науковим працівникам і всім тим, хто надає і отримує фінансові послуги.

Навчальне видання

**ШКЛЯРУК** Сергій Григорович

## **РИНКИ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ: ТЕОРІЯ, МЕТОДИ, ІНСТРУМЕНТИ ТА ПРАКТИКА**

*Навчальний посібник*

Редактор *Ю. А. Носанчук*

Коректор *А. А. Тютюнник*

Комп'ютерне верстання *Н. В. Коваленко*

Художнє оформлення *О. О. Стеценко*

Підп. до друку 16.09.16. Формат 60×84/16.  
Ум. друк. арк. 30,68. Обл.-вид. арк. 28,08. Наклад 1000 пр.

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)  
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

Видавець і виготовлювач  
ДП «Видавничий дім «Персонал»  
03039 Київ-39, просп. Червонозоряний, 119, літ. ХХ

*Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
суб'єктів видавничої справи ДК № 3262 від 26.08.2008 р.*