



УДК 336.717.71

Антонов С.М., канд. техн. наук
голова Ради Асоціації "Українські Фондові Торговці",

Шишков С.Є.

здобувач Інституту економіки та прогнозування НАН України

ВИЗНАЧЕННЯ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ОСНОВНІ ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ ЇХ ВИРІШЕННЯ

Проаналізовано світовий досвід ціноутворення на фондових біржах, виявлено прогалини у вітчизняній нормативно-правовій базі, на цій основі віднайдено шляхи визначення ринкової вартості цінних паперів на фондових біржах України.

Однією з фундаментальних причин стагнації інвестиційного ринку України є відсутність об'єктивної інформації про інвестиційний клімат держави, інвестиційні проекти, дійсну та об'єктивно визначену вартість діючих підприємств та їх активів, пакетів акцій і корпоративних прав, які перебувають у лістингу або в активах інвестиційних і пенсійних фондів, страхових компаній та банків.

На сьогодні в Україні, як і в розвинутих економіках, ціни, що формуються на ринку цінних паперів, є важливими орієнтирами не тільки для брокерів і дилерів, а й для досить широкого кола інвесторів, у т.ч. населення, інвестиційний потенціал якого досить значний. Разом з тим певні позитивні зміни на ринку, пов'язані з активізацією у 2009 р. конкуренції між фондовими біржами, майже не позначилися на об'єктивності біржових курсів цінних паперів, хоча первинною функцією організованого сегмента ринку цінних паперів якраз і є визначення реально справедливих цін на фінансові інструменти на прозорих, чітко врегульованих умовах. На фоні якісних і кількісних зрушень у розвитку національного фондового ринку (розбудова його інфраструктури, поглиблення інтеграції з іншими ринками капіталів, конкуренція фондових бірж тощо) проблема відсутності уніфікованих підходів до визначення на біржах справедливої ринкової вартості цінних паперів перестала мати винятково абстрактний характер, що й зумовило комплексність дослідження цієї проблеми.

1. Біржовий курс: економічна роль та необхідність визначення.

Численні дослідники проблем розвитку українського фондового ринку як із числа науковців, так і практиків¹, на жаль, не приділяють у своїх дослідженнях належної уваги цій проблемі, хоча саме від об'єктивного ціноутворення на фінансові інструменти значною мірою залежить розширення інвестиційного потенціалу національної економіки.

¹ Так, А.Федоренко [1] вказує на негативний вплив відсутності об'єктивної оцінки цінних паперів на загострення фінансової кризи в Україні та гальмування розвитку інституціональних інвесторів. О.Кошик, описуючи проблеми у функціонуванні вітчизняного ринку цінних паперів [2], вказує на приклади ІРО українських компаній на іноземних біржах через дефіцит фінансових ресурсів та відсутність можливості визначення ринкової конкурентної ціни на національному біржовому ринку, а також неефективність лістингових вимог в Україні, що не дають емітентам ніяких переваг [3]. О.Мозговий визначає відрив вартості цінних паперів від реальної цінності матеріальних благ як причину дисбалансу всієї економіки та передумову фінансових криз [4].



Власне, потреба в об'єктивних біржових цінах існує в досить широкого кола економічних суб'єктів, оскільки коло інвесторів як користувачів біржової інформації щодо ринкової вартості цінних паперів практично не обмежене. Однак найбільш зацікавленими в об'єктивності цін на фінансові інструменти є, безперечно, інституціональні інвестори, для яких інвестування є основним видом діяльності. Наразі діяльність інституціональних інвесторів уже відіграє суттєву роль у національній економіці.

Найбільш капіталізованими інституціональними інвесторами на сьогодні є банки. За даними Національного банку України, станом на 31.12.2009 р. обсяг активів банківської системи був 873,5 млрд грн [5]. Частка в цих коштах інвестиційного портфеля становила 4,56% (табл. 1). При цьому в абсолютному вираженні вартість інвестиційного портфеля банків фактично вперше за останні роки скоротилася (лише за I півр. 2009 р. інвестиційний портфель скоротився на чверть – з 40,6 до 30,6 млрд грн).

Таблиця 1

Частка цінних паперів в активах банків України в 2006–2009 рр.

Показник	Вартість активів на дату, млн грн				Частка в активах на дату, %			
	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
Активи – всього	340179,3	599396,1	926086,5	873449,6				
Інвестиційний портфель – усього	14431,0	28688,7	40609,8	39860,5	4,24	4,79	4,39	4,56
у тому числі: цінні папери у торговому портфелі та портфелі на продаж	13519,0	26664,2	38264,9	30496,8	3,97	4,45	4,13	3,49
цінні папери, що утримуються до погашення, та інвестиції в асоційовані та дочірні компанії	912,0	2024,5	2345,0	9363,7	0,27	0,34	0,25	1,07
Загальний резерв під знецінення активів	12906,6	19608,4	44215,1	113150,2	3,79	3,27	4,77	12,95
Резерви під знецінення цінних паперів	278,5	285,9	390,2	1948,0	1,93	1,00	0,96	4,89
Частка резервів під знецінення цінних паперів в загальному резерві, %	2,16	1,46	0,88	1,72				

Джерело: складено за даними НБУ за відповідні роки [5].

У той же час значні за українським мірками обсяги коштів акумулювали інститути спільного інвестування (далі – ІСІ). За даними Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу (далі – УАІБ), вартість активів інститутів спільного інвестування за 2008 р. зросла на 51,8% – до 63,2 млрд грн. При цьому вартість активів венчурних фондів збільшилася на 57,14% – до 58,83 млрд грн, а закритих невенчурних – на 17,02%, до 3,87 млрд грн [6]. Звичайно, оскільки ринок певною мірою вже досяг періоду насичення, темпи зростання активів ІСІ вже не такі значні, як у 2006–2007 рр. (178 та 139% відповідно), але й у кризовому 2008 р. залишалися досить суттєвими. За 2008 р. вартість активів ІСІ збільшилася на 55,1% (передусім за рахунок венчурних ІСІ). У цінні папери вкладено 50–60% активів ІСІ (табл. 2), причому у 2009 р., незважаючи на кризу, частка



Визначення ринкової вартості цінних паперів...

цінних паперів в активах невенчурних ІСІ істотно зростає. Загальний портфель цінних паперів ІСІ за обсягом вже перевищив інвестиційний портфель банків.

Таблиця 2

Портфель цінних паперів ІСІ в 2006–2009 рр.

Види ІСІ	Портфель цінних паперів ІСІ на дату, млн грн				Частка цінних паперів в активах ІСІ на дату, %			
	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	30.06. 2009	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	30.06. 2009
Відкриті ІСІ	46,4	394,2	313,6	154,3	74,8	68,9	52,9	68,9
Інтервальні ІСІ	30,9	208,4	109,0	114,6	81,9	70,7	58,9	72,2
Закриті (невенчурні ІСІ)	749,9	2449,2	2622,9	4241,7	58,9	74,4	69,3	83,2
Венчурні ІСІ	8014,2	20606,3	32017,7	н.д.	50,8	56,5	54,6	н.д.
УСЬОГО	8841,4	23658,1	35063,2	н.д.	51,6	58,3	55,4	н.д.
В т.ч. невенчурні ІСІ	827,2	3051,8	3045,5	4510,6	60,3	73,4	66,7	82,3

Джерело: складено за даними ДКЦПФР та УАІБ [6, 7].

Обсяги активів недержавних пенсійних фондів (далі – НПФ) є набагато меншими за обсяги активів ІСІ, однак темпи зростання відчутно вищі: за даними Держфінпослуг, за 2007 р. загальні активи НПФ зросли з 137 до 281 млн грн (на 95,8%), а за 2008 р. – до 612 млн грн (на 117,8%), за I півр. 2009 р. – до 734 млн грн (на 20%). Основним напрямом інвестування НПФ наразі є здебільшого депозити (їх частка за I півр. скоротилася з 56,3% до 46,0% інвестованих активів), але і в цінні папери фонди вклали 286 млн грн (частка ЦП в активах зросла з 36,4 до 38,96%) – найбільше в облігації та акції (31,1 та 7,8% інвестованих активів відповідно) [8].

За даними Держфінпослуг, станом на 30.06.2009 р. страховиками в цінні папери вкладено 11,1 млрд грн [9], або 48,3% від суми активів за визначеними ст. 31 Закону України "Про страхування" категоріями, прийнятними для формування страхових резервів (табл. 3).

Таблиця 3

Портфель цінних паперів страховиків у 2006–2009 рр.

Види ЦП	Портфель цінних паперів страховиків на дату, млн грн				Частка цінних паперів в активах за категоріями, визначеними Законом України "Про страхування" на дату, %			
	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	30.06. 2009	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	30.06. 2009
Акції	7626,1	7078,7	8177,0	9 892,0	43,6	36,6	34,2	43,1
Корпоративні облігації	363,5	517,8	825,8	693,6	2,1	2,7	3,5	3,0
Державні цінні папери	183,4	210,2	387,8	474,7	1,0	1,1	1,6	2,1
Іпотечні сертифікати	40,3	0,0	21,2	21,2	0,2	0,0	0,1	0,1
ВСЬОГО	8213,3	7806,7	9411,8	11081,5	47,0	40,4	39,4	48,3

Джерело: складено за даними Держфінпослуг за відповідні роки [9].

Таким чином, інвестиційний портфель тільки національних інституціональних інвесторів на початку 2009 р. можна оцінити в 85,3 млрд грн, або 9% ВВП України. Це саме ті інвестиції, які є утворюючими для національного фондового ринку, оскільки, як показує практика діяльності іноземних хедж-



фондів, їх управляючі вміють досить оперативно виводити кошти ринків, що розвиваються, за умови появи щонайменших проблем з ліквідністю та зменшенням ціни фінансових інструментів. Тому орієнтація на короткострокові інвестиції іноземних інвесторів навряд чи доцільна.

Відповідно ціна питання щодо визначення об'єктивної вартості цінних паперів зрозуміла: від об'єктивності оцінки вартості активів інституціональних інвесторів залежить надійність інвестицій мільйонів індивідуальних інвесторів. Більше того, саме наявність справедливих цін, яким довіряють усі учасники ринку, стимулюватиме подальше збільшення інвестицій.

2. Нормативно-правове регулювання визначення ринкової вартості цінних паперів в Україні: особливості і проблеми. Незважаючи на те, що історія розвитку біржових ринків налічує вже кілька сторіч, термінологія, пов'язана із біржовим обігом цінних паперів та інших фінансових інструментів (котировка, курс, біржовий курс, котирування), залишається достатньо суперечливою, по-різному перекладається різними мовами та по-різному інтерпретується в різних країнах світу.

Іноді поняття "біржовий курс" (лат. *cursus* – біг, рух; англ. *course*) і "біржова котировка" (фр. *Cote*, англ. *Financial quote, quotation*) вживаються як цілком тотожні, однак частіше визначається, що котировка може мати кілька значень. Одне з них означає механізм визначення курсу, інше – ту чи іншу ціну. Насправді в українській мові є лише слово "котирування", однак чинне законодавство містить і термін "котировка". Більшість визначень сходяться в одному: поняття "біржовий курс" і "біржова котировка" нетотожні.

Біржові котировки – це числові значення ціни цінного папера (абсолютні та, можливо, усереднені за якийсь період, відповідно до ступеню ліквідності), що свідчать як про поточну ціну (ціни) цінного папера (при їх інтегрованому розгляді), так і про напрям (тренд) руху (коливання) ціни: тобто визначаються ціни відкриття та закриття торговельної сесії, максимальна та мінімальна ціна за період (поточну сесію та більш довгий період – місяць або рік), поточна та середньозважена ціна, найкращі ціни попиту та пропозиції за заявками покупців та продавців. Комбінація біржових котировок дає інформацію для брокерів та інвесторів та широко використовується при технічному аналізі.

Біржовий курс – це котировка (спеціальний курс), який розраховано біржею на підставі цін, отриманих при застосуванні процедури котирування на підставі біржових котировок за певних умов. Тобто вже саме призначення біржового курсу говорить про те, що цей показник є однаковим числовим значенням ціни цінного папера на визначену дату.

Якщо певні національні лексично-термінологічні особливості можна зрозуміти, то дуже важливо чітко визначати термінологію для однакового встановлення біржових цін на різних біржах². При цьому біржовий курс для різних потреб (категорій інвесторів) справді може бути розраховано по-різному і відповідно набути різних значень, але в будь-якому випадку кожний вид біржового курсу розраховується, виходячи з єдиного підходу, за єдиною формулою, за єдиним алгоритмом.

² Наприклад, у Росії найближчі аналогії "біржового курсу" називаються "ринкова ціна" та "визнана котировка" (див. п. 4), тобто називаються та визначаються по-різному для застосування різними категоріями інвесторів (пенсійних та інвестиційних фондів тощо). Разом з тим, ідеться про одне поняття – розраховане на підставі чіткого алгоритму значення ціни цінних паперів для оцінки активів інвесторів.



Достовірність біржового курсу передбачає як достатній рівень ліквідності цінного папера, так і запобігання можливим маніпулюванням при його визначенні. Це досягається шляхом застосування різноманітних комбінацій факторів: наявності значної кількості заявок на купівлю та продаж цінних паперів від значної кількості учасників торгів, значної кількості договорів, укладених на біржі на підставі таких заявок, вузького спреда між пропозиціями на купівлю та продаж, анонімного укладання договорів, безумовності розрахунків за наслідками біржових торгів та їх безризикованості тощо.

В Україні все дещо інакше. Це стосується як термінології, вживаної в чинному законодавстві та відповідно правилах організації торгівлі на різних українських біржах, так і засобів забезпечення формування максимально об'єктивної ціни на фінансові інструменти. Тому, якщо запитати в учасників вітчизняного фондового ринку, то можна почути різні, а іноді й діаметрально протилежні відповіді. І це зовсім не дивно, оскільки торговці цінними паперами та їх клієнти-інвестори вимушені вивчати суперечливе та мінливе українське законодавство, стикатися з абсолютно різними підходами на різних біржах навіть у тлумаченні базових термінів. Спробуємо проаналізувати чинне законодавство щодо використання термінів для визначення ринкової вартості цінних паперів.

3.1. Термінологія, що використовується для визначення вартості цінних паперів у чинному законодавстві. Почнемо з базового для суб'єктів фондового ринку Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" [10]:

– у ст. 1 наводиться визначення **котирування** (механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера),

– у ст. 24 міститься, що котирування цінних паперів здійснюється на основі даних попиту і пропозицій, отриманих від учасників торгів на фондовій біржі,

– питання котирування та оприлюднення **біржового курсу**, згідно зі ст. 25 цього Закону, повинні знайти своє відображення в Правилах фондової біржі,

– ст. 23 зобов'язує фондову біржу оприлюднювати та надавати регулятору інформацію про **курс** цінних паперів щодо кожного емітента окремо, який чомусь віднесений до обсягу торгівлі цінними паперами.

Таким чином, цей законодавчий акт містить визначення **котирування** (будемо сподіватися, що під курсом цінних паперів розумівся і **біржовий курс**), однак жодної згадки про **котирунку**.

У Положенні про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності [11], що наразі втратило чинність, широко використовувалося поняття **біржового курсу**, але не наводилось його визначення. Натомість згадане Положення містило такі визначення:

– **котирувальна ціна** – середньовиважена ціна, яка розраховується протягом біржового дня (торговельної сесії) до моменту часу, визначеного правилами біржі;

– **курсва ціна** – середньовиважена ціна за договорами, здійсненими з початку біржового дня (торговельної сесії) до моменту часу, визначеного правилами біржі.

При цьому, і це принципово, жодним чином не встановлені будь-які обмеження на обсяг та кількість договорів, на підставі яких визначено такі ціни.

У Концепції функціонування і розвитку фондового ринку в Україні [12] та Положенні про організаційно оформлені позабіржові торговельно-інфор-



маційні системи [13] (втратило чинність) використовувався термін *котивання* замість *котирування*.

Найбільш докладно порядок визначення ціни та всі дефініції, важливі для організаторів та учасників біржових торгів, повинні бути висвітлені в Положенні про функціонування фондових бірж [14]. Цей нормативний документ містить:

– визначення *котирування* як механізму визначення та/або фіксації *ринкової ціни* цінного папера (аналогічно до Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок"),

– визначення *біржового курсу* як *ринкової ціни* цінного папера, яка визначається за результатами біржових торгів на підставі виконаних біржових контрактів, у яких передбачено, що термін їх виконання не перевищує трьох днів з моменту їх укладання.

Порівнюючи ці визначення, можна зробити висновок, що *котирування є механізмом визначення біржового курсу як синоніму ринкової ціни*. Це знаходить підтвердження й у п. 3 Розділу II "Правила фондової біржі" Положення, згідно з яким порядок котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу повинні входити до складу Правил фондової біржі. Однак Розділ VI "Котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу" Положення констатує, що котирування цінних паперів та визначення біржового курсу цінних паперів регулюються різними порядками.

Є питання й до оприлюднення фондовою біржею інформації. У Розділі VI "Котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу" йдеться про обов'язковість для біржі оприлюднення біржового курсу, а в Розділі VII "Розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення" – про оприлюднення курсу цінних паперів. І при цьому схоже на те, що курс цінного папера та біржовий курс цінного папера в цьому нормативному документі не є синонімами, оскільки курс (просто курс) використовується в Положенні ще декілька разів (табл. 4).

Ще більш заплутаним є таке питання: *чи розраховується біржовий курс для всіх цінних паперів, що внесені до біржового списку фондової біржі, або тільки для лістингових цінних паперів?*

Визначення біржового фондового індексу вказує, що саме лістингові цінні папери котируються на біржі. Тобто інші не котируються? Далі виникає котирувальний список, до якого відносять лише лістингові цінні папери. Якщо позалістингові цінні папери до котирувального списку не належать, то, за цією логікою, вони, мабуть, не повинні й котируватися? А якщо вони не котируються, то чи визначається щодо позалістингових цінних паперів біржовий курс? Це знаходить своє підтвердження і в Положенні про порядок оприлюднення інформації та надання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі [15], де біржовий курс фігурує лише в Довідці про цінні папери, які перебувають у лістингу організатора торгівлі.

При цьому неважко переконатися, що українські фондові біржі (включаючи і Першу фондову торгову систему (ПФТС), що має найбільшу кількість цінних паперів у лістингу) оприлюднюють біржові курси відносно всіх цінних паперів у біржовому списку, а не лише лістингових.

Нарешті, незрозуміло, *чому біржовий курс можуть мати лише цінні папери?* Як щодо інших фінансових інструментів (деривативів), які на відміну від цінних паперів підлягають обігу винятково на біржах? Досить дивно,



Визначення ринкової вартості цінних паперів...

що деривативи не мають біржового курсу, хоча це, мабуть, – предмет окремого обговорення.

Таблиця 4

Витяги з Положення про функціонування фондових бірж

Розділ I. Загальні положення (п. 1)	Біржовий курс цінного папера – ринкова ціна цінного папера, яка визначається за результатами біржових торгів на підставі виконаних біржових контрактів, у яких передбачено, що термін їх виконання не перевищує трьох днів з моменту їх укладання
	Біржовий фондовий індекс – показник, який визначає зведений курс групи лістингових цінних паперів, що котируються на фондовій біржі
	Котирувальний список – складова біржового реєстру, який містить інформацію щодо цінних паперів відповідного рівня лістингу
	Ринкова капіталізація емітента – ринкова вартість акцій емітента, яка визначається шляхом множення курсу акцій цього емітента, що склався на фондовій біржі, на кількість цих акцій
Розділ II. Правила фондової біржі (п. 3)	Правила фондової біржі складаються з таких порядків: ...котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу ...
Розділ IV. Лістинг та делістинг цінних паперів на фондовій біржі (п. 1)	1. Цінні папери, які пройшли процедуру лістингу, заносяться до біржового реєстру до відповідного котирувального списку за рівнем лістингу. Цінні папери, що не відповідають вимогам лістингу, заносяться до біржового списку як позалістингові цінні папери
Розділ VI. Котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу (п. 1)	Фондова біржа повинна затвердити порядок котирування цінних паперів та інших фінансових інструментів за технологіями проведення торгів, у тому числі із застосуванням електронної системи торгів та порядок визначення біржового курсу цінних паперів. Біржовий курс цінних паперів, визначений за результатами біржових торгів, підлягає обов'язковому оприлюдненню на власному веб-сайті фондової біржі (у цілодобовому режимі), а також може бути оприлюднений в періодичному друкованому виданні фондової біржі та/або офіційному друкованому виданні Комісії
Розділ VII. Розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення (п. 1)	Фондова біржа зобов'язана оприлюднювати та надавати Комісії таку інформацію: ...обсяг торгівлі цінними паперами (кількість цінних паперів, загальну вартість укладених договорів, курс цінних паперів щодо кожного емітента окремо) за період, установлений Комісією
Розділ VIII. Розв'язання спорів між членами фондової біржі та іншими особами, які мають право брати участь у біржових торгах згідно із законодавством (п. 1)	Фондова біржа повинна забезпечити безперервний контроль: за цінами на цінні папери та інші фінансові інструменти ... котируванням цінних паперів та оприлюдненням їх біржового курсу ...

Якщо відійти від цієї строкатої картини, на якій наявні ще й ринкові ціни та ринкові вартості (чи це одне й те саме?), можна зробити висновок: **у Положенні про функціонування фондових бірж немає формалізованих вимог до порядку визначення біржового курсу та здійснення котирування з боку регулятора.** І це є проблемою не тільки організованого і не тільки фондового ринку, а проблемою економіки України взагалі.

Питання, як котирувати цінні папери та визначати їх біржовий курс, самостійно вирішують у своїх Правилах фондові біржі. Якщо проаналізувати,



як це робиться на різних біржах (правила фондових бірж, оприлюднені на їх сайтах, свідчать, що котирування та визначення біржового курсу здійснюється по-різному як за суттю, так і за умовами, за яких він визначається), то **відсутність стандартизації підходів до визначення ринкової вартості цінних паперів призводить до зрозумілих і очікуваних результатів.**

Наприклад, за Правилами фондової біржі ПФТС³, котировка – пропозиція учасника торгів щодо купівлі/продажу цінних паперів та інших фінансових інструментів на ринку котировок за умовами щодо виду цінного папера, кількості, ціни, дати та умов виконання розрахунків та інших умовах, визначених у Правилах біржі. Таким чином, така котировка (у тому числі і так звана "тверда" котировка, умови якої, згідно з п. 7.3 Правил біржі ПФТС, можуть бути акцептовані іншими учасниками торгів без переговорів) є всього лише заявкою на купівлю/продаж цінних паперів та інших фінансових інструментів. Такий механізм торгів призвів до появи "національного" поняття "ринку котировок", що поглибило термінологічну плутанину щодо визначення ринкової вартості цінних паперів.

Не стали винятком і Правила ВАТ "Українська біржа"⁴, яка претендує на технологічне лідерство на українському біржовому ринку внаслідок активного впровадження прогресивної технології торгів на ринку заявок – відповідно до розділу 27 Правил біржі, для розрахунку біржового курсу використовуються результати торгів як на ринку заявок, так і на ринку котировок.

Однак котировки та ціни укладених договорів на різних фондових біржах навіть за ліквідними (за українськими мірками) цінними паперами відрізняються в рази, а інколи й на кілька порядків. Так, наприклад, за даними УАІБ [16], станом на 01.06.2009 р. за 13 акціями діапазон коливань курсів становив від 20 до 14876% (табл. 5); через півроку ситуація суттєво не змінилася на краще: станом на 01.11.2009 р. за 14 акціями діапазон коливань курсів становив від 23 до 3021% (табл. 6)!

Ще більшу плутанину додає наявність на сьогодні двох етапів укладення договорів на фондовій біржі (біржова угода та біржовий контракт), регламентована Положенням про функціонування фондових бірж⁵.

Не варто забувати і про податковий аспект цієї проблеми, що стосується не тільки інституціональних інвесторів, а й інших суб'єктів господарювання. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 19 "Об'єднання підприємств" [18] визначає справедливу вартість цінних паперів як поточну ринкову вартість на фондовому ринку, а за відсутності такої оцінки – як експертну оцінку. Справедливою вартістю (звичайною ціною) п. 1.20.2 Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" [19] пропонує вважати ціни, встановлені на організованому ринку цінних паперів, або біржову ціну (біржове котирування). То яку ж ціну обрати бухгалтеру?

Відсутність об'єктивності в процедурі котирування та визначенні біржового курсу призводить до використання цінних паперів у схемах відмивання незаконно отриманих капіталів і несплати податків (див. п. 3.3).

³ Правила затверджені Біржовою радою ВАТ "Фондова біржа ПФТС" рішенням від 14.11.2008 р. № 1.1 та зареєстровані ДКЦПФР рішенням від 23.12.2008 р. № 1530.

⁴ Правила затверджені Біржовою радою ВАТ "Українська біржа" (Протокол від 09.10.2008 р. № 1 зі змінами та доповненнями, внесеними Протоколом від 27.05.2009 р. № 10) та зареєстровані ДКЦПФР рішенням від 14.07.2009 р. № 832.

⁵ Докладніше про цю проблему див.: [17].



Таблиця 5

**Біржові курси акцій, визначені на різних фондових біржах України
(станом на 01. 06. 2009 р.)**

Емітент	Біржі, де визначено біржовий курс	max курс	min курс	Діапазон коливань, %
Старокраматорський машинобудівний завод	ПФТС, СЕФБ	314,50	2,10	14876,2
Гадяцька "Сільгоспхімія"	ПФТС, СЕФБ	12,002	0,25	4700,8
Українська автомобільна корпорація	ПФТС, СЕФБ	3964,194	95,00	4072,8
Агромашекспо	СЕФБ, МФБ	5,00	0,25	1900,0
Кальдера	ПФТС, СЕФБ	10,00	0,755	1224,5
Донбасенергобуд	ПФТС, СЕФБ	1,83	0,25	632,0
Ужгородський турбогаз	ПФТС, УМФБ	21,83	3,50	523,7
Газові мережі	ПФТС, ПФБ	10,00	2,50	300,0
НВО композитних матеріалів	СЕФБ, МФБ	4,02	1,75	129,7
Агромашбуд	ПФТС, СЕФБ	3,11	1,50	107,3
Київський ювелірний завод	ПФТС, УФБ	200,00	109,00	83,5
ЗНВКІФ Біотекінвест	ПФТС, СЕФБ, УМФБ	1,40	1,09	28,4
Луганськтепловоз	ПФТС, УБ	3,00	2,50	20,0

Джерело: складено за даними УАІБ [16].

Таблиця 6

**Біржові курси цінних паперів, визначені на різних фондових біржах
України (станом на 01.11.2009 р.)**

Емітент	Біржі, де визначено біржовий курс	max курс	min курс	Діапазон коливань, %
Українська автомобільна корпорація	ПФТС, СЕФБ, УБ	3964,19	127,00	3021,4
НПК "Галичина"	ПФТС, УБ	1,20	0,1935	520,2
Ужгородський турбогаз	ПФТС, УМФБ	21,39	3,50	511,1
Київський ювелірний завод	ПФТС, УФБ	240,00	50,00	380,0
Газові мережі	ПФТС, ПФБ	11,30	2,50	352,0
Запоріжсталь	ПФТС, УБ	2,50	1,30	92,3
Авангардінвест	ПФТС, СЕФБ	8,00	5,00	60,0
АВТОКРАЗ	ПФТС, УБ	0,125	0,08	56,3
Житомиробленерго	ПФТС, УБ	3,65	2,35	55,3
Кальдера	ПФТС, СЕФБ	7,00	5,00	40,0
ІНТЕРПАЙП Нижньодніпровський трубопрокатний завод	ПФТС, УБ	17,552	12,742	37,8
Суднобудівний завод "Залів"	ПФТС, УБ	0,17	0,125	36,0
Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	ПФТС, УБ	3,30	2,5971	27,1
Концерн Стирол	ПФТС, УБ	63,00	51,241	22,9

Джерело: складено за даними УАІБ [16].

Таким чином, чинне законодавство України містить досить різні визначення таких термінів, що так чи інакше використовуються для визначення вартості цінних паперів: "ринкова вартість", "біржовий курс", "курс цінного



папера", "котирувальна ціна", "курсова ціна", "котировка", "котирування", "котування", "справедлива ціна".

3.2. Оцінка вартості цінних паперів в активах інституціональних інвесторів. Такий докладний термінологічний аналіз чинного законодавства наведено тому, що всі ці терміни безпосередньо впливають на оцінку активів суб'єктів господарювання і насамперед активів інституціональних інвесторів.

3.2.1. Найбільш виважену позицію щодо процедури визначення справедливої вартості цінних паперів займає НБУ, який, починаючи з 1999 р., постійно намагається формалізувати цю процедуру, виходячи з реалій вітчизняного фондового ринку, та змінив уже не одну редакцію методики оцінки цінних паперів у портфелях банків.

Останні зміни стосувалися оцінки вартості лістингових цінних паперів.

Згідно з п. 3.2 Положення про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами [20] банк для розрахунку резерву за цінними паперами, що обліковуються в портфелі банку на продаж та внесені до біржового реєстру, має брати справедливую вартість цінного папера, визначену за його *котирувальною ціною* покупця (ціною bid) за даними *оприлюднених котирувань* лістингових цінних паперів на фондових біржах за станом на час закриття останнього біржового дня звітного місяця. У разі відсутності таких *котирувань* на зазначену дату банк має визначати справедливую вартість цінного папера, який внесено до біржового реєстру, за його останнім *біржовим курсом*, що визначений за результатами біржових торгів, які відбулися протягом останніх п'яти робочих днів звітного місяця. Це, по суті, певний механізм, алгоритм, яким і має бути котирування.

Вказана редакція Положення затверджена Постановою НБУ [21], за якою банки були зобов'язані сформувати резерв під операції з цінними паперами відповідно до цієї постанови до 1 березня 2009 р. До цього оприлюднені котирування та біржові курси використовувалися для розрахунку резерву за цінними паперами незалежно від того, чи належать цінні папери, що обліковуються в портфелі банку на продаж, до біржового реєстру.

Проте наведені дані свідчать (див. табл. 1), що банки останнім часом досить успішно уникали необхідності формувати значні резерви під ризиковані операції з цінними паперами. Частка резервів під знецінення цінних паперів у загальній сумі резервів, що формуються банками за категоріями активів, постійно скорочувалася: з 2,16 у 2006 р. до 0,88% у 2008 р. Однак у 2009 р. в результаті суттєвого зменшення ринкової вартості цінних паперів внаслідок глобальної фінансової кризи резерви банків під знецінення інвестиційного портфеля зросли з 0,39 до 1,95 млрд грн, тобто вп'ятеро. При цьому частка резервів під знецінення цінних паперів у загальній сумі резервів зросла до 1,72%. Відсоток сформованих резервів до обсягу цінних паперів у портфелі банків зріс за півріччя з 0,96 до 4,89%. Для порівняння: в середньому по активах банків передусім за рахунок формування резервів під кредитні операції – з 4,77 до 12,95% (див. табл. 1). Слід звернути увагу і на поступову зміну банками структури цінних паперів, що утримуються в активах, відповідно до вимог регулятора щодо резервування.

Таким чином, наслідки регулювання очевидні: в інвестиційному портфелі банків переважають цінні папери, що рефінансуються НБУ⁶, та

⁶ Згідно з п. 2.1. глави 2 розділу II Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України [22], Національний банк здійснює рефінансування банків лише під відповідне забезпечен-



Визначення ринкової вартості цінних паперів...

лістингові цінні папери, ліквідність яких та відповідність ціни справедливому рівню попиту та пропозиції повинна бути максимальною.

3.2.2. Також досить консервативно оцінюються активи НПФ. Мабуть, не треба пояснювати, чому обидва регулятори (ДКЦПФР та Держфінпослуг) повинні дуже прискіпливо підходити до об'єктивності оцінки вартості активів НПФ. По-перше, досвід розвитку провідних економік свідчить, що ці інституціональні інвестори мають найбільший потенціал зростання: у світі саме пенсійні фонди є основними гравцями на ринку цінних паперів. По-друге, щонайменші негаразди в системі пенсійного забезпечення здатні суттєво збільшити соціальне напруження в країні.

Згідно з п. 3 Положення про порядок визначення чистої вартості активів НПФ [23], акції і облігації українських емітентів оцінюються таким чином:

1) **за ціною останнього зареєстрованого договору**, який одночасно відповідає таким вимогам:

вартість договору має бути в діапазоні між найвищою пропозицією на купівлю і найнижчою пропозицією на продаж на дату здійснення договору. При цьому сума договору має становити не менше ніж 10000 (десять тисяч) гривень;

строк виконання договору має становити не більше 30 (тридцяти) календарних днів, що передують дню проведення оцінки;

загальний обсяг договорів за 30 (тридцять) календарних днів, що передували дню здійснення оцінки, має становити не менше 100000 (сто тисяч) гривень;

2) **за останньою оцінною вартістю**, якщо договір був укладений більше ніж за 30 (тридцять) календарних днів до дня здійснення оцінки і ціна такого договору на день здійснення оцінки була в діапазоні між найвищою пропозицією на купівлю та найнижчою пропозицією на продаж оцінюваних акцій, що зареєстровані на організованому ринку.

Тобто також має місце певна формалізація визначення справедливої вартості. Слід зазначити, що і у світі, навіть незважаючи на те, що тотальне падіння фондових індексів призвело до масштабного зменшення вартості активів в управлінні пенсійних фондів⁷, переважили підходи до оцінки вартості пенсійних активів, що базуються саме на ринковій вартості [25].

3.2.3. Першими інституціональними інвесторами в Україні, які змушені орієнтуватись винятково на біржовий курс, стали інститути спільного інвестування. З 01.04.2009 р. набрали чинності зміни до Положення про порядок визначення вартості чистих активів ІСІ [26], внесені Рішенням ДКЦПФР від 16.12.2008 р. № 1441, згідно з якими ринкова вартість цінних паперів українських емітентів, які внесені до біржового списку, ви-

ня: державними облігаціями України (власними та такими, що перебувають у довірчій власності банку); депозитними сертифікатами; облігаціями місцевих позик, облігаціями підприємств (крім цільових), іпотечними облігаціями (лише звичайні), що вільно обертаються на ринку; цінними паперами Державної іпотечної установи; векселями суб'єктів господарювання – резидентів України, що враховані банком за дисконтною ставкою, не нижчою, ніж облікова ставка Національного банку; векселями банків, авальованими іншим банком; гарантіями іншого банку-резидента; іпотечними сертифікатами з фіксованою дохідністю (лише іменні документарні); подвійними складськими свідоцтвами, що містять складські свідоцтва та заставні свідоцтва, за умови надання банком кредиту під їх забезпечення; заставними; заставою майнових прав, що виникли в банку в результаті укладення кредитного договору між ним та відповідним суб'єктом господарювання; акціями власників істотної участі в банку.

⁷ За результатами дослідження "Міжнародні пенсійні активи" консалтингової компанії Watson Wyatt, вартість активів світових інституційних пенсійних фондів (без урахування активів першого рівня) зменшилась за 2008 р. приблизно на 19% (з 24,7 до 20 трлн дол. США), що особливо вражає на фоні зростання в середньому на +12% протягом 2002–2007 рр. [24].



значається за даними біржового курсу організатора торгівлі, розрахованого та оприлюдненого відповідно до вимог законодавства (розділ 2, п. 1). У попередній редакції ринкова вартість цінних паперів, які перебувають в обігу на організаційно оформлених ринках, визначалася за даними останньої офіційної котировки організаційно оформленого ринку.

Але і до цього інвестиційні декларації відкритих ІСІ іноді містили певні алгоритми розрахунку ринкової вартості цінних паперів, виходячи з тих чи інших комбінацій цін останньої біржової угоди та котировок на купівлю і продаж, з урахуванням обсягів торгів.

Інші інвестори (наприклад, страховики⁸) продовжують користуватися для оцінки своїх активів *котировками*.

3.3. Позиція регуляторів. Зацікавленість суб'єктів ринку, і в тому числі регуляторів, у справедливому визначенні ринкової вартості цінних паперів очевидна. І це не обмежується питаннями адекватної оцінки вартості цінних паперів у портфелях інституціональних інвесторів.

Держфінмоніторинг уже давно констатував, що цінні папери, з огляду на складність визначення їх справедливої вартості, найбільш зручно використовувати для легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом. Такої самої думки дотримується і ДПАУ⁹. У першу чергу йдеться про "технічні" ("сміттєві") цінні папери, з якими борються ДПАУ та ДКЦПФР.

Кількісні показники цієї спільної роботи вражають: протягом 2008–2009 рр. відмовлено в емісії "технічних акцій" на 50 млрд грн; призупинено обіг акцій 698 ВАТ на суму 8,9 млрд грн; відмінено реєстрацію емісій 1327 компаній з ознаками фіктивності на суму 7 млрд грн; 314 компаній позбавлено державної реєстрації [28]. Втім проблема залишається достатньо гострою: по-перше, відсутні об'єктивні критерії "технічності" цінних паперів, по-друге, не так все очевидно навіть і з ціною так званих "блакитних фішок" вітчизняного ринку цінних паперів.

Можна спрогнозувати, що такими самими будуть і "успіхи" ДКЦПФР щодо боротьби з маніпулюванням цінами, якщо не буде об'єктивної ціни як загальновизнаного орієнтира.

4. Визначення справедливої ринкової вартості цінних паперів: світова практика. У розвинутих економіках для визначення вартості цінних паперів в активах інвесторів використовується тільки ринкова ціна, сформована на організованому ринку цінних паперів. Свою принципову позицію щодо обліку інвестицій в активах банків та інших інституціональних інвесторів винятково за ринковою вартістю ще у вересні 2008 р. висловив і регулятор найбільшого фондового ринку світу – США – Комісія з цінних паперів і бірж (SEC)¹⁰.

⁸ Однак проект Положення про критерії та нормативи достатності капіталу, диверсифікованості та якості активів страховика, оприлюднений 19.11.2008 р. на Інтернет-сайті Держфінпослуг (www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/Pologennya_do_dodatka_19.11.08_povtorne.pdf), передбачає визначення вартості цінних паперів саме за біржовим курсом на дату розрахунку або на останню дату визначення біржового курсу, що передусє дню розрахунку у разі, якщо на дату розрахунку не відбувалося визначення біржового курсу.

⁹ "Операції з цінними паперами користуються популярністю серед кримінальних структур. Вони здобувають зручний спосіб відмивання незаконно отриманих капіталів і створення схем несплати податків", – наголосив директор департаменту ДПАУ по боротьбі з відмиванням незаконних доходів І. Стельмахович [27].

¹⁰ Багато законодавців США вважають, що на тлі падіння цін на папери, пов'язаних з іпотекою, саме це правило призвело до мільярдних списань фінансовими компаніями своїх інвестицій, що в підсумку ще більше підірвало довіру на ринку. Наразі американські банки повинні щокварталу коригувати вартість низки ак-



Крім того, у світовій практиці переважають підходи до максимальної уніфікації підходів до визначення об'єктивної вартості активів, принаймні в активах інституціональних інвесторів. Так, старший експерт з пенсійних питань Проекту USAID "Розвиток ринків капіталу" Гері Гендрікс зауважує, що "хоча метод оцінки активів за їхньою поточною ринковою вартістю може і не завжди точно відображати "справжню" вартість активів в Україні, у нього є чітка перевага: цей метод пропонує **єдиний** підхід до оцінки вартості **всіх** активів. Якщо запровадити однаковий метод для всіх фондів, учасники фондів зможуть порівнювати результати діяльності всіх фондів, що зробить процес оцінки активів більш прозорим для майбутніх пенсіонерів" [30].

На наш погляд, варто звернути увагу на російський досвід визначення об'єктивної ціни фінансових інструментів (табл. 7).

Російський фондовий ринок хоча й сусідній з українським (відноситься до групи емерджентних ринків) і певною мірою схожий на український (в Україні, до речі, "дочки" російських брокерських компаній відіграють суттєву роль), але значно успішніший у плані забезпечення ліквідності та залучення інвесторів. Російський досвід доцільно проаналізувати також тому, що на відміну від розвинутих ринків, де біржі зацікавлені в чесній ціні (бо це є складовою їх капіталізації), на *emerging markets* та *frontier markets* цю функцію **повинен** брати на себе регулятор. В інших країнах справедливість ціноутворення на біржі також жорстко регламентується та досягається різними нормативними, організаційними та технологічними заходами відповідно до специфіки розвитку фондового ринку кожної країни.

В будь-якому разі, регулятор фінансового ринку надає перевагу цінам, що складаються на організованому ринку, та має чіткі критерії, за якими може об'єктивно оцінити, чи достатньо біржа контролює процес формування біржових цін. До того ж провідні фондові біржі світу не менше за регуляторів зацікавлені, щоб не постраждала їх репутація (відповідно, і ринкова капіталізація) у разі неадекватного визначення вартості цінних паперів, тому висувають до цінних паперів, що мають обіг на біржі, високі лістингові вимоги – як щодо фінансових показників емітентів, так і стосовно ліквідності цінних паперів.

Вимоги до визначення ринкової ціни в Російській Федерації регламентовані Податковим кодексом Російської Федерації (далі – ПК РФ) від 05.08.2000 р. № 117-ФЗ. Ст. 280 ПК РФ "Особливості визначення податкової бази за операціями з цінними паперами" визначає **ринкову котировку** як середньозважену ціну цінного папера по договорах, укладених протягом торговельного дня через організатора торгівлі. Якщо по одному й тому самому цінному паперу договори уклалися через двох і більше організаторів торгівлі, то платник податків має право самостійно обрати ринкову котировку, що склалася на одному з організаторів торгівлі. У разі, якщо середньозважена ціна організатором торгівлі не розраховується, то з метою визначення податкової бази за середньозважену ціну приймається половина суми максимальної й мінімальної цін договорів, укладених протягом торговельного дня через цього організатора торгівлі.

тивів, виходячи з їх поточної ринкової ціни. Деякі законодавці запропонували ввести мораторій на застосування цього правила й запропонували включити відповідний пункт в урядовий законопроект по підтримці фінансової системи США. На їхню думку, нинішні ринкові ціни на ряд видів цінних паперів, пов'язаних з іпотекою, відірвані від реальності, тому що відбувається "пожежний" розпродаж цих зобов'язань. Їхні опоненти вважають, що подібний крок можна зрівняти з поведінкою хворого, який сам прийшов до лікаря, а потім образився за те, що йому поставили правдивий діагноз. Крім того, скасування правила *fair value* знизить прозорість звітності та ще більше підсилить страхи на ринку [29].

**Критерії визначення ринкової ціни
у нормативних актах Російської Федерації**

Вид ціни	Призначення	Нормативний документ	Критерії визначення	Порядок розрахунку
Перша ринкова ціна (риночная цена)	Визначення податкової бази по податку на доходи фізичних осіб, переоцінка вкладень у цінні папери, оцінка цінних паперів, що приймаються брокером як забезпечення по маржинальних угодах тощо	Постанова ФКЦП Росії від 24.12.2003 р. № 03-52/пс "Про затвердження порядку розрахунку ринкової ціни емісійних цінних паперів і інвестиційних паїв пайових інвестиційних фондів, допущених до обігу через організаторів торгівлі, і встановлення граничної межі коливань ринкової ціни"	1.1) Протягом торговельного дня на дату розрахунку ринкової ціни по цінному папера було укладено 10 і більше договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом торговельного дня
			1.2) Протягом торговельного дня на дату розрахунку ринкової ціни по цінному папера було укладено менше 10 договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом останніх 90 торговельних днів
			1.3) Протягом останніх 90 торговельних днів було укладено менше 10 договорів	ринкова ціна не розраховується
			1.4) Враховуються договори, укладені на підставі заявок, адресованих усім учасникам торгів, за умови, що сумарний обсяг договорів по цінному папера становив не менше 300 тис. руб.	
			1.5) Ринкова ціна розраховувалася двома або більше організаціями торгівлі	особа, що визначає ринкову ціну, має право самостійно вибрати організатора торгівлі для розрахунку ринкової ціни незалежно від того, чи уклалися ним угоди через зазначеного організатора торгівлі на ринку цінних паперів
Друга ринкова ціна (риночная цена)	Визначення ринкової вартості активів та вартості чистих активів, до яких інвестовано кошти пенсійних накопичень, в т.ч. активи НПФ	Порядок розрахунку ринкової вартості активів і вартості чистих активів, в які інвестовані кошти пенсійних накопичень, затверджений Наказом ФСФР від 26.12.2006 р. № 06-155/пз-н	2.1) Протягом торговельного дня по цінному папера було укладено не менше 10 договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом торговельного дня
			2.2) Протягом торговельного дня по цінному папера було укладено менше 10 договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом останніх 2 торговельних днів, якщо кількість таких договорів не менше 10

			2.3) Протягом 2 торговельних днів по цінному папера було укладено менше 10 договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом останніх 3 торговельних днів, якщо кількість таких договорів не менше 10
			2.4) Протягом трьох торговельних днів по цінному папера було укладено менше 10 договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом останніх 5 торговельних днів, якщо кількість таких договорів не менше 10
			2.5) Протягом п'яти торговельних днів по цінному папера було укладено менше 10 договорів	середньозважена ціна по договорах, укладених протягом останніх 10 торговельних днів, якщо кількість таких договорів не менше 10
			2.6) Розрахунок здійснюється за умови, що обсяг договорів, за якими розраховується середньозважена ціна, складає не менше 500 тис. руб.	
			2.7) Ринкова ціна розраховувалася двома або більше організаціями торговлі	Приймається ринкова ціна, визначена за ринковими договорами з найбільшим обсягом
Визнана котирувка (признавася котировка)	Визначення оцінної вартості цінних паперів, що складають активи інвестиційних фондів (далі – ІФ), та розрахункової вартості паїв пайових ІФ та чистих активів акціонерних ІФ	Положення про порядок і терміни визначення вартості чистих активів акціонерних інвестиційних фондів, вартості чистих активів пайових інвестиційних фондів, розрахунковою вартістю інвестиційних паїв пайових інвестиційних фондів, а також вартості чистих активів акціонерних інвестиційних фондів з розрахунку на одну акцію, затверджене Наказом ФСФР від 15.06.2005 р. № 05-21/пз-н	3.1)–3.6) Аналогічно 2.1)–2.6) 3.7) Цінні папери допущено до торгів двома чи більше російськими організаціями торговлі	За наслідками торгів у організатора торговлі, визначеного або обраного відповідно до Правил інвестиційного фонду



Ринковою ціною цінних паперів, що перебувають в обігу на організованому ринку, для цілей оподаткування визнається фактична ціна реалізації або іншого вибуття цінних паперів, **якщо ця ціна перебуває в інтервалі між мінімальною й максимальною цінами договорів (інтервал цін)** із зазначеним цінним папером, зареєстрованої організатором торгівлі на дату здійснення відповідного договору. Якщо по одному й тому самому цінному паперу договори на зазначену дату відбувалися через двох і більше організаторів торгівлі, то платник податків має право самостійно вибрати організатора торгівлі, значення інтервалу цін якого будуть використані платником податків для цілей оподаткування¹¹.

У разі реалізації цінних паперів, що перебувають в обігу на організованому ринку, за ціною нижче мінімальної ціни договорів на організованому ринку при визначенні фінансового результату приймається мінімальна ціна договору на організованому ринку.

Відносно цінних паперів, що не перебувають в обігу на організованому ринку, для цілей оподаткування приймається фактична ціна реалізації або іншого вибуття даних цінних паперів при виконанні хоча б однієї з таких умов:

1) якщо фактична ціна відповідного договору перебуває в інтервалі цін по аналогічному (ідентичному, однорідному) цінному паперу, зареєстрованому організатором торгівлі на дату здійснення договору або на дату найближчих торгів, що відбулися до дня здійснення відповідного договору, якщо торги по цих цінних паперах проводилися хоча б один раз протягом останніх 12 місяців;

2) **якщо відхилення** фактичної ціни відповідного договору **перебуває в межах 20%** у бік підвищення або зниження **від середньозваженої ціни** аналогічного цінного паперу, розрахованої організатором торгівлі за підсумками торгів на дату здійснення такого договору або на дату найближчих торгів, що відбулися до дня здійснення відповідного договору, якщо торги по цих цінних паперах проводилися хоча б один раз протягом останніх 12 місяців¹².

Тобто в Росії законодавець чітко розрізняє ціни на біржовому та позабіржовому ринках і, безумовно, надає перевагу організованому ринку (а по суті, стимулює до укладання договорів на організованому ринку). Таким чином, в податковому законодавстві та спеціалізованому законодавстві, що регулює ринок цінних паперів РФ, має місце чітка система регламентування визначення справедливої ціни для різних випадків.

Кількісні критерії, які застосовуються на різних біржах, звісно, мають певні відмінності відповідно до рівня ліквідності в країні, однак вони вима-

¹¹ За відсутності інформації про інтервал цін на організаторах торгівлі на дату здійснення договору платник податків приймає інтервал цін при реалізації цих цінних паперів за даними організаторів торгівлі на дату найближчих торгів, що відбулися до дня здійснення відповідного договору, якщо торги по цих цінних паперах проводилися на організаторі торгівлі хоча б один раз протягом останніх 12 місяців. При дотриманні платником податків порядку, викладеного вище, фактична ціна реалізації або іншого вибуття цінних паперів, що перебуває у відповідному інтервалі цін, приймається для цілей оподаткування як ринкова ціна.

¹² У разі відсутності інформації про результати торгів по аналогічних (ідентичних, однорідних) цінних паперах фактична ціна договору приймається для цілей оподаткування, якщо зазначена ціна відрізняється не більше ніж на 20% від розрахункової ціни цього цінного паперу, що може бути визначена на дату здійснення договору з цінним папером з урахуванням конкретних умов укладеного договору, особливостей обігу й ціни цінного паперу та інших показників, інформація про які може служити підставою для такого розрахунку. Для визначення розрахункової ціни акції платником податків самостійно або із залученням оцінювача повинні використовуватися методи оцінки вартості, передбачені законодавством Російської Федерації, для визначення розрахункової ціни боргового цінного паперу може бути використана ставка рефінансування Центробанку Росії. У разі, коли платник податків визначає розрахункову ціну акції самостійно, використовуваний метод оцінки вартості повинен бути закріплений в обліковій політиці платника податків.



гають певної кількості укладених договорів протягом певного періоду, усереднення цін, за якими укладаються договори, контролю їх укладення в певному ціновому діапазоні (такий контроль здійснюється автоматично або за це відповідають найавторитетніші учасники біржових торгів), контролю виконання зобов'язань за договорами тощо. Якщо біржа недостатньо зважено підходить до процедури котирування та визначення об'єктивної ціни, то це є свідченням її неспроможності виконувати свої основні економічні, і відповідно регуляторні функції.

Саме така ситуація внаслідок недостатнього нормативного регулювання існує в Україні. Через відсутність жорсткого регламентування дій фондових бірж щодо забезпечення обов'язковості розрахунків за укладеними на біржі договорами, впровадження дієвої процедури визначення біржового курсу, а також відсутність стимулів для бірж самостійно впроваджувати такі заходи, довіра до цін, визначених на біржовому ринку України, є на сьогодні низькою.

5. Причини відсутності дієвого механізму об'єктивного визначення біржового курсу в Україні. Наявність єдиного підходу (визначеного за єдиними критеріями) до біржового курсу для оцінки вартості фінансових інструментів зовсім не означає, що ринок (тобто брокери) повинен використовувати тільки цей показник для оцінки стану свого портфеля та ухвалення інвестиційних рішень щодо придбання/продажу фінансових інструментів. Біржовий курс – це тільки одна з котировок, визначена за досить консервативною методикою, яка призначена передусім для оцінки портфелів інституціональних інвесторів, що також є досить консервативними за своєю структурою – і це зрозуміло, бо інституціональні інвестори оперують залученими коштами, у тому числі коштами населення.

Тож, можливо, кожний із регуляторів фінансових ринків України має підстави вважати, що для кожного окремо взятого випадку потрібні різні підходи до визначення ринкової вартості цінних паперів? Або кожна біржа має унікальні, тільки для неї прийнятні методи котирування? Мабуть, що ні. Просто регулятори не дуже довіряють цінам, які складаються на організаційно оформленому вітчизняному фондовому ринку. І мають для цього всі підстави.

Світовий досвід показує, що єдиним місцем, де може скластися справедлива ціна на цінний папір, є фондова біржа як найбільш прозорий та регульований елемент фондового ринку. Однак в Україні лєвова частка торгівлі цінними паперами здійснюється поза фондовими біржами. Відсутні навіть тенденції до збільшення частки торгів на організованому ринку: за даними річних звітів ДКЦПФР [7], після абсолютного мінімуму організованих торгів у 2003 р. (3,58 млрд грн або 1,8% від загального обсягу укладених торговцями цінними паперами договорів) частка торгів на організаторах торгівлі до 2006 р. зросла до 5,9%, але у 2007–2009 рр. знову знизилася¹³ – і це при абсолютному зростанні обсягів торгів на біржах за період 2003–2008 рр. у 10 разів! Це дозволяє говорити про численні проблеми у механізмі формування цін та про ненадійність ціноутворення на українських фондах.

¹³ За 2008 р. обсяг торгів з цінними паперами на організаторах торгівлі становив 37,76 млрд грн, а загальний обсяг торгів на ринку цінних паперів – 883,4 млрд грн. Таким чином, частка організованого сегмента ще зменшилася до 4,3%. За оперативними даними ДКЦПФР, у 2009 р. ситуація не покращилася: обсяг укладених біржових договорів практично не змінився (38 млрд грн), що на тлі збільшення суми договорів, укладених торговцями цінними паперами, до 1 трлн грн, призвело до зменшення частки організованого сегмента фондового ринку до 3,8%.



Фондова біржа для виконання покладених на неї функцій повинна звести разом безліч покупців і продавців і надати механізм для визначення "справедливої та об'єктивної ціни" цінних паперів на базі пропозицій сотень або навіть тисяч інвесторів. Це підтверджує існуюча світова практика й просто здоровий глузд. У світі немає іншого механізму визначення справедливої ціни на біржах. Але для цього організація торгів на фондовій біржі повинна відповідати певним вимогам. Для адекватного визначення справедливої ціни ринок, на якому ця ціна визначається, повинен бути ефективним, тобто ринком, де ринкова ціна фінансового інструменту відображає його реальну ціну.

На ефективному ринку *поточна ціна інструменту повністю відображає всю наявну інформацію і є справедливою*. Саме всю інформацію, тому що ціна складається в результаті всіх дій учасників ринку. Поточна ціна справедлива, тому що учасники ринку згодні купувати й продавати даний цінний папір за цією ціною. Як тільки надходить нова інформація, ринок її поглинає та зміщує ціну вниз або вгору. На ефективному ринку допускаються відхилення вище або нижче справедливої ціни, але ці відхилення хаотичні. На тривалому проміжку часу *ціна повинна вірогідно відображати справедливу вартість цінного папера*.

Зрозуміло, що стовідсотково ефективних ринків не існує, але провідні фондові ринки характеризуються досить високою ефективністю, аби їх визначення ціни було найбільш близьким до справедливого рівня.

Викладене вище дозволило виокремити **основні чинники ефективного фондового ринку**:

- 1) обов'язковість укладення договорів та проведення розрахунків;
- 2) впровадження принципу Delivery versus Payment (DVP – "поставка проти платежу") для забезпечення обов'язковості (безумовності) та безризикованості розрахунків за укладеними на біржі договорами;
- 3) анонімність укладання договорів;
- 4) наявність контролю за ринком з боку бірж та регулятора для вжиття своєчасних заходів щодо боротьби з ціновим маніпулюванням;
- 5) значна кількість учасників;
- 6) достатній рівень ліквідності.

Визначають такі класифікаційні ознаки ринків з точки зору їх ефективності: сильний (вся доступна учасникам ринку інформація відбивається в динаміці ціни); відносний (внаслідок відсутності заходів, що запобігають використанню інсайдерської інформації, в ціні відображається лише легкодоступна інформація); слабкий (сформована на такому ринку ціна найчастіше взагалі не відображає дійсність).

Практика функціонування вітчизняного фондового ринку та його порівняння з іншими ринками свідчать, що його ефективність є низькою. І це цілком об'єктивно, бо переважна частина наведених вище параметрів ефективного фондового ринку досі не впроваджена в Україні, незважаючи на нормативні новації регулятора (ДКЦПФР).

5.1. Оцінка впливу критеріїв ефективного ринку на достовірність біржового курсу в Україні

1. Хоча в Положенні про функціонування фондових бірж [14] наголошується, що безпосередньою функцією фондової біржі є **контроль за виконанням біржових контрактів**, а також за цінами на цінні папери та інші фінансові інструменти, на вітчизняному організованому ринку наявні численні



факти відміни укладених договорів або зміни їх умов. Про такі факти учасники ринку охоче розповідають ЗМІ¹⁴, але не дуже зацікавлені якісно змінювати ситуацію, оскільки в такій ситуації вони ж самі і мають найбільш комфортні умови для маніпулювання цінами чи обсягами торгів – у власних інтересах чи в інтересах клієнтів.

Відсутність необхідного контролю з боку бірж як організаторів торгівлі також призводить до численних фактів обігу на ринку цінних паперів, що мають ознаки фіктивності та використовуються для легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом, що стало підставою для Держфінмоніторингу України затвердити Типології легалізації (відмивання) доходів, одержаних в результаті здійснення фінансових операцій з неліквідними цінними паперами [31].

Останні зміни, внесені до Положення про функціонування фондових бірж¹⁵, вимагають визначати біржовий курс на підставі виконаних біржових контрактів, у яких передбачено, що термін їх виконання не перевищує трьох днів з моменту їх укладання. Відповідно до цього звітність організаторів торгівлі повинна передбачати окремі форми, за якими біржа матиме можливість довести регулятору, що дійсно контролює укладення та виконання договорів, за якими визначався біржовий курс.

2. Саме ефективна взаємодія між біржею, депозитарною та розрахунковими системами для забезпечення **принципу DVP** дозволяє мінімізувати вірогідність відсутності розрахунків за укладеними на біржі договорами.

Необхідна висока синхронізація завершення розрахунків, покликана виключити можливість виникнення ситуації, коли (через регіональну або технічну рознесеність елементів розрахункової та депозитарної систем) за тих чи інших причин розрахунки щодо будь-кого з учасників біржових торгів не можуть бути проведені в той час, коли інші учасники торгів вже вивели з ринку активи, отримані ними в результаті розрахунків¹⁶.

3. Справедлива ціна може виникнути тільки тоді, коли на оголошену **будь-ким** пропозицію "продаю" **будь-хто** може відповісти "кую", а коло покупців і продавців, хоча й обмежене процедурами доступу (це члени біржі, а також опосередковано і їх клієнти), але заздалегідь не персоніфіковане. Тобто до укладання договору покупець або продавець не знає, хто виявиться його контрагентом. *Договір на біржі укладається не з визначеним заздалегідь контрагентом, а за вигідніших умов, і тільки після його укладення контрагенти стають відомими один одному. Коли ж контрагенти відомі заздалегідь, то, напевно, заздалегідь може бути відома й ціна, а це прямиий шлях до маніпуляцій, тобто формування "несправедливих і необ'єктивних цін" на цінні папери [17].*

Тому насамперед потрібно чітко встановити:

¹⁴ Наприклад: *Еременко А.* Фондовый аэролат // БИЗНЕС. – 2007. – № 44 (http://investory.com.ua/press_center/survey_3/archives/survey_1/fondovij_aerostat); *Лямец С.* ГКЦБФР поборется с инсайдом // Экономические известия. – 2009. – № 12 (<http://www.eizvestia.com/fin/full/44311>); *Дружжерученко К.* Эффект декабря. Как времена года влияют на динамику украинского фондового рынка? // Контракты. – 2008. – № 16 (<http://kontrakty.ua/content/view/2951/39>); *Терехова Н.* Волшебники фондового рынка // Инвестгазета. – 2009. – № 44 (<http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2009/11/09/177215>).

¹⁵ Рішення ДКЦПФР від 06.10.2008 р. № 1110.

¹⁶ Схема "поставка проти платежу", згідно з Принципами IOSCO, дозволяє зменшити ризик того, що учасник торгів поставити іншій стороні за договором цінні папери на повну вартість і не одержить при цьому ніякої оплати. Така схема передбачає здійснення поставки тільки тоді, коли здійснюється оплата. Саме гарантоване DVP повністю забезпечує всі три основних завдання регулювання ринку цінних паперів, виділені IOSCO: захист інвесторів, забезпечення справедливості, ефективності та прозорості ринків, зниження системного ризику.



- Як на фондовій біржі укладається договір?
- На підставі яких договорів розраховується біржовий курс?
- Чи можна укласти на біржі фіктивний договір?

Тут ми стикаємось із поняттям "адресного" та "безадресного"¹⁷ ринку. Очевидно, що наявність адресного ринку максимально спрощує маніпуляцію цінами, але Положення про функціонування фондових бірж про це не містить ні слова. Проте це принципово різні форми укладення договорів. Логічним компромісом могла б бути регламентація можливості існування двох ринків – і "адресного" (так званий ринок котирувань), і "анонімного" (так званий ринок заявок). Але біржовий курс, тобто "справедливу ціну", необхідно визначати тільки на підставі безадресного (анонімного) ринку.

Аналогічну позицію займають й іноземні експерти, які констатують, що основна біржа в Україні (ПФТС) працює переважно з ринком котирувань¹⁸, який не заохочує до збільшення операцій на ринку. Брокерські компанії можуть подавати на біржу та тримати одночасно в діючому режимі лише одну заявку на цінний папір. Це означає, що кілька клієнтів не можуть обслуговуватись одночасно, вони мають чекати зі своїми заявками або здійснювати позабіржові операції, де ціни можуть відрізнятись від поточних ринкових (біржових) цін та будуть несприятливими для клієнта. Ринок котирувань заохочує брокерські компанії брати будь-які заявки клієнта до власних портфелів, а не передавати їх на біржу. Це означає, що клієнт не бачить, що відбулося з його заявкою, і йому набагато складніше оцінити, чи була справедливою (об'єктивною) сплачена ним ціна¹⁹.

При цьому більшість світових бірж, де проводяться торги з акціями та борговими інструментами, характеризуються наявністю так званого ринку заявок, що має багато переваг у порівнянні з моделлю ринку котирувань: кращі ціноутворення та ліквідність, нижчі спреди, збереження анонімності під час укладання договорів. Аналогічні тенденції складаються і в Україні: внаслідок активного впровадження ринку заявок більш ліквідні торги з акціями мають місце на ВАТ "Українська біржа", а не на ПФТС.

Саме за підсумками торгів на безадресному ринку заявок, тобто ринку, де мінімізовані можливості для цінового маніпулювання (оскільки учасники торгів не можуть знати заздалегідь, з ким укладають договір), і має розраховуватись біржовий курс фондових інструментів (і, вже як наслідок, біржові індекси). Це в

¹⁷ *Адресними* називаються біржові договори із купівлі-продажу цінних паперів, учасники яких ще до моменту укладення договору знають, з ким він укладається. Ціна договору в цьому разі залежить від домовленостей покупця й продавця. Такі договори не є біржовими в чистому вигляді. З тим же успіхом вони можуть укладатися й поза біржею. Прикладом таких договорів є так звані "позасистемні угоди", що укладаються на ММВБ. Це угоди з заздалегідь відомим контрагентом, що дозволяє (за необхідності) уникнути анонімності, притаманної стандартним біржовим договорам. Визначення таких угод терміном "позасистемні" (іноді їх також називають "переговорними") вказує не на те, що відповідні договори укладаються поза межами торговельної системи біржі, а на те, що їх ціни визначаються поза системою безперервного зіставлення заявок (безперервного подвійного аукціону), тобто не застосовуються для розрахунку ринкової ціни та оголошеного котирування [32]. Натомість *безадресні* заявки призначені для всіх учасників торгів. Такий підхід узятो на озброєння провідними фондовими біржами світу, оскільки саме анонімна торгівля на основі виставлення безадресних заявок створює передумови для формування справедливої, тобто об'єктивної ціни. Це й дозволяє організувати по-справжньому масові, високоліквідні та ефективні ринки.

¹⁸ На фондовій біржі ПФТС, за даними біржі, в 2008 р. укладено біржових угод на 45,9 млрд грн; за даними ДКЦПФР, обсяг виконаних біржових контрактів на ПФТС склав 33,8 млрд грн (90,5% від загального обсягу торгів на організованому фондовому ринку). При цьому на ринку заявок укладено лише 11 угод з ОВДП на суму 6,5 млн грн та 5 угод з акціями на 0,02 млн грн. Таким чином, частка укладених угод на ринку заявок в загальному обсягу укладених угод на ПФТС склала лише 0,014%.

¹⁹ Звіт групи експертів компанії "Nasdaq OMX Advisory" про стан біржового ринку України у 2008 р.



короткий термін позбавить фондовий ринок, принаймні організований його сегмент, від фіктивних паперів: навряд чи торговець цінними паперами візьме на себе безумовне зобов'язання щодо купівлі "сміттєвих" цінних паперів.

Взагалі визначення справедливої ціни є метою Положення про функціонування фондових бірж, тому, на наш погляд, недоцільно обмежуватись рекомендаціями, методичними вказівками²⁰. Положення повинно містити чіткі вимоги до визначення біржового курсу та котировок, які базуються на серйозній методологічній базі, що враховує достатньо факторів, які впливають на процес ціноутворення на фондовій біржі.

У процесі обговорення проектів змін до Положення про функціонування фондових бірж не один раз лунали заяви, що детальне регулювання вимог до правил біржових торгів, а тим більше до правил визначення біржового курсу, не є справою регулятора. При цьому автори таких заяв посилаються на авторитет великих та успішних іноземних бірж, що функціонують на ринках, регулятори яких не висувають жорстких нормативних вимог до організатора торгівлі. Але таке порівняння недоречне. Ці біржі функціонують не роки або десятиріччя, а сторіччя, і капіталізація провідних бірж напряму залежить від рівня довіри інвесторів до справедливого визначення біржею ціни та справжньої ліквідності паперів, що на них обертаються. Тому самі біржі зацікавлені висувати високі вимоги до котировок, біржового курсу і таке інше.

Інша картина в економіках, що розвиваються. Біржі в таких країнах не досить досвідчені в організації торгів та модифікації біржових технологій відповідно до змін на ринку; брокери віддають перевагу укладанню договорів саме на позабіржовому ринку, а не на біржах; цінні папери не достатньо ліквідні; ціни коливаються значно сильніше, ніж у розвинутих країнах через значно меншу диверсифікацію економіки та напрямів інвестування.

В умовах жорсткої конкуренції між організаторами торгівлі в Україні наразі біржі зацікавлені у збільшенні членів-торговців цінними паперами та емітентів у біржовому списку, а тому не дуже охоче йдуть на те, аби висувати жорсткі вимоги до процедури котирування та допуску в лістинг. І це не дивно, оскільки невдоволені емітенти та торговці цінними паперами, що з тієї чи іншої причини зацікавлені в проведенні регулярних торгів на організованому ринку цінними паперами конкретного емітента, з легкістю перейдуть на іншу фондову біржу, що декларує лояльніші умови визначення біржового курсу. Тому за приклад доцільно взяти російський досвід, де внаслідок послідовної та зрозумілої для інвесторів державної політики щодо підвищення привабливості вітчизняного ринку цінних паперів, жорсткого державного регулювання та дієвої боротьби з маніпулюванням цінами, податкового стимулювання підтримання достатньої ліквідності цінних паперів, які перебувають в обігу на біржі, в активах інституціональних інвесторів, фондовий ринок дійсно став важливим механізмом перетоком коштів.

4. Необхідно дати визначення біржового курсу як математичної формули та/або інтервалу, в якому ця формула має застосовуватися фондовими біржами, яка б залежала від обсягу торгів і ціни, що склалася за певний відрізок часу. Це б одразу забезпечило "однаковість", уніфікованість процедури формування біржового курсу на різних фондових біржах. Це, до речі, стане ефективним кроком до консолідації біржової системи. Наприклад, як стар-

²⁰ Однією з таких спроб є проект Методики розрахунку біржового курсу, оприлюднений на сайті Комісії 07.04.2009 р.



тове значення (згодом при збільшенні ліквідності ринку його можна посилити) можна було б прийняти критерії, що діють у Положенні ДКЦПФР про порядок визначення чистої вартості активів НПФ [23]. Біржовий курс цінного папера і обсяг договорів, за яким цей курс визначено, має бути не тільки публічними, але й обов'язковими для звітності до ДКЦПФР.

Чітке визначення біржового курсу тим більше важливе через існуючий нині невисокий авторитет фондових бірж (як організацій, що інформують про справедливу ціну) серед учасників фондового ринку й було б спрямоване на підвищення такого авторитету. Саме на основі цієї інформації відповідні служби ДКЦПФР та ДПАУ зможуть проводити дійсно ефективний аналіз і моніторинг, а за необхідності – вживати адекватні заходи впливу, зокрема, припиняти торги цінними паперами, зупиняти обіг цінних паперів, щодо яких виявлені ознаки маніпулювання. Фондова біржа, яка буде зобов'язана забезпечувати розрахунки за принципом "поставка проти платежу", має контролювати й звітувати перед ДКЦПФР про виконання договорів, а також оприлюднювати випадки, коли розрахунки не здійснено або укладений на біржі договір було розірвано.

Уніфікованість передбачає саме наявність мінімально необхідних вимог з боку регулятора. Якщо якась біржа забезпечить справді принципово вищий за конкурентів рівень ліквідності торгів, то регулятор, звісно, не стане забороняти біржі висувати ще більш жорсткі вимоги до процедури котирування та визначення біржового курсу, аніж передбачає законодавство.

Вже зараз внутрішні документи біржі ПФТС, де має обіг максимальна кількість цінних паперів порівняно з іншими організаторами торгівлі, передбачають жорсткіші вимоги до:

- максимально допустимих спредів, в межах яких виставляються котирування;
- середньомісячної вартості договорів щодо облігацій у біржовому реєстрі (вищі, ніж лістингові вимоги, наведені в Положенні про функціонування фондових бірж);
- максимального строку, протягом якого по цінному папера можуть бути відсутні котирування на купівлю та/або на продаж (втім слід зазначити, що забезпечити постійне котирування на ринку котировок досить нескладно);
- контролю за належним виконанням зобов'язань за укладеними договорами²¹.

Значною мірою це стало наслідком неодноразових критичних заяв на адресу фондової біржі ПФТС з боку саморегулювальних організацій, насамперед, УАІБ. З точки зору УАІБ, недосконалість процедур проведення торгів дозволяє провокувати різкі коливання показників біржового ринку для одержання спекулятивного прибутку (фактично внаслідок маніпулювання ціною). У той же час інституціональні інвестори і їхні клієнти зазнають втрат і ризиків недостовірного розрахунку вартості своїх активів на основі показників біржового курсу. Відкритий лист до Асоціації ПФТС від 23.09.2008 р. [33] з пропозицією попередити маніпулювання на фондовому ринку містить такі невідкладні заходи, зокрема: прискорити впровадження "ринку заявок" та здійснення біржових торгів за схемою "поставка проти оплати"; запровадити систему укладання біржових угод з попереднім депонуванням цінних паперів та

²¹ Рішення Біржової Ради ПФТС від 03.06.2008 р., від 14.11.2008 р., від 25.12.2008 р., від 10.10.2008 р.



грошових коштів; скоротити строки розрахунків за укладеними на біржі угодами до трьох робочих днів; підвищити відповідальність учасників торгів за невиконання строків розрахунків та поставки цінних паперів; розробити та запровадити прозорий і об'єктивний механізм визначення біржового курсу²².

Порівняно з вимогами інституціональних інвесторів зміни, внесені до внутрішніх документів біржі ПФТС, мають суто косметичний характер.

Переважає ж більшість бірж визначає у своїх Правилах лише показники, щодо яких котирувальна комісія ухвалює рішення про результати котирування та визначення біржового курсу, але конкретні кількісні критерії виносить (у кращому разі) до внутрішніх документів біржі, які не завжди оприлюднюються. Оскільки, як зазначено вище, інвестори не дуже задоволені результатами роботи фондових бірж, які найчастіше визначають біржовий курс просто на підставі останньої укладеної біржової угоди, ми вважаємо за доцільне, аби регулятор встановив у Положенні про функціонування фондових бірж бодай мінімальну планку критеріїв для визначення біржового курсу.

5. Якщо говорити про чисельність учасників ринку, то цей фактор матиме значення тільки за умови анонімності, обов'язковості розрахунків та забезпечення принципу DVP. Справді, чого варта велика кількість учасників ринку, якщо договір на біржі укладається адресно, винятково між двома учасниками, а інші ніяк не можуть на це вплинути? Мабуть, ціна, що склалася в таких умовах, буде не дуже близька до справедливої.

6. Чіткі вимоги до біржового курсу дозволять вирішити найболючішу проблему вітчизняного фондового ринку – його наднизьку ліквідність порівняно з сусідніми ринками. Одним з відносних показників, за допомогою якого можна оцінити ліквідність фондової біржі, є співвідношення обсягу торгівлі акціями та капіталізації акцій, що мають обіг на біржі. За даними Всесвітньої федерації фондових бірж (World Federation of Exchanges, далі – WFE), яка об'єднує понад 50 провідних бірж світу [34], в 2007–2009 рр. цей показник становив у середньому 200–240%, (тобто 1 дол. США ринкової вартості акцій генерував річний оборот 2,0–2,4 дол. США). Для найбільших фондових бірж світу цей показник був ще вищим (табл. 8), хоча криза все ж позначилася на зменшенні обсягів торгів на біржах у 2009 р.

З цими показниками наш ринок порівнювати навряд чи доцільно. Так, на біржі ПФТС ліквідність торгів акціями коливалася протягом 2001–2009 рр. в межах 2–5% (рисунок). Аналогічне значення цього показника характеризує і торги акціями на ВАТ "Українська біржа": при збільшенні за півроку (з 01.07.2009 р. по 31.12.2009 р.) капіталізації акцій у біржовому списку з 74 млрд грн до 207 млрд грн обсяг торгів акціями становив лише 3,03 млрд грн, тобто ліквідність торгів акціями становить 2,2% (порівняно з 2,9% на біржі ПФТС).

Окрім бірж, що входять до складу WFE, річний звіт WFE за 2008 р. містить показники ще 34 бірж, серед яких значна кількість належить до країн ЦСЄ та країн СНД (однак українських серед них немає).

З цими державами Україна мала багато в чому подібні стартові умови, однак наразі, на жаль, демонструє значно нижчий ступінь розвитку фондового ринку. За даними, наведеними в табл. 9, за ліквідністю обігу акцій на біржі Україна займає в цьому переліку передостаннє 11 місце, при цьому за ринковою капіталізацією – п'яте місце (у 2007 р. – навіть третє). Третє місце за

²² Безумовно, ця критика має відношення до всіх фондових бірж в Україні.

Оцінка ліквідності обігу акцій на провідних світових біржах у 2007–2009 рр.

Біржі	Ринкова капіталізація на дату, <i>млрд дол. США</i>			Обсяг торгівлі акціями на дату, <i>млрд дол. США</i>			Обсяг торгів акціями / Середньо- річна капіталізація, %		
	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009
NASDAQ-OMX (US)	4014	2396	3239	28116	36446	14723	714	1137	1027
Shanghai Stock Exchange	3694	1425	2705	4029	2600	2137	175	102	245
Deatsche Börse	2105	1111	1292	4324	4679	1271	231	291	186
NYSE Euronext (US)	15651	9209	11838	29114	33639	9528	187	271	169
London Stock Exchange	3852	1868	2796	10334	6272	1804	270	219	146
BME Spanish Exchanges	1781	948	1297	2970	2410	731	191	177	143
Tokyo Stock Exchange Group	4331	3116	3306	6413	5607	1977	143	151	124
TSX Group	2187	1033	1608	1635	1716	602	84	107	94
Hong Kong Exchanges	2654	1329	2305	2134	1630	680	98	82	83
NYSE Euronext (Europe)	4223	2102	2869	5640	4411	896	142	139	79
BM@FBOVESPA (San Paulo SE)	1370	592	1337	598	724	647	57	74	67
Bombai SE	1819	647	1307	344	302	265	26	24	27
TOP-12 за капіталізацією	47680	25777	35901	95650	100437	68670	218	273	223
WFE Total	61738	32753	46941	112968	113603	80455	201	241	202
WFE Total Americas	24320	13896	18865	60361	73268	48778	257	383	298
- Max (NASDAQ-OMX)	4014	2396	3239	28116	36446	14723	714	1137	1027
- Min (Bermuda SE)	2,7	1,9	1,4	0,2	0,1	0,1	6	4	3
WFE Total Asia – Pacific	18803	9412	15045	21294	16484	18600	138	117	152
- Max (Shengen SE)	785	353	868	2046	1249	2774	404	220	454
- Min (Colombo SE)	7,6	4,3	9,5	0,9	1,0	1,2	12	17	18
WFE Total Europe-Africa-Middle East	18615	9444	10349	31314	23851	6463	168	253	125
- Max (Deutsche Börse)	2105	1111	1292	4324	4679	1271	231	291	186
- Min (Luxembourg SE)	166,1	66,6	105,0	0,2	1,9	0,3	0,2	1,6	0,3

Джерело: складено за даними WFE [34].

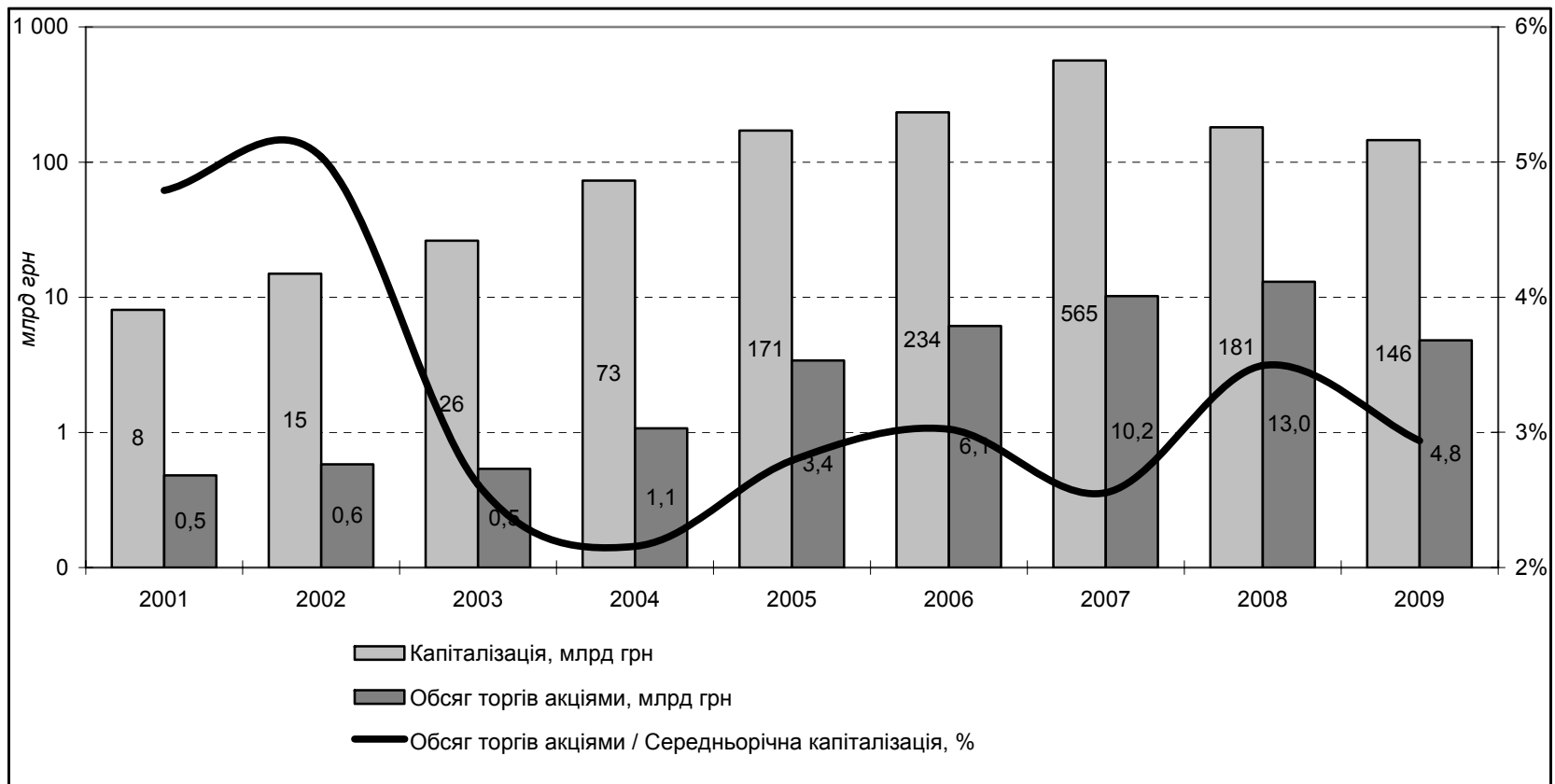


Рисунок. Ліквідність обігу акцій на фондовій біржі ПФТС протягом 2001–2009 рр.



Таблиця 9

Ліквідність обігу акцій на біржах країн ЦСЄ та СНД у 2007–2008 рр.

Біржа (країна)	Ринкова капіталізація, млрд дол. США		Обсяг торгівлі акціями, млрд дол. США		Обсяг торгів акціями / Капіталізація, %		Обсяг торгів акціями / ВВП (за ПКС), %	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007
MISEX SE (Russia)	337	1 222	1 147	1 261	340,3	103,3	51,6	60,4
Budapest SE (Hungary)	19	46	31	48	165,9	103,0	14,9	24,9
Prague SE (Czech Republic)	39	69	44	55	111,4	80,1	16,5	22,2
Warsaw SE (Poland)	91	211	70	88	76,5	42,0	10,4	14,2
Bulgarian SE (Bulgaria)	9	22	2	7	21,3	31,3	2,0	7,9
Ljubljana SE (Slovenia)	12	29	2	4	19,5	15,0	3,9	7,9
Kazakhstan SE (Kazakhstan)	23	41	4	9	16,3	21,7	2,1	5,4
Bucharest SE (Romania)	15	31	2	6	15,8	18,3	0,9	2,3
Zagreb SE (Croatia)	27	70	3	4	11,8	6,3	4,4	6,4
Belgrad SE (Serbia)	12	24	1	3	8,3	11,4	1,2	3,5
PFTS SE (Ukraine)	24	112	2	2	7,2	1,8	0,7	0,6
Bratislava SE (Slovakia)	5	7	0	0	0,4	0,4	0,02	0,03

Джерело: складено за даними WFE [34].

капіталізацією для України було б більш логічним показником (оскільки саме третє місце Україна займає серед указаних країн за обсягом ВВП за паритетом купівельної спроможності), однак неліквідність ринку, в тому числі, свідчить про те, що ринкова вартість акцій не підтверджується достатньою кількістю договорів на організованому ринку²³.

Саме тому українські фондові індекси проявляють таку високу волатильність (зростаючи або падаючи рік від року не на відсотки, а в рази). Штучним аргументом є поширені на ринку закиди, що в умовах недостатньої ліквідності вітчизняного ринку недоцільно визначати ціни активів на підставі біржових курсів, що достатньо і індикативних котировок. Значна частка про-

²³ Кількість договорів, укладених у 2008 р. на ВАТ "Фондова біржа ПФТС", склала 62 147, кількість цінних паперів, допущених до торгів, на кінець року налічувала 934 фінансових інструменти. Таким чином, в середньому з одним фінансовим інструментом за рік було укладено (однак, не обов'язково виконано) 66 біржових угод, тобто одна угода укладалася в середньому через 3–4 робочих дні. Важко назвати це достатньою ліквідністю.

Дещо покращилася ситуація у 2009 р., коли на ВАТ "Українська біржа" щодо 146 цінних паперів (передусім – акцій) було укладено 126 832 біржових угод, тобто, в розрахунку на 1 цінний папір – 857 біржових договорів на рік (3–4 договори за робочий день). Втім, за даними WFE на провідних біржах світу протягом 2009 р. на 1 акцію в лістингу приходилося 375 000 біржових договорів, тобто в 438 разів більше, ніж на ВАТ "Українська біржа".



фесійних учасників ринку зацікавлені не стільки в ліквідності цінних паперів, скільки в наявності такої ціни, що їх влаштовує. Вони небезпідставно побоюються, що внаслідок недостатньої ліквідності переважної більшості цінних паперів, велика кількість цінних паперів, що мають обіг на біржовому ринку (можливо, навіть "блакитних фішок"), одразу втратять біржовий курс.

Що ж робити, якщо цінні папери не матимуть біржового курсу внаслідок недостатньої ліквідності? Мабуть, нічого революційного. Існують інші шляхи достовірної оцінки цінних паперів – наприклад, незалежними оцінювачами.

Взагалі, в сучасних кризових умовах, орієнтуючись на діюче нормативне поле, було б доцільним упровадження на законодавчому рівні та на рівні регуляторних документів ДКЦПФР нових механізмів щодо захисту інтересів держави та інвесторів, а саме: обов'язкового проведення незалежної оцінки 100% корпоративних прав емітентів (активів підприємств) на початок року (звітного періоду) з метою визначення ринкової вартості підприємств.

Не слід залишати поза увагою і ціни цінних паперів та корпоративних прав господарських товариств, що не мають обігу на організованому ринку, в активах венчурних фондів. Для оцінки таких активів слід залучати незалежних оцінювачів з метою проведення оцінки вартості чистих активів венчурних фондів згідно із Національними стандартами з оцінки [35] методами дисконтування грошових потоків, накопичення активів або оцінки капіталу (на підставі визначення мультиплікаторів).

А для активізації біржового сегмента національного фондового ринку забезпечення справедливої ціни та достатньої ліквідності є пов'язаними проблемами, і вирішувати їх необхідно паралельно.

Якщо ж цінний папір не відповідає вимогам до ліквідності його обігу, а його ціна визначається лише за заявкою учасника торгів, від якої він у будь-який момент фактично може відмовитися, то така котировка (ціна) не має нічого спільного із справедливою. Щодо такого цінного папера біржа не має права визначати ринкову ціну, в нього просто немає біржового курсу, інакше мова йде про банальний обман інвесторів. Тому жорсткі вимоги до біржового курсу забезпечать поступове зростання ліквідності тих цінних паперів, які інвестиційно привабливі для інвесторів, а не просто мають достатньо значні активи або виручку від реалізації, аби відповідати лістинговим умовам бірж.

Таким чином, для формування справедливого, прозорого, ефективного ринку та залучення інвесторів біржові ціни мають формуватися при виконанні низки цілком конкретних умов: **анонімність учасників торгів, достатня ліквідність і гарантоване DVP.**

Слід зауважити, що узгодження між поняттями "справедлива ціна" – "біржовий курс" – "звичайна ціна" в податковому законодавстві може стати справжнім запобіжним заходом проти відмивання коштів та приховування доходів; щодо захисту інвесторів та очищення фондового ринку. Як наочний приклад слід зазначити, що вимоги до розрахунку та використання біржового курсу чітко регламентовані російським законодавством, в тому числі і податковим.

6. Шляхи забезпечення адекватного визначення біржового курсу в Україні. Вже більше року відбувається активне обговорення суб'єктами ринку внесення змін до Положення про функціонування фондових бірж²⁴. Вимоги до

²⁴ З весни 2008 р. на сайті Комісії проекти змін до цього нормативного документу публікувалися вісім разів (01.04.2008, 10.10.2008, 10.12.2008, 08.01.2009, 12.01.2009, 07.04.2009, 21.05.2009, 12.08.2009).



3-денного строку виконання договорів, що використовуються для визначення біржового курсу²⁵, були ухвалені Рішенням Комісії від 06.10.2008 р. № 1110, потім відстрочені на три місяці Рішенням Комісії від 21 січня 2009 р. № 10. В обговореннях брали участь торговці цінними паперами, біржі, СРО. Всі учасники мали свої думки щодо внесення змін до Положення, але були єдині в одному: зміни назріли, вони вкрай необхідні – особливо після того, як глобальна фінансова криза позначилася на українському фондовому ринку.

Певним чином Нова редакція Положення про функціонування фондових бірж у певному сенсі стане революційною для всього ринку, а не тільки для них самих. Треба зробити лише кілька кроків, аби Положення стало дієвим нормативним механізмом, що регулює діяльність організованого сегмента національного фондового ринку.

Це тим більш доцільно та своєчасно з огляду на революційні зміни в діяльності акціонерних товариств відповідно до вимог Закону України "Про акціонерні товариства" [36]. Спричинені цим Законом системні заходи для забезпечення захисту прав міноритарних акціонерів можна без перебільшення класифікувати як національну корпоративну реформу, метою якої є надання емітентам, що забезпечили цивілізовані корпоративні стандарти, зручного доступу для ринку капіталів. Однак фондовий ринок на сьогодні не здатний надати емітентам ефективні послуги щодо залучення фінансових ресурсів від інституціональних та індивідуальних, іноземних та національних інвесторів. І найбільшими проблемами є саме жорсткі лістингові вимоги до емітентів та достовірне визначення на фондовій біржі об'єктивного біржового курсу акцій новостворених акціонерних товариств. А часу до моменту обов'язкового приведення діяльності у відповідність до вимог Закону України "Про акціонерні товариства" (29.04.2011 р.) залишається обмаль – і не тільки для емітентів акціонерних товариств, а й для інших учасників ринку (брокерів, фондових бірж, інвестиційних та пенсійних фондів, депозитаріїв), які начебто повинні бути зацікавлені у зростанні кількості фінансових інструментів, що мають обіг на національному біржовому ринку.

На наш погляд, було б доцільно використовувати аналогічні, максимально уніфіковані підходи для оцінки вартості цінних паперів в активах інституціональних інвесторів (ІСІ, НПФ, страховиків, банків, можливо, і торговців цінними паперами при оцінці їх ліквідності) на базі саме біржового курсу, оскільки наразі існуюча різноманітність підходів до визначення справедливої вартості їх активів не дозволяє інвестору визначитись із доцільним напрямом інвестування.

Для цього необхідно, аби такий курс формувався на всіх фондових біржах за однаковими правилами, регламентованими державою, та разом з котируваннями публікувався фондовими біржами. При цьому вкрай доцільною для інституціональних інвесторів стала б консолідація інформації щодо біржових курсів з різних бірж. З огляду на нормативні вимоги до визначення вартості чистих активів ІСІ та НПФ, найбільш зацікавленими нині у централізації актуальної інформації про біржові курси цінних паперів на всіх українських біржах є члени УАІБ як саморегулювальної організації, що об'єднує компанії з управління активами інституціональних інвесторів. За умови підписання

²⁵ Рішенням ДКЦПФР від 06.10.2008 р. № 1110 внесено зміни до визначення біржового курсу в Положенні про функціонування фондових бірж: *біржовий курс цінного папера – ринкова ціна цінного папера, яка визначається за результатами біржових торгів на підставі виконаних біржових контрактів, у яких передбачено, що термін їх виконання не перевищує трьох днів з моменту їх укладання.*



УАІБ договорів з усіма функціонуючими в Україні біржами, на офіційному сайті цієї саморегулювальної організації найбільш доцільно оприлюднювати зведену інформацію про біржові курси цінних паперів в Україні²⁶.

Необхідно також нарешті привести у відповідність до вимог цивільного законодавства двостадійний порядок укладення договорів на фондовій біржі, регламентований Положенням про функціонування фондових бірж [14]. До того ж з 18.04.2009 р.²⁷ сенсу в двох етапах укладення договору на біржі вже немає, оскільки біржовий курс визначається саме на підставі виконаних біржових контрактів (договорів). Наявність двох стадій в укладенні біржових договорів консервує розрив між поточною ціною, що складається на біржі, та біржового курсу, розрахованого тільки на підставі виконання другого етапу біржового договору.

Таким чином, Положення про функціонування фондових бірж необхідно або привести у відповідність до загальнозживаної термінології Цивільного кодексу (договорів), або дати чітке визначення різниці між біржовою угодою та біржовим контрактом – особливо щодо конкретизації максимального проміжку часу між укладанням угоди та укладання контракту, як етапами укладання саме договору.

Легітимність договорів, укладених на фондовій біржі, повинна бути на порядок більшою, ніж на позабіржовому ринку. Однак зрозуміло, що для об'єктивного визначення біржового курсу довіра до біржових договорів, на підставі яких він визначається, має бути досить високою.

Численні зауваження та неоднозначність сприйняття вимоги до максимального триденного строку виконання договорів, які можуть стати базою для розрахунку біржового курсу, теж мають бути однозначно роз'яснені.

По-перше, біржовий курс є орієнтиром саме для інституціональних інвесторів, стратегія діяльності яких відрізняється від інвестиційної стратегії торговців цінними паперами. Для останніх, які орієнтовані, перш за все, на короткострокові спекулятивні операції на ринку (так званий арбітраж), важливою є поточна ціна та весь діапазон котировок для проведення технічного аналізу, що дає можливість визначитись із моментами, найбільш доцільними для купівлі та продажу цінних паперів. Натомість, для банків та фондів не настільки важлива оперативність зміни ціни, більш важливою є зваженість ціни, найбільша відповідність справедливій ціні та результатам аналізу діяльності емітента. Для уникнення значних коливань вартості портфеля інвестиційних інвесторів повинна використовуватись максимально зважена (консервативна) ціна за той чи інший період. Таким періодом може бути година, день, тиждень, місяць. Безумовно, якщо цінний папір достатньо ліквідний, аби його ціна могла бути достовірно визначеною за наслідками одного торговельного дня (тобто кожний день укладається значна кількість договорів), то біржовий курс визначається шляхом визначення середньоарифметичної зваженої ціни за один день. Якщо ні – за два дні, три дні, тиждень, місяць. У будь-якому разі період, протягом якого повинна

²⁶ За даними УАІБ (http://www.uaib.com.ua/aktual_kua/104055.html), УАІБ уклала договори про співробітництво та оперативно отримує інформацію про біржові курси від ЗАТ "Українська фондова біржа", ВАТ "Київська міжнародна фондова біржа", ЗАТ "Українська Міжнародна Фондова Біржа", ВАТ "ФБ "Перспектива", ВАТ "Східно-Європейська фондова біржа", ВАТ "Українська біржа", ЗАТ "Придніпровська фондова біржа", ВАТ "Фондова біржа ПФТС". Співпрацювати з УАІБ відмовилася лише ЗАТ "Українська Міжбанківська Валютна Біржа", посилаючись на публікацію цих даних на своєму сайті.

²⁷ Дата набрання чинності Рішенням ДКЦПФР від 06.10.2008 р. № 1110, що внесло зміни до Положенням про функціонування фондових бірж щодо визначення біржового курсу.



бути укладена певна кількість договорів, строк виконання яких не перевищує трьох днів, має бути чітко визначений регулятором.

По-друге, процедура визначення біржового курсу неоднозначна та викликає багато питань. Наведене визначення біржового курсу ще не гарантує 3-денного обмеження строку виконання. Виходячи з логіки визначення, можлива ситуація, коли у біржовому договорі буде передбачено, що строк виконання не перевищує трьох днів з моменту укладання, а фактично він може бути виконаний протягом чотирьох днів, 10 днів, року, але він відповідатиме умовам (критеріям), які застосовуються для визначення біржового курсу. І тоді, скажімо, через рік, коли такий договір буде фактично виконано, ціна його укладання може бути використана для розрахунку біржового курсу.

Слід також висунути певні вимоги до ліквідності цінного папера. Тому доцільно посилити вимоги саме до договорів, на підставі яких визначається біржовий курс, шляхом впровадження такого визначення біржового курсу:

"Біржовий курс цінного папера – ринкова ціна цінного папера, яка визначається фондовою біржею за результатами біржових торгів як середнє арифметичне зважене ціни виконаних протягом останнього торговельного дня договорів, що відповідають таким вимогам: термін виконання договору не перевищує трьох днів з моменту укладання; договір укладений на підставі безадресної(их) заявки(ок); ціна договору не нижче кращої (найбільшої) безадресної заявки на купівлю й не вище кращої (найменшої) безадресної заявки на продаж; спред, розрахований між кращою (найбільшою) безадресною заявкою на купівлю й кращою (найменшою) безадресною заявкою на продаж на цінний папір або інший фінансовий інструмент, не перевищує розміру, встановленого Правилами фондової біржі, але не більше 25%; протягом торгової сесії зафіксована фондовою біржею кількість безадресних заявок на купівлю та продаж не менше, ніж встановлена Правилами фондової біржі, але не менше трьох безадресних заявок на купівлю та продаж; протягом двох місяців було виконано договорів не менше, ніж мінімальне значення, встановлене Правилами фондової біржі, але не менше 10, при цьому середньомісячна вартість договорів з цінними паперами емітента становить не менше, ніж сума, зазначена для відповідних видів цінних паперів відповідного рівня лістингу. Для позалістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів використовуються вимоги, аналогічні до вимог, що застосовуються для другого рівня лістингу.

У разі відсутності таких договорів, виконаних протягом останнього торговельного дня, беруться до уваги договори, виконані протягом двох останніх торговельних днів. У разі відсутності таких договорів, виконаних протягом двох останніх торговельних днів, беруться до уваги договори, виконані протягом трьох останніх торговельних днів. У разі відсутності таких договорів, виконаних протягом трьох останніх торговельних днів, беруться до уваги договори, виконані протягом 10 останніх торговельних днів."

Якщо обмежитися лише 1–2 з перерахованих критеріїв, більше того, навіть якщо один з них не взяти до уваги, то справедливого біржового курсу не буде. Тож в Україні (та за її межами) постійно йтиметься про обман інвесторів. А зволікання з висуненням суттєвих вимог до ліквідності цінних паперів загрожує заморожуванням національного фондового ринку у нинішньому зародковому стані розвитку.

Дуже б хотілося, аби вже зараз були одночасно враховані всі чинники об'єктивного формування ринкової ціни цінних паперів на біржі, і такі кар-



динальні зміни, до яких його учасники (біржі, торговці цінними паперами, КУА, НПФ, інші інвестори) мали б певний час пристосовуватися, на ринку траплялися якнайрідше.

Література

1. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : в 3 т. / за ред. А.І.Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. – С. 382 (п. 4.4. Розширення можливостей фондового ринку як джерела інвестиційних ресурсів для економіки України).
2. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : в 3 т. / за ред. А.І.Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – Т. 2: Механізми грошового та фондового ринків і їх вплив на розвиток економіки України. – С. 332 (п. 4.1. Формування та розвиток ринку цінних паперів в Україні).
3. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : в 3 т. / за ред. А.І.Даниленка. – К.: Фенікс, 2008. – Т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління. – С. 96 (п. 2.4. Акції та корпоративні облигації підприємств як інструменти залучення інвестиційного капіталу).
4. *Мозговий О.М.* Фондовий ринок. – К. : КНЕУ, 2001. – 96 с.
5. Інформація щодо фінансового стану банків України [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/index.htm>.
6. Аналітичні огляди ринку спільного інвестування [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html>.
7. Річні звіти ДКЦПФР [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.ssmc.gov.ua>>.
8. Інформація про стан і розвиток недержавного пенсійного забезпечення України [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.dfp.gov.ua/732.html>>.
9. Інформація про стан і розвиток страхового ринку України [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.dfp.gov.ua/734.html>>.
10. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 р. № 3480-IV.
11. Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності, затверджене рішенням ДКЦПФР від 11.11.1997 р. № 46.
12. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, затверджена Постановою Кабінету Міністрів України від 29.04.1994 р. № 277.
13. Положення про організаційно оформлені позабіржові торговельно-інформаційні системи, затверджене наказом ДКЦПФР від 23.12.1996 р. № 328.
14. Положення про функціонування фондових бірж, затверджене рішенням ДКЦПФР від 19.12.2006 р. № 1542.
15. Положення про порядок оприлюднення інформації та надання адміністративних даних щодо здійснення діяльності організаторами торгівлі, затверджене рішенням ДКЦПФР від 11.06.2002 р. № 212 (у редакції рішення від 21.05.2007 р. № 1035).
16. Відомості щодо біржових курсів, розрахованих на фондових біржах, що уклали договори з УАІБ [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.uaib.com.ua>>.
17. *Бурмака М.О., Антонов С.М.* Основні напрямки вдосконалення нормативної бази фондового ринку України // Цінні папери України. – 2008. – № 48. – С. 13–28.
18. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 19 "Об'єднання підприємств", затверджений наказом Міністерства фінансів України від 07.07.1999 р. № 163.
19. Закон України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28.12.1994 р. № 334/94-ВР.
20. Положення про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами, затверджене Постановою Правління НБУ від 02.02.2007 р. № 31.



21. Постанова НБУ від 23.07.2008 р. № 211 "Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України".
22. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України, затверджене Постановою Правління НБУ від 26.09.2006 р. № 378.
23. Положення про порядок визначення чистої вартості активів недержавного пенсійного фонду (відкритого, корпоративного, професійного), затверджене рішенням ДКЦПФР від 11.08.2004 р. № 339.
24. Міжнародні тенденції: ринки доводять надійність диверсифікації // Міжнародний пенсійний вісник. – 2009. – № 3 [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1014/43/newsletter_issue2_february2009_ukr.pdf>.
25. Результати діяльності пенсійних фондів: Робочий документ ОЕСР зі страхування та приватних пенсій № 20. – С. 8 [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1014/43/newsletter_issue3_march2009_ua.pdf>.
26. Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), затверджені Рішенням ДКЦПФР від 02.07.2002 р. № 201.
27. Лямец С. Капитал выводят через акции и ОВГЗ [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://www.sta.gov.ua/control/uk/publish/article;jsessionid=0EC855D026ECB53D3627A2CA17CCFFFB?art_id=155407&cat_id=90619>.
28. Максимчук Н., Непряхина Н. Большая уборка [Електронний ресурс] // Коммерсантъ-Украина. – 2010. – № 27. – Доступний з: <<http://www.kommersant.ua/doc.html?DocID=1323466&IssueId=7000370>>.
29. SEC не готова міняти правило обліку активів за ринковою ціною, але йде на поступки [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://bin.com.ua/templates/news_article_big.shtml?id=82696>.
30. Принципи оцінки активів за ринковою вартістю викликав дискусію на конференції з інвестиційних питань [Електронний ресурс] // Міжнародний пенсійний вісник. – 2009. – № 3. – Доступний з: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1014/43/newsletter_issue3_march2009_ua.pdf>.
31. Типології легалізації (відмивання) доходів, одержаних в результаті здійснення фінансових операцій з неліквідними цінними паперами, затверджені наказом Державного комітету фінансового моніторингу України від 20.12.2007 р. № 230.
32. Майоров С.И., Оксенойт Г.К. Рынок государственных ценных бумаг: инструменты и организация. – М. : ИИЦ "Статистика России", 2006. – 311 с.
33. Відкритий лист Асоціації УАІБ до Асоціації ПФТС від 23.09.2008 р. [Електронний ресурс]. – Доступний з: <www.uaib.com.ua/files/articles/629/65_4.doc>.
34. WFE Annual Reports. WFE Focus [Електронний ресурс]. – Доступний з: <<http://www.world-exchanges.org>>.
35. Національні стандарти № 1 "Загальні засади оцінки майна і майнових прав", № 2 "Оцінка нерухомого майна", № 3 "Оцінка цілісних майнових комплексів", № 4 "Оцінка майнових прав інтелектуальної власності", затверджені відповідно постановами Кабінету Міністрів України від 10.09.2003 р. № 1440, від 28.10.2004 р. № 1442, від 29.11.2006 р. № 1655, від 03.10.2007 р. № 1185.
36. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 р. № 514-VI.

Надійшла в редакцію
08.12.2009 р.