

АНАЛІЗ ТЕОРЕТИЧНИХ ОСНОВ ТОРГІВЛІ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ НА БІРЖОВОМУ РИНКУ

Сергій
Хоружий,
науковий
консультант
УІРФР,
член КЕР ДКЦПФР
і Держфінпослуг

ТЕОРІЯ

Емісія цінних паперів обумовлена бажанням підприємства, організації або держави, які виступають як емітенти цінних паперів, залучити тимчасово вільні кошти юридичних та фізичних осіб, яких прийнято називати інвесторами. Закон України «Про інвестиційну діяльність» [1] визначає інвесторів як суб'єктів інвестиційної діяльності, які приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. Інвестори можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності. Добровільно та на власний розсуд інвестори придбавають цінні папери певного емітента. Саме так, як пересічний громадянин підтримує товаровиробника, коли обирає для себе на ринку товар, що влаштовує його за ціною і якістю, інвестори намагаються обумовити майбутню прибутковість підприємства. Чекання й оцінки інвесторів виражаються у вартості цінних паперів і, фактично, управляють інвестиціями.

Інвестуючи кошти у цінні папери, інвестори виконують макроекономічну функцію перерозподілу капіталів від одних підприємств на користь інших, з їх точки зору, більш прибуткових підприємств або, навіть, на користь інших галузей економіки, за рахунок чого відбувається ринкове саморегулювання. Керуючись прагматичними інтересами, інвестор забезпечує своїми коштами розвиток перспективних підприємств або навіть окремих галузей економіки країни.

Проблема залучення іноземних інвестицій та коштів «внутрішніх» інвесторів в економіку країни за допомогою цінних паперів потребує в першу чергу визнати, що метою будь-якого інвестиційного проекту є економічний інтерес. Такий інтерес може бути обумовлений створенням в країні так званого сприятливого інвестиційного клімату. Цей «клімат» залежить від рівня загального економічного розвитку в державі, політичної стабільності, податкової політики, законодавчо встановленого і реального захисту прав інвесторів і таке інше. Від цього клімату залежить не тільки можливість реалізації мети інвесторів отримати прибутку, а й не втратити гроші. Інвестиційний клімат також впливає на прибутковість діяльності емітента цінних паперів. Отже, можливо дійти висновку, що для придбання цінних паперів інвестор повинен бути або

стратегічно зацікавленим в управлінні підприємством, або дане підприємство чи його цінні папери є для інвестора достатньо прибутковими.

Існування у інвесторів вільних коштів та їхнє бажання придбати цінні папери, а також наявність у емітента економічної доцільності емітувати цінні папери, на наш погляд, є основними факторами, які створюють умови для формування ринку цінних паперів. Саме тому інвестори та емітенти є основною рушійною силою, яка стимулює появу ринку цінних паперів і, фактично, фінансує учасників цього ринку.

З метою формування системного підходу у дослідженні торгівлі цінними паперами на біржовому ринку доцільно провести аналіз складових процесу вчинення правочинів щодо цінних паперів як на біржовому ринку, так і поза його межами.

Відповідно до вимог статті 650 Цивільного кодексу України [2] (далі - ЦК) особливості укладення договорів на біржах, аукціонах, конкурсах тощо встановлюються відповідними актами цивільного законодавства. До договору купівлі-продажу на біржах, конкурсах, аукціонах (публічних торгах), договору купівлі-продажу валютних цінностей і цінних паперів застосовуються загальні положення про купівлю-продаж, якщо інше не встановлено законом про ці види договорів купівлі-продажу або не впливає з їхньої суті (стаття 656 ЦК).

Обіг цінних паперів передбачає укладання угоди щодо цінних паперів та її виконання. Стимулом для укладання угоди для сторін є в першу чергу економічна доцільність. Як і для будь-якого іншого товару, особа, яка є власником цінного папера, та інша особа, яка має причини придбати цінний папір, можуть вчинити правочин, наприклад, укладання будь-якої угоди, передбаченої законодавством (договори дарування, міни, купівлі-продажу), які призводять до зміни права власності на цінні папери. Більшість етапів укладання договору міни або договору дарування не відрізняються від основних етапів укладання договору купівлі-продажу, тому у нашому дослідженні надалі доцільно розглядати договір купівлі-продажу як найтиповішу угоду з цінними паперами.

Укладання угод щодо цінних паперів різняться між собою у способі, місці й порядку вчинення відповідного правочину. Для цілей нашого дослідження були проаналізовані чотири можливі варіанти проведення торгів будь-яким

товаром (у тому числі цінними паперами), коли у процесі укладання угоди беруть участь:

- один продавець – один покупець;
- один продавець – багато покупців;
- багато продавців – один покупець;
- багато продавців – багато покупців.

Договір купівлі-продажу цінних паперів може укладатися безпосередньо між інвесторами – особами, що володіють паперами і не належать до кола професіональних учасників (рис. 1). Договором купівлі-продажу передбачається, що одна сторона (продавець) передає або зобов'язується передати цінні папери у власність другій стороні (покупцеві), а покупець приймає або зобов'язується прийняти цінні папери і сплатити за них певну грошову суму (стаття 655 ЦК). Вартість цінних паперів як товару визначається за згодою сторін.

Купівлю-продаж товару (цінних паперів) можливо здійснити за принципами проведення аукціонів (рис. 2), коли один продавець пропонує товар задалегідь невизначеному колу покупців. Аукціон [3] (від латинського *augere* – збільшувати походить слово *auctio* – продаж за публічного торгу) – публічний торг для продажу рухомого і нерухомого майна, товарів, що мають індивідуальні властивості, під керівництвом спеціальної особи (аукціоніста). Аукціон проходить у задалегідь встановлений час у визначеному місці, при якому товари задалегідь виставляються для огляду і вважаються проданими тому покупцеві, який запропонував найвищу ціну. Загальна умова всіх аукціонів – це відсутність відповідальності продавця за якість виставленого на огляд това-



Рис. 1. Укладання угоди щодо цінних паперів безпосередньо між продавцем і покупцем

ру. Товар на аукціоні продається одиничними зразками або партіями (лотами). В процесі торгу аукціоніст оголошує присутнім потенційним покупцям про товар, що продається, і його початкову стартову ціну. Потім покупці називають ціну, що підвищується, за яку вони готові купити товар. Торг продовжується до тих пір, поки не буде названа найвища ціна («англійський» аукціон). При «гол-

ландському» аукціоні торг починається з дуже високої ціни і ведеться з її пониженням, поки не знайдеться покупець, який погодиться придбати товар за оголошеною ціною. Аукціонний продаж може бути добровільним та організованим самим продавцем, або здійснюватися продавцем через спеціальну організацію, а також організованим для примусової реалізації майна боржника.

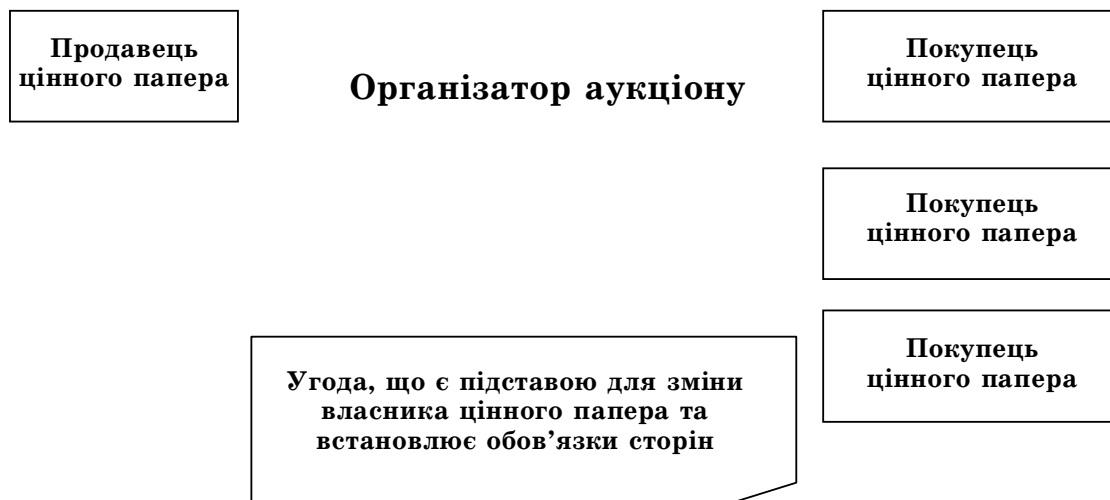


Рис. 2. Укладання угоди щодо цінних паперів на аукціоні

Пропозиція значною кількістю продавців одному покупцю товару із певними, визначеними покупцем, властивостями можливо розглядати як проведення тендеру – торгів відкритого або закритого типу за умови конкурсної форми розміщення замовлення (рис.3). Відповідно до статті 34 Типового закону ЮНСИТРАЛ про закупівлі товарів (робіт) і послуг [4] при розгляді і проведенні тендеру визначення

найбільш вигідної тендерної заявки покупець може брати до уваги лише наступне:

- ціну тендерної заявки;
- витрати на експлуатацію, обслуговування і ремонт, пов'язані з товарами (роботами);
- строки доставки товарів; характеристики товарів (робіт);
- умови платежу і умови гарантій на товари (роботи) або послуги.



Рис. 3. Укладання угоди щодо товару за допомогою проведення тендеру

Положенням про закупівлю товарів, робіт і послуг за державні кошти [5], затвердженим постановою Кабінету Міністрів України від 17 жовтня 2008 р. №921, поняття «тендер» трактується як здійснення конкурентного відбору учасників з метою визначення переможця торгів (тендеру) згідно зі встановленими процедурами, за якими покупець (замовник) визначає переможця торгів з числа учасників, тендерні пропозиції яких не були відхилені, на підставі критеріїв і методики оцінки тендерних пропозицій, зазначених у тендерній документації. Критеріями оцінки можуть бути ціна: строк поставки товарів, виконання робіт, надання послуг; якість та функціональні характеристики, екологічна чистота; обслуговування; умови розрахунків та експлуатаційні витрати.

Тендерну процедуру проведення торгів можливо розглядати як протилежність аукціонному проведенню торгів.

Для обігу цінних паперів розглянути вище процедури проведення торгів використовуються у світовій практиці на початковому етапі формування ринку цінних паперів, зокрема, аукціонна торгівля цінними паперами часто використовується у процесі проведення приватизації державного майна через його акціонування. Недоліком зазначених процедур проведення торгів є принципове обмеження попиту та пропозиції і відсутність умов для визначення реальної вартості цінних паперів, що у свою чергу призводить до неможливості застосування зазначених вище процедур за необхідності продати чи придбати велику кількість цінних паперів за конкурентною ціною.

Проведення торгів товаром, коли у процесі укладання угоди бере участь багато продавців і багато покупців, асоціюється із біржовою торгівлею. Основна особливість біржової торгівлі полягає в тому, що в одному місці в певний час збираються продавці і покупці певного виду товарів і укладають операції щодо купівлі-продажу великих партій цих товарів. Вважається, що така організація торгівлі виникла ще у давнину на торговій площі Агора в Афінах, прийшовши на зміну ярмарковій торгівлі. Потім принципи біржової торгівлі були розвинені у Стародавньо-

му Римі, де законом навіть встановлювалися дати загальних зборів купців – «Collegia mercatorum», а також було запроваджено принцип щодо укладання угоди про продаж товару з відстроченим часом оплати, який і сьогодні є найважливішим інструментом біржової торгівлі.

У Європі біржову торгівлю «винайшли наново» лише в XIII ст., коли почали купувати і продавати все більш великі обсяги товарів. Для переговорів вони вважали за краще збиратися в одних і тих самі місцях – так було зручніше шукати партнерів, що пропонують найбільш прийнятні умови для торгівлі. На основі таких регулярних зустрічей на торгових площах і народилися в XIII ст. у Італії і Фландрії (нині Нідерланди і Бельгія) торгові центри – попередники сучасних бірж. Назва нової форми торгівлі – біржа (від латинського слова «bursa», що означає «шкіряний гаманець з грошима») народилася саме внаслідок того, що в торгових центрах купували і продавали великі обсяги товарів і розплачувалися не окремими золотими монетами, а цілими гаманцями. У певних дослідженнях зазначено іншу версію появи слова «біржа», відповідно до якої перші збори торговців відбувалися перед будинком родини van der Beurs, що у XIII-XVI ст. займалася посередництвом у бельгійському місті Брюгге. На дверях цього будинку було встановлено герб із зображенням трьох гаманців – boursae і купці звикли призначати зустріч «у гаманців (бурси)». Так чи інакше слово «біржа» (німецькою – Börse, французькою – Bourse, англійською – Exchange, італійською – Borsa, голландською – Beurs) зародилося і вже у першій половині XVI ст. у Нідерландах і Франції існували біржі як місце, де збираються купці та інші причетні до торгівлі особи для ведення переговорів і укладання торгових операцій.

Розвиток торгівлі вимагав створення бірж в основних торгових центрах Європи. Біржі з'явилися в Антверпені (1531 р.), Ліоні, Тулузі (1549 р.). У Англії вперше було створено біржу у 1556 р. Одночасно з Англією створили біржі і німецькі приморські міста і перш за все Гамбург (1558 р.).

Перші біржі були лише товарні, головне їхнє значення полягало в тому, що вони витіснили купівлю-продаж з рук в руки і відкрили можливість проводити купівлю за допомогою замовлення. Коли згодом, з розширенням торгових ринків, почалися жваві стосунки із заморськими країнами і разом з тим часті коливання у цінах товарів, то одна лише біржа опинилася в змозі надавати негайно відомості про ціни і забезпечити торговцеві можливість своєчасно проводити купівлю-продаж.

Формування сучасних бірж у XVI ст. (1531 року в Антверпені, тоді Фландрія, нині Бельгія) було запроваджено ще один принцип біржової торгівлі – укладення угод за зразками товарів. Відповідність зразків за якістю всій партії пропонованого до продажу товару, або стандартизація товару гарантувалася репутацією продавця, якого у випадку шахрайства позбавляли права подальшої участі в торгах, що означало для нього втрату можливості укласти крупні операції і, відповідно, втрату шансів на доходи. Застосування такого принципу звільнило учасників біржових торгів від необхідності привозити з собою всю партію товару.

Таким чином, біржові операції мають своїм об'єктом не конкретні предмети із їх унікальними властивостями, а певну кількість стандартизованого товару. Наведена важлива відмінність між біржею і іншими видами торгівлі дає можливість зробити висновок, що не всі товари можуть бути предметом біржового обігу. Біржа оперує тільки з тими товарами, для яких індивідуальні

відмінності окремих предметів щодо властивості товару не мають ніякого значення або ж таке значення нікчемне. Тобто предметом біржових операцій можуть бути тільки замінимі речі, для яких одна річ нічим не відрізняється від іншої речі того ж роду і без жодного збитку може бути замінена останньою.

Створення біржі передбачає формування необхідних біржових органів, які повинні визначити правила допуску до торгів товарів і учасників, порядок проведення торгів і укладання угод купівлі-продажу товарів, а також порядок визначення орієнтовних (курсових) цін на товари, як загальний підсумок укладених угод.

Головне в біржовій торгівлі – створення можливості для великого числа допущених до торгів покупців та продавців одного і того ж стандартизованого товару домовитися про прийнятну на нього ціну (рис. 4). Основна функція біржі полягає в централізації попиту покупців і пропозиції продавців певного стандартизованого товару. Саме це відрізняє біржу від будь-якої іншої торгівлі. При цьому, щоб бути допущеним до біржової торгівлі, товар повинен мати стандартні властивості, торгівля товаром проводиться у великих обсягах і товар мати тривалі строки зберігання.

Аналіз юридичної природи цінних паперів дає можливість констатувати, що лише емісійні цінні папери повністю відповідають вимогам для проведення із ними біржової торгівлі. У той же час відсутнє підґрунтя для біржової торгівлі цінними паперами, які мають неемісійних характер.

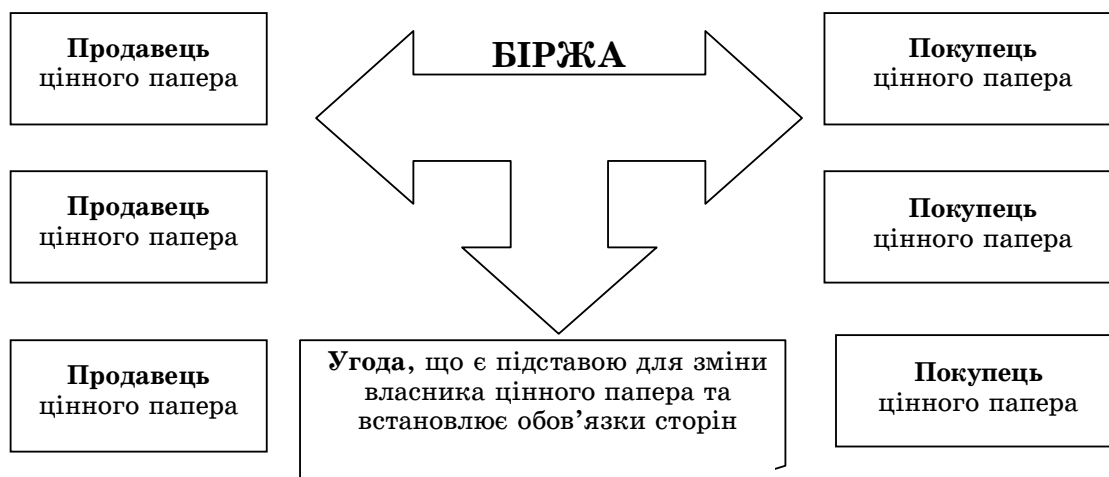


Рис. 4. Укладання угоди щодо цінних паперів на біржі

Правова природа цінних паперів, зростання державних боргів, що викликало величезні випуски державних паперів, і зародження великих промислових товариств, акції яких нарівні з товарами стали предметом біржових операцій, – все це сприяло розвитку бірж і привело до створення спеціалізованих бірж, предметом біржового обігу яких стали цінні папери.

Більшість укладених на біржі угод не укладається безпосередньо між інвесторами, а опосередковується професіоналами – брокерами або дилерами, які в угодах купівлі-продажу виступають на підставі довіреності або договору доручення в якості представників власника, чи на підставі договору комісії в якості комісіонерів, або укладають за свій власний рахунок.

Професійні учасники торгів на біржі, які пропонують чи купують цінні папери, фактично намагаються обумовити майбутню прибутковість підприємства. Вони ефективно визначають майбутнє, встановлюючи сьогодні вартість цілого потоку майбутніх прибутків від акціонерної діяльності. Їхні оцінки виражаються в курсах цінних паперів і фактично управляють інвестиціями. Курс цінних паперів або котирувальна ціна на цінні папери, встановлена на біржі, слугує орієнтиром для продавців і покупців поза межами біржі [6, с. 145]. Словникове визначення поняття «курс цінного папера» (від латинського слова *cursus* – біг, рух) встановлено як ціна, по якій цінний папір в

певний день був потрібний на біржі для купівлі або пропонувався для продажу, або дійсно купувався і продавався [4], а поняття «котирувальна ціна на цінні папери» (від французького слова *coter* – зазначати, мітити) встановлено як внесення якогонебудь цінного папера до офіційного біржового бюлетеня, що зазначає існуючі курсові ціни [4].

Використовуючи міжнародну практику і дослідження вітчизняних вчених, доцільно проаналізувати економічний сенс визначення на біржі котирувальної ціни.

Міжнародна практика оперує двома варіантами визначення котирувальної ціни, які можливо назвати «залповим» і безперервним способами. Ці способи визначення котирувальної ціни різняться між собою порядком і часом визначення такої ціни. Фіксація котирувальної ціни «залповим» способом відбувається у визначений біржою час після одержання нею всіх замовлень на купівлю-продаж цінних паперів. Відповідний виконавчий орган біржі (наприклад, котирувальна комісія) повинен сепарувати цінні папери за їхніми унікальними (емітовані певним емітентом цінні папери певного виду) і водночас стандартизованими (однаковими в межах одного випуску) властивостями. За ідеальних умов за певним випуском цінних паперів має надійти значна кількість замовлень як на купівлю, так і на продаж.

Таблиця 1

Табличний спосіб визначення біржою котирувальної ціни

Загальна кількість цінних паперів для купівлі, шт. (попит)	Замовлення придбати цінні папери у кількості, шт. (всього)	Ціна на цінні папери певного випуску, грн	Замовлення продати цінні папери у кількості, шт. (всього)	Загальна кількість цінних паперів для продажу, шт. (позиція)	Загальна кількість цінних паперів, на які можливо укладання угоди купівлі-продажу, шт.
1	2	3	4	5	6
10	10	Будь-яка > 55			
30	20	55	50	170	30
50	20	54	45	120	50
75	25	53	35	75	75
115	40	52	20	40	40
165	50	51	10	20	20
		Будь-яка < 51	10	10	

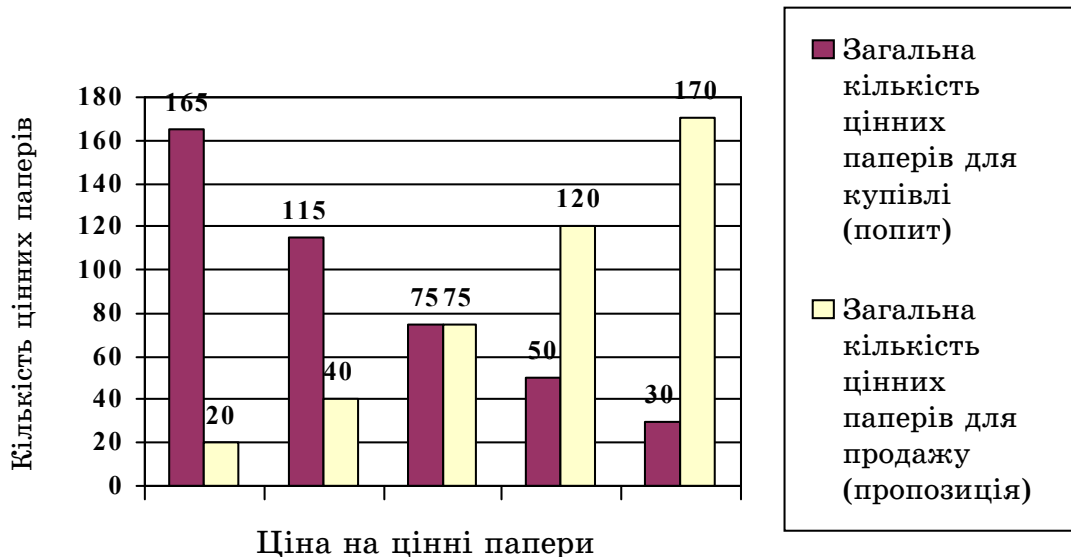


Рис.5. Визначення на біржі котирувальної ціни

Виконавчий орган біржі має згрупувати заявки як на купівлю, так і на продаж за ціною на цінні папери і знайти за цією ціною загальну суму цінних паперів, що купуються (колонка 2 табл. 1) та продаються (колонка 4 табл. 1). Після цього виконавчий орган біржі визначає загальну кількість цінних паперів, яку можливо придбати та продати за певною ціною (колонки 1 і 5 табл. 1). Фактично, виконавчий орган біржі визначає графік попиту і графік пропозиції (рис. 5). Точка перетину цих графіків і визначає котирувальну ціну (табл.1 – 53 грн), за якою можуть бути укладені угоди стосовно найбільшої кількості цінних паперів (колонка 6 табл. 1 – 75 шт., рис. 6).

На відміну від дискретної фіксації котирувальної ціни при «залповому»

способі (наприклад, на початок і на кінець торгів) фіксація котирувальної ціни безперервним способом відбувається постійно під час проведення біржових торгів за допомогою відповідних комп'ютерних програм. Такий спосіб використовується провідними біржами світу. Зміна котирувальної ціни залежить від надходження на біржу відповідних замовлень на купівлю чи продаж певної кількості цінних паперів за певною ціною.

Враховуючи результати наведеного вище аналізу, можливо констатувати, що важливішою функцією біржі є забезпечення можливості укладання угод щодо максимальної кількості цінних паперів із визначенням біржою котирувальної ціни, яка орієнтує інвесторів щодо реальної вартості цінних паперів.

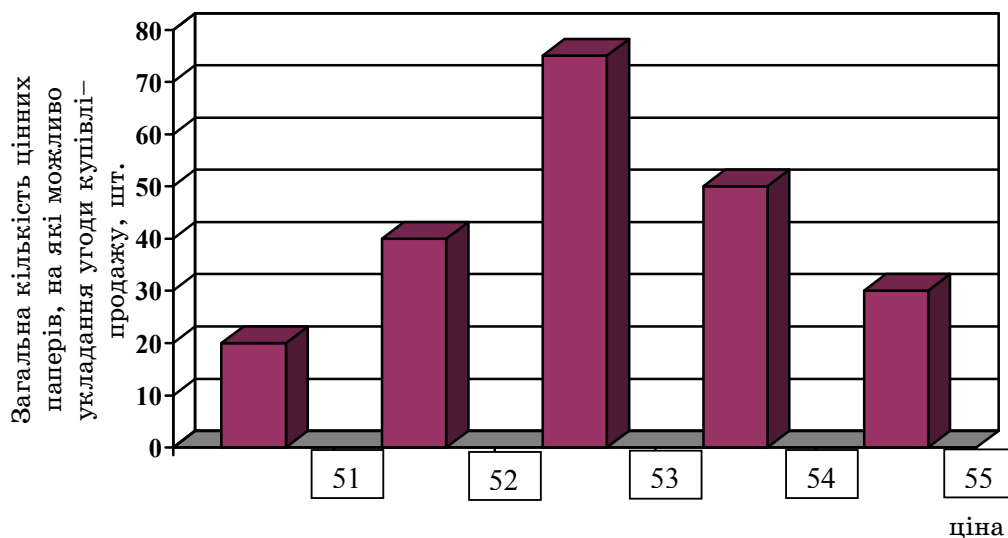


Рис. 6. Визначення угод щодо максимальної кількості цінних паперів

Спираючись на зазначене вище, можливо також визначити поняття «ліквідність цінних паперів», що означає можливість швидко реалізувати цінні папери з мінімальними втратами. В наведеному вище прикладі цінні папери, напевно, є ліквідними, оскільки, придбавши їх за ціною 53 грн, власник має можливість продати їх за ціною від 51 грн до 55 грн. Взаємозв'язок між котирувальною ціною і ліквідністю забезпечується наявністю попиту і пропозиції цінних паперів.

Відповідно до вимог статті 24 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [9] біржа повинна створити організаційні умови для укладання договорів з цінними паперами шляхом котирування цінних паперів на основі даних попиту і пропозицій, отриманих від учасників торгів на біржі. Вимогами статті 25 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» також передбачено, що правила фондової біржі повинні включати порядок котирування цінних паперів та оприлюднення їх біржового курсу, У той же час відповідно до статті 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що котирування – механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера. Положенням про функціонування фондових бірж [7], яке затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 19.12.2006 № 1542, біржовий курс цінного папера визначається як 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. Відповідно до пункту 1.22 Торгового кодексу Першої Фондової Торговельної Системи [8], котирування – це пропозиція (оферта) на купівлю або продаж цінних паперів за умовами щодо виду цінного папера, кількості, ціни, дати та умов виконання розрахунків.

Аналіз зазначених вище визначень поняття «котирування» цінних паперів є суперечливими і, на нашу думку, не повністю відображають економічну природу біржової торгівлі та мети визначення котирувальної ціни.

Біржова торгівля організовується торговцями для полегшення процесу торгівлі та формування ефективного механізму визначення реальної ціни товару. Біржа в класичному розумінні – це місце, де регулярно проводять торги з певних стандартизованих товарів, що організовано торговцями і біржовими посередниками, які спільно оплачують витрати щодо організації торгів, встановлюють правила торгівлі та визначають санкції за їхнє порушення. Абсолютна більшість бірж – це не прибуткові організації, на яких члени біржі отримують вигоду не від її функціонування, а від своєї участі в торгах. При цьому біржова діяльність:

- концентрується в місцях пропозиції і споживання товарів;
- ведеться по специфічних видах товарів за зразками чи наявністю інформації про товар;
- ведеться біржовими посередниками, які можуть виступати від імені продавців і споживачів товару;
- проводиться регулярно із урахуванням концентрації попиту і пропозиції, а також покупців і продавців, та формується вільне ціноутворення за відсутності прямого впливу держави на процес біржових торгів.

Біржа має:

- організаційну основу, яка передбачає наявність добре обладнаного організаційно оформленого ринкового місця, що надається учасникам торгів;
- економічну основу, яка передбачає наявність організованого оптового ринку, що регулярно діє за встановленими правилами;
- юридичну основу.

Враховуючи наведене вище, для цілей нашого дослідження доцільно проаналізувати вимоги української нормативно-правової бази щодо біржової торгівлі цінними паперами.

Цивільний кодекс України [2] використовує лише поняття «біржа» (Статті 650, 656). У той же час, параграф 4 Глави 30 Господарського кодексу України [10] (далі – ГК) встановлює вимоги до функціонування товарних бірж, а параграф 3 Глави 35 ГК – вимоги до функціонування фондових бірж.

Статтею 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [9] визначено діяльність з організації

торгівлі на фондовому ринку, яка передбачає здійснення діяльності із:

- створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій;

- проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами;

- централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» також встановлено, що організаторами торгівлі є фондові біржі, що відповідають вимогам цього Закону. У той же час статтею 360 Господарського кодексу України [10] встановлено, що для забезпечення функціонування ринку цінних паперів утворюється фондова біржа. Порядок утворення та провадження діяльності фондової біржі визначається законом. Діяльність фондової біржі спрямовується виключно на організацію укладання угод купівлі-продажу цінних паперів та їхніх похідних. Фондова біржа не може здійснювати операції з цінними паперами від власного імені та за дорученням клієнтів, а також виконувати функції депозитарію.

Доцільно зазначити, що статтею 8 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [11] передбачено, що кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів здійснюються виключно депозитаріями.

Порівняльний аналіз Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» і Господарського кодексу України свідчить про наявність колізійних норм у законодавстві (табл. 2), а саме:

- виключність діяльності фондової біржі, зазначену в ГК, з організацією укладання угод купівлі-продажу цінних паперів у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» значно розширено;

- функцію депозитарію із клірингу і розрахунків, яку за ГК не може виконувати фондова біржа, у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» віднесено до діяльності фондової біржі.

Відповідно до вимог статті 24 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» для торгівлі цінними паперами фондова біржа створює організаційні умови для укладання договорів з цінними паперами шляхом котирування цінних паперів на основі даних попиту і пропозицій, отриманих від учасників торгів на фондовій біржі. Торгівля на фондовій біржі здійснюється за правилами фондової біржі, які

Таблиця 2

Порівняльна таблиця щодо визначення діяльності фондової біржі

Вимоги статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»	Вимоги статті 360 Господарського кодексу України
Організації торгівлі на фондовому ринку передбачає здійснення діяльності із:	Діяльність фондової біржі спрямовується
створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій; проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами; розв'язання спорів між членами організатора торгівлі,	----
централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів,	виключно на організацію укладання угод купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних
здійснення клірингу та розрахунків за ними.	Фондова біржа не може виконувати функції депозитарію.

затверджуються біржовою радою та реєструються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

У той же час Положенням про функціонування фондових бірж [7], затвердженим Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 19.12.2006 № 1542, біржові торги визначені як організоване укладання на фондовій біржі угод щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів відповідно до законодавства та правил фондової біржі. Це визначення не враховує вимоги статті 24 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо організації торгівлі шляхом котирування цінних паперів на основі даних попиту і пропозицій.

Положення про регулювання діяльності торговельно-інформаційних систем [12], яке затверджено Наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15.01.97 № 9, встановлено поняття «аукціон», яке означає конкурсний спосіб організації торгівлі, згідно з яким купівля-продаж цінних паперів здійснюється брокером/дилером у заздалегідь визначений час методом накопичення та одночасного виконання замовлень на купівлю і продаж цінних паперів (онкольний аукціон) або безперервного виконання замовлень, поданих в усній та/або письмовій формі за ціною, що змінюється протягом торговельної сесії (безперервний аукціон). У цьому визначенні фактично змішані різні способи організації торгівлі цінними паперами, а використання поняття «онколь» [13] у міжнародній практиці має відношення до банківської справи, оскільки онколь (від англійського словосполучення *on call* – на вимогу) означає спеціальний поточний рахунок у банку, який відкривається у межах вартості товару чи цінностей, внесених клієнтом банку для забезпечення кредиту із зобов'язанням клієнта повернути гроші за першою вимогою банку. Також слід підкреслити загальну невідповідність цього положення нормам п.2 статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідно до якої «організаторами торгівлі є фондові біржі».

На наш погляд, законодавець чітко вказав на існування одного виду організатора торгівлі і визначив законом вимоги до його створення та діяльності.

Однак існує суттєва проблема, яка полягає у колізійній наявності пункту 13 частини другої статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [15] та статті 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [11] іншого виду організаторів торгівлі цінними паперами – торговельно-інформаційних систем, вимоги до створення і діяльності яких у законах відсутні, а встановлюються зазначеним вище Положенням про регулювання діяльності торговельно-інформаційних систем, відповідно до якого в Україні на практиці функціонують торгово-інформаційні системи.

Торговим кодексом Першої Фондової Торговельної Системи [8], затвердженим Рішенням Ради Асоціації ПФТС від 19.12.2002 № 4, встановлено, що одностороннім аукціоном є конкурсний спосіб організації торгівлі, який відбувається шляхом надання учасниками аукціону конкурентних пропозицій на замовлення організатора аукціону стосовно купівлі/продажу цінних паперів або інших фінансових інструментів. У цьому визначенні, фактично, змішані різні способи організації торгівлі цінними паперами, що відповідно до вимог статті 24 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не належать до біржової торгівлі. Такого самого висновку можливо дійти, аналізуючи Правила Української фондової біржі [14], затверджені постановою Біржової ради ЗАТ «Українська фондова біржа» від 5 червня 2007 р. № 7, якими встановлено визначення порядку біржової торгівлі шляхом проведення безперервного подвійного аукціону – технології укладання угод у системі електронних торгів, яка передбачає безперервне співставлення зустрічних заявок учасників біржі по мірі їх надходження у відповідності з черговістю виконання заявок.

Висновки

Аналіз української нормативно-правової бази і практики біржової торгівлі цінними паперами свідчить про їхню суттєву недосконалість, а іноді навіть невідповідність як міжнародній практиці, так і результатам досліджень вітчизняної економічної науки, що дає

підставу констатувати необхідність їхнього подальшого удосконалення та створення умов для адаптації до міжнародних норм і правил.

Визначена необхідність усунення колізійних норм пункту 13 частини другої статті 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та статті 1 Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», які не відповідають вимогам пункту 2 статті 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», відповідно до якої організаторами торгівлі визначено фондові біржі, або встановити на рівні закону вимоги до створення і діяльності торгово-інформаційних систем в Україні.

Грунтуючись на наведених вище результатах досліджень, можливо запропонувати внести зміни до статті 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у частині встановлення поняття «котирування - визначення та фіксація біржою ціни цінного папера певного випуску, яка формується між попитом і пропозицією цінного папера, отриманих від учасників торгів на біржі, при якій можливо укладання угод щодо найбільшої кількості цінних паперів».

Література

1. Закон України «Про інвестиційну діяльність» // Відомості Верховної Ради, – 1991, – № 47, с.646.

2. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради, – 2003, – №40-44, –с.356

3. Энциклопедический Словарь *Ф.А.Брокгауза и И.А.Ефрона*. Репринтное издание: – Санкт-Петербург, ПОЛРАДИС – 1998.

4. Типовий закон ЮНСИТРАЛ про закупівлі товарів (робіт) і послуг, прийнятий у 1994 році на 27 сесії ЮНСИТРАЛ (Комісія Організації Об'єднаних Націй з правових питань міжнародної торгівлі).

5. Положення про закупівлю товарів, робіт і послуг за державні кошти, затверджене постановою Кабінету Міністрів України від 17 жовтня 2008 р. №921.

6. *Мозговий О. М.* Фондовий ринок України. – К.: УАННП «Феникс», – 1997. – 276 с.

7. Положення про функціонування фондових бірж, затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 19.12.2006 № 1542.

8. Торговий кодекс Першої фондової торговельної системи, затверджений Рішенням Ради Асоціації ПФТС від 19.12.2002 № 4.

9. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» // Відомості Верховної Ради України, – 2006 р., № 31, с. 268.

10. Господарський кодекс України // Відомості Верховної Ради, – 2003, № 18, №19-20, № 21-22, с. 144.

11. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» // Відомості Верховної Ради, – 1998, № 15, с.67.

12. Положення про регулювання діяльності торговельно-інформаційних систем, яке затверджено Наказом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 15.01.97 № 9.

13. *Ушаков Д.Н.* Толковый словарь современного русского языка, – М: Альта-Принт, 2005. – 1216 с.

14. Правила Української фондової біржі, затверджені постановою Біржової ради ЗАТ «Українська фондова біржа» від 5 червня 2007 р. № 7.

15. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» // Відомості Верховної Ради, – 1996, – № 51, – с.292.

РІЦПУ