

Львівський національний університет імені Івана Франка

На правах рукопису

Блага Наталія Василівна

УДК 351.822:336.76](477)

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Спеціальність 08.02.03 – організація управління,
планування і регулювання економікою

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
Плиса Володимир Йосипович,
кандидат економічних наук, доцент

Львів – 2006

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ	10
1.1. Суть, функції та інфраструктура фондового ринку.....	10
1.2. Принципи та механізм державного регулювання фондового ринку	34
1.3. Макроекономічний аналіз та проблеми розвитку фондового ринку України	53
Висновки до Розділу 1	72
РОЗДІЛ 2. ОРГАНІЗАЦІЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ	75
2.1. Політика державного регулювання та керування фондовим ринком	75
2.2. Форми та методи державного регулювання фондового ринку в Україні .	88
2.3. Оптимізація доходів учасників фондового ринку	94
Висновки до Розділу 2	118
РОЗДІЛ 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ТА ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ	120
3.1. Дослідження ефективності управління державою фондовим ринком	120
3.2. Державне регулювання фондового ринку України в умовах глобалізації світової фінансової системи.....	143
3.3. Напрями підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку в Україні.....	171
Висновки до Розділу 3	187
ВИСНОВКИ	189
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	191
ДОДАТКИ	207

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ВАТ	—	Відкрите Акціонерне Товариство;
ДКЦПФР	—	Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку;
ДФБ	—	Донецька фондова біржа;
ЄС	—	Європейський Союз;
ЗАТ	—	Закрите Акціонерне Товариство;
КМФБ	—	Київська міжнародна фондова біржа;
КФБ	—	Кримська фондова біржа;
ЛФБ	—	Луганська фондова біржа;
МФ	—	Міністерство фінансів України;
НБУ	—	Національний банк України;
НДСУ	—	Національна депозитарна система України;
ПАРД	—	Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв;
ПТІС	—	Південноукраїнська торговельно-інформаційна система;
ПФБ	—	Придніпровська фондова біржа;
ПФТС	—	Перша фондова торговельна система;
СРО	—	Саморегулятивні організації;
ТНК	—	Транснаціональна компанія;
УАІБ	—	Українська асоціація інвестиційного бізнесу;
УМВБ	—	Українська міжбанківська валютна біржа;
УМФБ	—	Українська міжнародна фондова біржа;
УФБ	—	Українська фондова біржа;
ФДМ	—	Фонд державного майна України;
ЦП	—	цінні папери

ВСТУП

Актуальність теми. Головним аргументом на користь державного регулювання фондового ринку у розвинених країнах є необхідність оперативного вирішення проблем, передусім у випадках, коли діяльність учасників цього ринку не забезпечує надходження у необхідних обсягах фінансових ресурсів до ділових одиниць. Розумне поєднання ринкових і державних регуляторів дає можливість реалізувати цілі розвитку фондового ринку України, недостатній розвиток якого гальмує інвестиційні процеси, стримує структурну перебудову вітчизняної економіки, що унеможливорює підвищення її конкурентоспроможності.

Забезпечити становлення фондового ринку, уникнувши хаосу та стихійних руйнівних процесів, що відкидають економіку країни далеко назад, може тільки держава. Саме вона, володіючи чіткою стратегією і програмою реформування та використовуючи весь арсенал, існуючих в її розпорядженні засобів, здатна у найкоротші терміни і з найменшими втратами створити умови для становлення цивілізованого фондового ринку.

Потребу в державному регулюванні економіки обґрунтували класики економічної науки: Дж. С. Мілль, М. Туган-Барановський, Дж. Кейнс, А. Маршал, Дж. Гікс.

Усі провідні школи та напрями економічної думки другої половини ХХ ст. приділяють значну увагу ролі держави в економічному розвитку країни та регулюванні фондового ринку. Вагомий внесок у розвиток методів та інструментів державного регулювання фондового ринку зробили Дж. Стігліц, Т. Кембелл, Г. Марковіц, Е. Нікбахт, Р. Тьюлз, Ю. Фама, У. Шарп та ін.

Наприкінці ХХ – початку ХХІ століття економічна наука приділяє значну увагу проблемі державного регулювання економіки загалом та фондового ринку зокрема. Серед вітчизняних дослідників цієї проблеми доцільно назвати М. Алексеєва, О. Барановського, М. Бурмаку, Н. Внукову, В. Корнеєва, А. Кошєєва, В. Колесника, Ю. Кравченка, Я. Міркіна, П. Бороздіна, А. Дьоміна, В. Гейця, С. Злупка, А. Ковальова, В. Клименко, М. Крупку, Н. Кузнецова,

А. Кузнєцову, Ю. Кравченка, І. Михасюка, О. Мозгового, С. Реверчука, О. Ромашка, О. Сохацьку, С. Румянцева, В. Оскольського, І. Ткачук, В. Шапрана, В. Шелудько та інших.

Однак чимало важливих проблем потребує нині всебічного розгляду та дослідження. Залишаються відкритими питання щодо інструментів державного регулювання фондового ринку, його спроможності забезпечити ефективний розвиток цього ринку в умовах глобалізації. З огляду на наявність у світовій практиці кількох принципово відмінних моделей фондового ринку, нетривіальним є питання вибору вектора розвитку механізму державного регулювання фондового ринку в Україні. Усе це зумовило вибір теми дисертації, її мету, структуру та завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота є складовою частиною науково-дослідної роботи кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка за напрямом „Фінансово-кредитне забезпечення інноваційного підприємництва в Україні” (реєстраційний №0105U004944).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розроблення теоретико-методологічних основ і практичних рекомендацій спрямованих на удосконалення механізму державного регулювання фондового ринку в Україні.

Досягнення визначеної мети потребує вирішення комплексу таких завдань:

- з'ясувати необхідний рівень участі держави у регулюванні фондового ринку України;
- проаналізувати еволюцію формування механізму державного регулювання фондового ринку в Україні;
- розглянути механізм управління інфраструктурою фондового ринку;
- дослідити механізм та основні проблеми державного регулювання фондового ринку в Україні;
- розглянути структуру та умови вдосконалення механізму державного регулювання, враховуючи взаємодію учасників фондового ринку в межах вітчизняної економіки;

- дослідити механізм управління портфелем цінних паперів для побудови моделі поведінки учасників ринку;
- оцінити взаємозв'язок державного регулювання фондового ринку та його функціонування залежно від поведінки інвесторів на ньому.

Об'єктом дослідження є фондовий ринок України.

Предметом дослідження є механізм державного регулювання фондового ринку України.

Методи дослідження. Теоретичною та методологічною основою дисертації слугують базові положення економічної теорії, наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених з проблем державного регулювання фондового ринку.

У дисертації використано: системний метод наукового пізнання, за допомогою якого автор досліджує механізм державного регулювання фондового ринку України у взаємозв'язку з розвитком усієї економічної системи; історичний та логічний методи, поєднання яких застосовують при дослідженні діяльності органів державного регулювання фондового ринку на різних етапах його розвитку; методи лінійного програмування і чисельної оптимізації для дослідження оптимального портфеля і стратегії поведінки інвестора на фондовому ринку України. Під час дослідження використано також методи індукції та дедукції, конкретизації, абстрагування, фундаментального і технічного аналізу; економіко-математичного моделювання тощо.

Джерелом інформації для дисертаційного дослідження слугували Закони України, законодавчі та нормативні акти, Укази Президента України, річні звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, програма розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки. Використано також матеріали Міністерства економіки України, Міністерства фінансів України, Фонду державного майна України, фахові літературні джерела, монографії, статистична звітність Держкомстату України, web-сайди торговельних біржових систем і Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, а також власні аналітичні розрахунки та дослідження автора.

Наукова новизна одержаних результатів. Виконане дослідження дало змогу доповнити і систематизувати теоретичне розуміння механізму державного регулювання фондового ринку України, запропонувати та обґрунтувати пропозиції та методи вирішення проблем розвитку фондового ринку.

Основні наукові результати, які становлять особистий здобуток дисертанта і виносяться на захист:

Уперше побудовано модель взаємодії учасників фондового ринку із врахуванням залежності стратегії поведінки окремого інвестора від глобальних показників ринку. Модель, досліджуючи вплив державного регулятора на фондовий ринок, враховує входження на ринок інвестора з різними потенційними можливостями та описує поведінку фондового ринку, зважаючи на ефективність діяльності державних інститутів.

Удосконалено: складники механізму управління інфраструктурою фондового ринку, що дає змогу підвищити ефективність його державного регулювання та сприяє залученню інвестицій. Запропоновано схему управління інфраструктурою фондового ринку з урахуванням руху кредитно-фінансових ресурсів і ймовірних збитків, спричинених переміщенням цінних паперів; методіку управління портфелем цінних паперів через врахування актуальності окремих показників для обчислення прибутковості цінних паперів на основі відомих статистичних даних у задачі оптимізації портфеля цінних паперів. Прибутковість цінних паперів, обчислена за пропонованим співвідношенням, залежатиме від динаміки коливань курсу цінних паперів, чого класичні формули не враховували.

Отримало подальший розвиток: дослідження механізму державного регулювання фондового ринку України. На підставі виконаного макроекономічного аналізу розвитку фондового ринку України виявлено обставини, що перешкоджають ефективному становленню та розвитку механізму державного регулювання фондового ринку. Встановлено, що для успішного розвитку національного фондового ринку його державне регулювання необхідно забезпечити шляхом реалізації відповідних цільових програм, якими передбачено реалізувати певні послідовні, цілеспрямовані заходи, орієнтовані на вирішення

конкретних питань у контексті реалізації першочергових завдань функціонування фондового ринку; виокремлено та охарактеризовано основні етапи розвитку механізму регулювання фондового ринку України залежно від впливу регулятивних органів.

Теоретичне значення результатів дослідження полягає у поглибленні знань з проблем підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку України за сучасних економічних умов і під впливом процесів глобалізації.

Практична цінність результатів дослідження полягає у запропонованих рекомендаціях з оптимізації механізмів державного регулювання фондового ринку та конкретних формулах для розрахунку дохідності окремих елементів фондового ринку з урахуванням актуальності даних. Отримані результати можна використати для оптимізації механізму державного регулювання та управління фондовим ринком в Україні.

Результати наукових досліджень автора, зокрема запропоновану методику обчислення дохідності цінних паперів на основі відомих статистичних даних з урахуванням актуальності окремих показників у задачі оптимізації портфеля цінних паперів, використано в процесі формування стратегії розвитку регіонального фондового ринку (довідка Антимонопольного комітету України Львівського обласного територіального відділення №13/07 – 1562 від 28.10.2005р.).

Окремі результати дисертаційної роботи використано акціонерним товариством закритого типу депозитарно-кліринговою компанією „Акціонер” для підвищення ефективності організації та управління депозитарною діяльністю і здійсненням клірингу щодо операцій з цінними паперами. Зокрема, для оцінки ефективності та прозорості механізму оптимізації інформаційних потоків застосовано методику розкриття та доступу до інформації засобами інфраструктури фондового ринку та за допомогою глобальних інформаційних систем (довідка № 1058/1д від 31.10.2005р.).

Науково-методичні положення дисертації знайшли застосування у навчальному процесі Львівської національної академії ветеринарної медицини

імені С.З. Гжицького (факультет економіки та менеджменту) при вивченні навчальних дисциплін „Біржова діяльність” та „Державне регулювання економіки” (довідка № 939-03 від 27.10.2005 р.), їх можна використати при підготовці навчально-методичних посібників.

Особистий внесок здобувача. Наукові результати, висвітлені у дисертації, автор одержав особисто.

Апробація результатів дисертації. Результати наукових досліджень доповідались та отримали позитивну оцінку на засіданнях і наукових семінарах кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка та кафедри маркетингу Львівської національної академії ветеринарної медицини ім. С. З. Гжицького у 2002-2005 роках; міжнародній науковій студентсько-аспірантській конференції „Актуальні проблеми формування економічної системи України”(16-17 травня 2002р., м. Львів); міжнародній науково-практичній конференції „Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи” (24-25 жовтня 2003 р., м. Львів); міжнародній студентсько-аспірантській науково-практичній конференції „Економіка посткомуністичних країн в умовах глобалізації” (23-24 квітня 2004 р., м. Львів); науково-практичній конференції „Обліково-аналітичні системи суб’єктів господарської діяльності в Україні” (25-26 березня 2005 р., м. Львів); міжнародній науковій студентсько-аспірантській конференції „Інтеграція країн з перехідною економікою у світовий економічний простір: стан і перспективи” (13-14 травня 2005 р., м. Львів); всеукраїнській науково-методичній конференції „Сучасні аспекти фінансового управління економічними процесами” (6-9 вересня 2005 р., м. Севастополь); міжнародній науково-практичній конференції „Сучасні проблеми інноваційного розвитку держави” (26-27 жовтня 2005 р., м. Дніпропетровськ).

Публікації. Результати досліджень опубліковано в 12-ти наукових працях загальним обсягом 3,8 д.а., з них 7 статей у наукових фахових виданнях загальним обсягом 2,9 д.а.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

1.1. Суть, функції та інфраструктура фондового ринку

Фондовий ринок виник за часів формування держав під впливом розвитку міжнародної торгівлі. Перші великі акціонерні товариства засновано в Нідерландах. Це були Нідерландська Ост-Індська компанія (1602 р.) і Нідерландська Вест-Індська компанія (1621 р.). У 1688 р. Англія налічувала 24 акціонерних товариства, а в 1695 р. – понад 170 компаній [136]. Сьогодні історія фондового ринку становить вже понад 400 років. Та в економічній літературі ще й досі відсутнє єдине трактування цієї категорії.

В Україні фондовий ринок започаткував свою діяльність ще у XVII ст. Поступово він став невід'ємною складовою розвитку економіки. Однак поняття суті фондового ринку в Україні й досі слугує об'єктом дискусії як у науковому, так і в законодавчому планах.

Наприклад, А. Калина, В. Корнєєв та А. Кошєєв зазначають, що фондовий ринок – це ринок, на якому „здійснюється емісія та купівля-продаж цінних паперів” [80]; П. Бороздін зауважує, що фондовий ринок є “системою економічних відносин, пов’язаних із випуском, розміщенням та продажем цінних паперів” [44]; В. Шелудько стверджує, що „фондовий ринок є системою економічних та правових відносин, пов’язаних із випуском та обігом цінних паперів” [180]; О. Сохацька вважає, що „фондовий ринок – це сукупність продавців та покупців, що отримуючи інформацію, намагаються передбачити зміни ринкової кон’юнктури і прийняти вірне рішення щодо купівлі або продажу акцій з надією отримати дохід” [156].

Усі ці, майже аналогічні, визначення підводять до єдиного підсумку, що фондовий ринок – це ринок, на якому здійснюються лише операції з випуску і купівлі-продажу цінних паперів.

В економічній літературі, не існує цілковитої узгодженості між такими поняттями, як „ринок фондowych цінностей”, „ринок фіктивного капіталу”, „ринок позичкового капіталу”, „фондовий ринок”, „ринок цінних паперів”, „фінансовий ринок”, „грошовий ринок”, та ін.

Наприклад, в економічних посібниках і монографіях поняття „фондовий ринок” і „ринок цінних паперів” здебільшого ототожнюються [22, 87, 94, 113, 114, 128, 170]. Багато сучасних вітчизняних вчених, а саме: В. Загорський [65], В. Колесник [76], Н. Костіна [92], В. Ляшенко [106], О. Мендрул [112], В. Оскольський [126], А. Ковальова [166] та інші, також часто ототожнюють поняття „фондовий ринок” і „ринок цінних паперів”.

Ми погоджуємося з думкою О. Мозгового, котрий вирізняє ці два поняття. Вчений вважає, що фондовим називається ринок, на якому обертаються (продаються і купуються) середньо- і довготермінові цінні папери. Ринок цінних паперів містить фондовий ринок як сегмент ринку [119]. Ця думка є справедливою, оскільки підкреслюється перерозподільна функція фондового ринку – одна з найважливіших для складного механізму державного регулювання фондового ринку.

Відповідно до Концепції функціонування і розвитку фондового ринку в Україні, фондовий ринок – це багатофункціональна система, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння і вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин [15].

З такими судженнями складно погодитись, адже фондовий ринок передбачає низку інших функцій, пов'язаних з цінними паперами (наприклад, операції з погашення цінних паперів, зберігання, кліринг і розрахунки, регулювання усіх різновидів діяльності з цінними паперами тощо).

На думку О. Мозгового, цінні папери різних типів і видів, економічні суб'єкти, ринкова технологія, інфраструктура та інше слугують атрибутами фондового ринку. Він трактує фондовий ринок як складову ринку цінних паперів [119].

Зазначимо, що В. Клименко вважає, фондовий ринок економічною категорією, яка „являє собою систему економічних відносин між усіма його учасниками з приводу здійснення повного спектра операцій з довгостроковими цінними паперами по обслуговуванню інвестиційних потреб економіки та фінансових потоків” [85, с. 18].

На наш погляд, фондовий ринок – це механізм ринкових взаємовідносин, де здійснюються операції з середньо- і довготерміновими цінними паперами, при яких відбувається взаємодія фінансового, кредитного та інвестиційного секторів економіки, внаслідок чого динамічно накопичуються та перерозподіляються ринкові ресурси у вигляді потоків грошових резервів між його суб'єктами.

Сутність фондового ринку дещо ґрунтовніше виражається у його функціях.

У своїх працях О. Мозговий зазначає такі функції фондового ринку, як “акумуляція грошових коштів населення і підприємств (1), концентрація цих коштів з метою створення сприятливих умов для формування капіталу, здатного вирішувати крупні економічні завдання (2), стимулювання інвестиційної діяльності (3), оптимізація галузевої і регіональної структур економіки внаслідок переливу коштів у високорентабельні виробництва (4), формування інституту власників, що забезпечують ефективне використання матеріальних, трудових і фінансових ресурсів (5), сприяння інтеграції України у світову економічну систему (6)” [121, с. 5].

Однак В. Оскольський [126, с. 109-115] вважає, що крім економічної сфери, фондовий ринок відіграє важливу роль й у політичній, соціальній та духовній (морально-психологічній) сферах життя. Наприклад, в економічній сфері фондовий ринок виконує такі функції: прискорення обігу цінних паперів та їхня акумуляція для інвестицій у виробничу і соціальну сфери; переміщення капіталу з однієї галузі в інші; акумуляція вільних грошових коштів населення та вилучення їх з вільного обігу; регулювання обігу цінних паперів шляхом котирування та

зміни їхнього курсу, ринкової вартості; відтворення дійсної вартості основних виробничих фондів. Основними функціями фондового ринку в політичній сфері вчений вважає: сприяння становленню економічної самостійності; сприяння створенню ринкової економічної системи; прискорення інтеграційних процесів, входження України до світового співтовариства; вихід через фондовий ринок національного капіталу на світовий ринок; розвиток взаємовигідних зв'язків із зарубіжними національними та міжнародними ринками. Функції у соціальній сфері В. Оскольський вважає такими: позитивний вплив на динаміку соціальної структури суспільства; людина отримує більше ступенів соціальної свободи завдяки обігу цінних паперів; фондовий ринок працює на накопичення капіталу, у тім числі й грошових коштів населення; ринкові відносини означають і ринок робочої сили. Функції у морально-психологічній сфері: формування у населення ринкової психології; формування довіри до цінних паперів і до операцій з ними; формування нового, цивілізованого типу підприємця; запобігання виникненню на фондовому ринку зловживань, шахрайства.

Фондовий ринок, на думку В. Клименко [84, 85], виконує такі функції: забезпечує перерозподіл капіталу між галузями та сферами національного господарства країни та між територіями; здійснює перерозподіл накопичень невиробничого характеру у виробничу сферу; дає змогу профінансувати дефіцит державного бюджету на неінфляційній основі.

Така розбіжність у систематизуванні функцій фондового ринку вітчизняних вчених, на наш погляд, пояснюється, передусім нерозвиненістю, недостатньою прозорістю та ліквідністю, а також відсутністю чіткого та єдиного визначення поняття фондового ринку і механізму його функціонування, відсутністю узгодженої та виваженої політики у сфері законодавства, що регулює фондовий ринок.

На нашу думку, однією з найважливіших функцій фондового ринку сьогодні є формування сприятливого фінансово-інвестиційного клімату для ключових та перспективних галузей народного господарства в усіх регіонах держави.

Західні економісти, котрі досліджують фондовий ринок, що набув значного розвитку, виокремлюють низку функцій фондового ринку. Зокрема: Дж. Сакс до

головних призначень фондового ринку зачислює його спроможність вважатися „ринком важелів контролю”[151, с. 191]; Т. Кембелл функціями фондового ринку вважає забезпечення власників цінних паперів ліквідними активами; зниження вартості операційних витрат [188, с. 11-12]; В.Шарп ключовою функцією вважає обмін фінансовими ресурсами [178, с. 8].

Одним з найбільш дискусійних елементів фондового ринку є саме цінні папери. Згідно з українським законодавством [6], цінні папери – це грошові документи, які засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їхнім власником і передбачають, як зазвичай, виплату доходу у вигляді дивідендів чи відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам. У федеральному законодавстві США поняття цінних паперів максимально деталізовано і визначено у законі США про цінні папери від 1993 року [206], яким користуються і досі, і, відповідно до якого, цінні папери – це акції, облігації, казначейські зобов’язання, або будь-який документ, що засвідчує визнання боргу, процентні та депозитні сертифікати, папери, що підтверджують участь у будь-яких прибуткових проектах та угодах, закладні, сертифікати участі у голосуючому трасті, опціони всіх видів та інші похідні папери [187]. Аналогічне визначення цінним паперам подано й у федеральному законі США про Фондову біржу від 1934 року. Нормативна база цієї країни, уникаючи спірних питань про економічну сутність цінних паперів і про функції цінних паперів, відразу задає їхній перелік. Різниця у нормативних визначеннях цінних паперів у США та Україні очевидна, хоча в усіх визначеннях майже відсутня зміна економічної сутності. Аналогічно із США, у Німеччині до цінних паперів зачислено такі активи, перелік яких чітко визначено законодавством. Згідно із законом, цінними паперами у Німеччині вважають акції та облігації, а також інші цінні папери, що походять від акцій чи облігацій, при цьому деривативи відокремлюються від цінних паперів в окремий клас.

Виявляючи економічну сутність державного регулювання фондового ринку, необхідним і достатнім є формулювання означення ринку цінних паперів,

наведене у законодавчих і нормативних актах, які реально є практичним втіленням та відтворенням наукової думки тієї чи іншої країни.

Як зазначалось вище, в Україні, за концепцією функціонування і розвитку фондового ринку, ринок цінних паперів є багатофункціональною системою, яка сприяє переливу інвестиційного капіталу у виробничу та соціальну сфери, розвитку економіки країни, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного розпорядження цінними паперами.

У зарубіжній літературі до системи фондового ринку відносять: банківську систему, ощадні установи, страхові компанії та пенсійні фонди, а також державний фінансовий сектор [189]. Як частина фінансового ринку фондовий ринок є механізмом, що забезпечує переміщення потоків грошових фондів від домогосподарств, котрі мають заощадження, до фірм, котрі потребують інвестицій [69]. Наприклад, група американських учених – представників Вашингтонського університету, вважає, що фондовий ринок виконує фінансову та економічну функції, які тісно взаємозв'язані між собою [200].

Для того, щоб фондовий ринок виконував покладені на нього функції, необхідно створити відповідну структуру учасників і регулюючих органів.

З цього приводу В. Клименко вважає, що учасників фондового ринку можна класифікувати: 1) за юридичним статусом; 2) за міжнародним статусом; 3) за виконуваними функціями (додаток А).

Зазвичай, безпосередніми учасниками фондового ринку слугують: органи державного регулювання, емітенти фондового ринку, інститути інфраструктури ринку, інвестори та фінансові інститути (рис. 1.1).

Відповідно до Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [5], державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством.



Примітки:

1. ФДМ - Фонд державного майна України;
2. НБУ - Національний банк України;
3. ДКЦПФР - Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку України;
4. АМК - Антимонопольний комітет України;
5. МФ - Міністерство фінансів України.

Рис. 1.1. Структура учасників фондового ринку України

ДКЦПФР розробляє та затверджує законодавчі акти із питань, що належать до її компетенції та є обов'язковими для виконання центральними і місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їхніми об'єднаннями, а також контролює їхнє виконання [9]. ДКЦПФР підпорядковується Президенту України і є підзвітною Верховній Раді України. Фонд державного майна здійснює державну політику у сфері приватизації державного майна [11]. Міністерство фінансів забезпечує реалізацію державної фінансової політики і виконує загальне керівництво у сфері державних фінансів. У межах своїх повноважень МФ організовує виконання законодавчих актів України та здійснює систематичний контроль за їхнім виконанням [10]. Антимонопольний комітет України є державним органом, який забезпечує, відповідно до його компетенції, державний контроль виконання антимонопольного законодавства та захист підприємств і споживачів від його порушень [1]. НБУ здійснює єдину державну політику в галузі грошового обігу,

кредиту, визначає курс грошової одиниці, організовує міжбанківські розрахунки, координує діяльність банківської системи. НБУ належить монополіне право на випуск грошових знаків згідно з рішенням Верховної Ради України [2].

Емітенти – учасники фондового ринку, котрим дозволено випускати цінні папери і котрі від свого імені випускають цінні папери та зобов'язуються виконувати обов'язки, що впливають з умов їхнього випуску.

Основою організаційної структури учасників фондового ринку слугують фінансові інститути, які забезпечують у своїх інтересах чи інтересах клієнтів трансформацію у цінні папери інших фінансових ресурсів, а також інститути інфраструктури ринку, що забезпечують нормальне функціонування ринку.

Інвестори на фондовому ринку купують цінні папери від свого імені і за свої кошти з метою одержання доходу чи збільшення вартості цінних паперів. Іншими словами, інвестор інвестує власні кошти у цінні папери.

Суб'єктами фондового ринку (учасниками) є органи державного регулювання, емітенти (держава, місцеві органи влади, юридичні особи), фінансові посередники (торговці цінними паперами, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, комерційні банки, довірчі товариства, товариства покупців), інфраструктура фондового ринку (депозитарії, фондові біржі, торгово-інформаційні системи, центри сертифікатних аукціонів, курси навчання спеціалістів фондового ринку, зберігачі, реєстратори, саморегулюючі організації, аудиторські компанії, консалтингові компанії), інвестори (фізичні та юридичні особи). Емітуючи цінні папери та залучаючи на різних умовах вільні фінансові ресурси, вони формують свій акціонерний і борговий капітал.

Об'єктами фондового ринку є саме цінні папери – грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, як зазначено у Законі України „Про цінні папери і фондову біржу”.

Вельми важливою складовою структури учасників фондового ринку вважають його інфраструктуру.

Вперше термін *інфраструктура* застосовано в економічному аналізі для позначення об'єктів і споруд, що забезпечують нормальну діяльність збройних

сил (початок ХХ століття) [182]. Передусім цей термін використовували в будівельній сфері, під ним розуміли основу будівництва, фундамент. У переносному значенні його трактують як сукупність зовнішніх стосовно певного об'єкта споруд, а у військовій термінології – це допоміжні служби та структури. Здебільшого під терміном *інфраструктура* розуміють зовнішні умови виробництва і вважають, що окрема сфера економіки, яка отримала назву „інфраструктура” (лат. *infra* – „під”, нижче, внизу і *structura* – будівля, „структура”), займається створенням зовнішніх умов функціонування підприємств.

З розвитком економіки, науково-технічного прогресу, зміни характеру суспільного виробництва поняття інфраструктури постійно змінюється.

Сьогодні торговці, реєстраційні мережі, розрахунково-клірингові та депозитарні системи, а також системи правового та інформаційного забезпечення ринку створюють інфраструктуру фондового ринку України.

У своїх працях Г. Волощук зазначає, що для включення тієї чи іншої галузі, того чи іншого виду діяльності в комплекс інфраструктури необхідно, щоб вони володіли характерними ознаками та були визначеною одиницею [54].

Однак В. Клименко [85, с. 52] вважає, що інфраструктура – це комплекс підприємств, які своєю діяльністю створюють необхідні умови для функціонування ринку.

На думку Н. Ксакіної [96], інфраструктура ринку представляє собою комплекс елементів і видів діяльності, що створюють організаційно-економічні умови для функціонування ринкового механізму.

Щодо цього Н. Внукова [51] зазначає, що інфраструктура ринку – це „суцільна ринкова тканина”, що забезпечує безперервну роботу ринкового механізму”. В зазначеному визначенні автор виокремлює три найважливіші функції ринкової інфраструктури: „1) створення організаційно-економічних умов розвитку економіки; 2) забезпечення обслуговування; 3) регулювання функціонування і розвиток ринкової економіки”. Володіючи розвинутою інфраструктурою, ринки досить ефективно справляються з тимчасовими

нестачами товарів. Інфраструктура ринків спроможна виокремлювати та збільшувати сигнали, що йдуть від споживачів і попиту, забезпечувати сприйняття цих імпульсів виробниками та адекватну реакцію на них, об'єднувати виробників і споживачів у єдиний господарський процес. Торговельні, інформаційні, сервісні, ремонтні, консультаційні, банківські, юридичні та інші послуги на фондовому ринку утворюють складну систему.

Також, Н.Внукова [51] визначає послугу ринкової інфраструктури як вид діяльності, спрямований на задоволення попиту споживачів та отримання позитивного ефекту, причому в процесі виконання послуги не створюється новий матеріально-речовий продукт, а змінюється місцезнаходження, стан чи якість існуючого.

Міжнародному ринкові послуг притаманна складна структура суб'єктів, що формується на основі як великих ТНК, так і невеликих приватних товариств, частина яких переплітається із системою діяльності ТНК, а інша частина діє самостійно. Отриманий унаслідок інфраструктурних вкладень ефект є наслідком розвитку ринкових стосунків [50].

Дослідженню поняття ринкової інфраструктури як об'єкта пізнання, встановлення його складу та обмежень присвячено наукові праці Г. Саркісянца [29], В. Богачьова та Е. Дидоренко [42], А. Вітіна [50], Г. Волощука [54], Г. Гукасьяна [61], В. Красовського [78], А. Кісельова [83], І. Корбанколевої [91], Б. Райзберга [99], А. Мельника та А. Васіної [111], П. Осипенкова [125], І. Синяєвої [152], О. Третяка та В. Третяка [162], К. Ховарда, Г. Журавльова та Н. Ернашвілі [182]. Зазначені науковці, кожен зокрема, намагаються в означення інфраструктури ввести щось нове. Отже в економічній літературі відсутня єдина думка щодо визначення і складу ринкової інфраструктури.

На наш погляд, інфраструктура фондового ринку – це важлива складова механізму взаємодії його учасників, існування та розвиток якої слугує однією із ключових вимог ринку, що виник як відповідь на реальні потреби цього сектору економіки і своєю конфігурацією та особливостями функціонування є віддзеркаленням, з одного боку, типу та характеру взаємодії учасників фондового

ринку, а з іншого боку – практики функціонування таких головних компонент, як торгово інформаційні системи та фондові біржі.

На загальноекономічному рівні інфраструктура фондового ринку є каталізатором розвитку цілої фінансової системи. Державна підтримка і контроль розвитку цього сектору необхідні у зв'язку із його стратегічним значенням.

Зазначимо, що К. Ховард, Г. Журавльова та Н. Ернашвілі [182] виокремлюють такі функції ринкової інфраструктури: покращення ринкових відносин учасниками шляхом реалізації їхніх інтересів; підвищення оперативності та ефективності роботи ринкових суб'єктів на основі спеціалізації окремих суб'єктів економіки та видів діяльності; організаційне оформлення ринкових відносин; забезпечення форм юридичного та суспільного регулювання ділової практики.

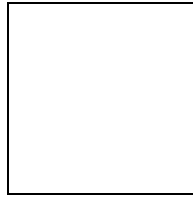
Аналогічні функції інфраструктури бізнесу подає А. Кісельов [83]. На наш погляд, таке виокремлення функцій є неточним і сумнівним. Наприклад, відмінність між окремими видами діяльності послаблює діяльність об'єктів ринкової інфраструктури. Натомість системний підхід до створення державою більш повної, обширної мережі об'єктів інфраструктури призведе до ефективніше впливатиме на розвиток ринкової економіки загалом.

Функціональне призначення, економічна суть, суттєві зміни механізму господарювання є передумовами для розгляду ринкової інфраструктури як єдиного цілого. Такий розгляд має на меті виявлення чи створення системних ефектів, роль і вплив яких суттєво залежать від його складу та об'єму.

Ефект інфраструктури проявляється через взаємодію елементів, із яких її сформовано. Оскільки суміжні в організаційно-технологічному відношенні елементи інфраструктури взаємодіють та підсилюють один одного. На найнижчому рівні, як наслідок, отримуємо створення сприятливих умов для подальшого поділу праці, поглиблення спеціалізації суб'єктів ринку, що сприяє до зростанню продуктивності, об'єднанню та кооперації суб'єктів і покращує перспективи їхнього розвитку.

Розвиток елементів і систем інфраструктури разом з якістю та ефективністю управління ними зумовлює ефективність функціонування інфраструктури

фондового ринку. Розглядаючи інфраструктуру як важливу складову фондового ринку, подаємо загальну схему управління інфраструктурою фондового ринку (рис. 1.2).



Примітки:

1. A_1, A_2 – величини, що характеризують рух цінних паперів;
2. P_1, P_2 – ймовірність збитків, пов'язаних з рухом цінних паперів.

Рис. 1.2. Загальна схема управління інфраструктурою фондового ринку

Приведена схема ефективно функціонує за сучасних умов розвитку економіки, оскільки перелічені у ній елементи взаємодіють і підтримують зворотній зв'язок.

Реєстраційну мережу створюють реєстратори. В Україні реєстратор – суб'єкт підприємницької діяльності, який одержав у встановленому порядку дозвіл на ведення реєстрів іменних цінних паперів. У США – це фінансова структура, уповноважена корпорацією-емітентом реєструвати цінні папери та їхніх держателів. Біржі та торговельно-інформаційні системи організують укладення угод між учасниками ринку. Зберігачі – торговці цінними паперами, котрі мають дозвіл на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами [153].

Враховуючи функціональний зв'язок суб'єктів інфраструктури, складемо концептуальну схему їхньої взаємодії (рис. 1.3.).

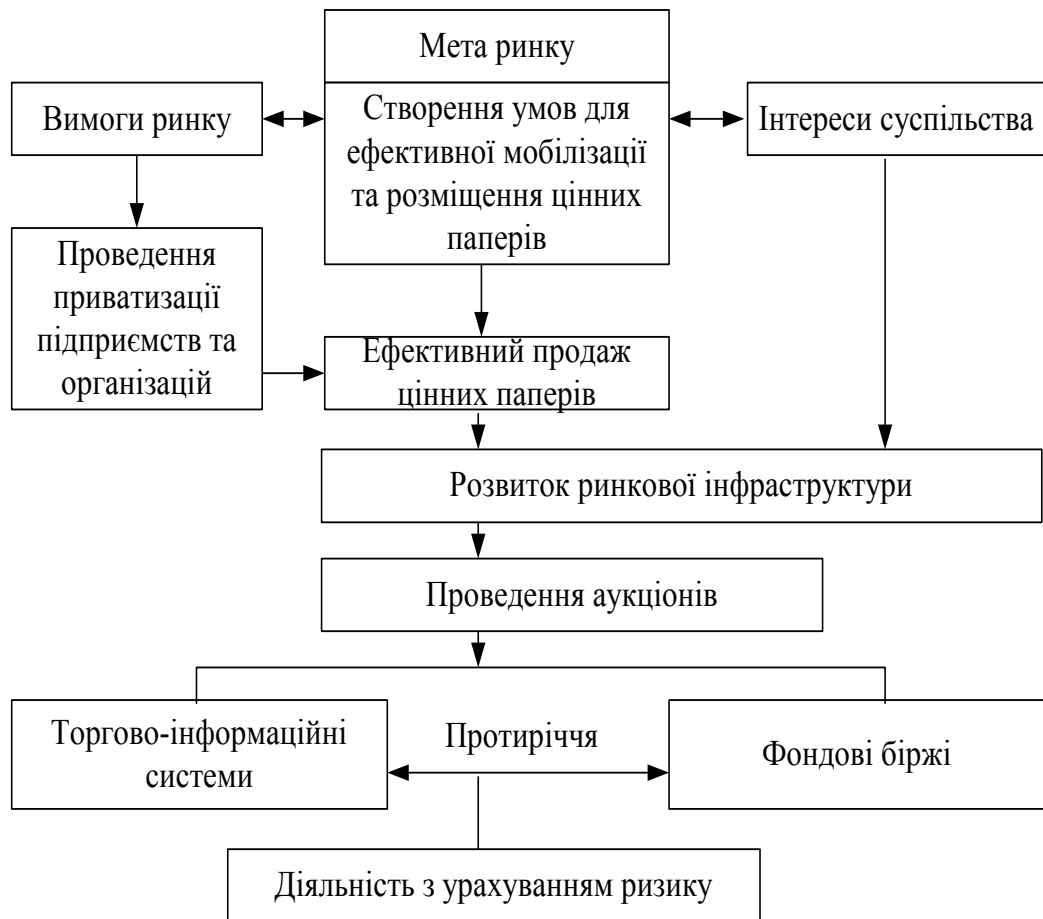


Рис. 1.3. Концептуальна схема взаємодії суб'єктів інфраструктури фондового ринку України

Фондовий ринок як складову частину фінансового ринку вважають забезпечувальною ланкою всієї фінансової системи держави, де відбувається купівля-продаж позик і часток підприємств. Фондовий ринок можна класифікувати за такими ознаками: терміном обігу цінних паперів; умовами емісії та механізмом обігу цінних паперів; за місцем, де здійснюють торгівлю цінними паперами; у залежності від того, нові чи емітовані раніше цінні папери пропонують для продажу [180] (рис. 1.4).

За терміном обігу цінних паперів фондовий ринок поділяють на ринок грошових і капітальних цінних паперів. На *ринку грошових цінних паперів* перебувають в обігу боргові зобов'язання з терміном обігу менше, ніж один рік: короткострокові облігації, векселі, ощадні сертифікати, комерційні цінні папери тощо.

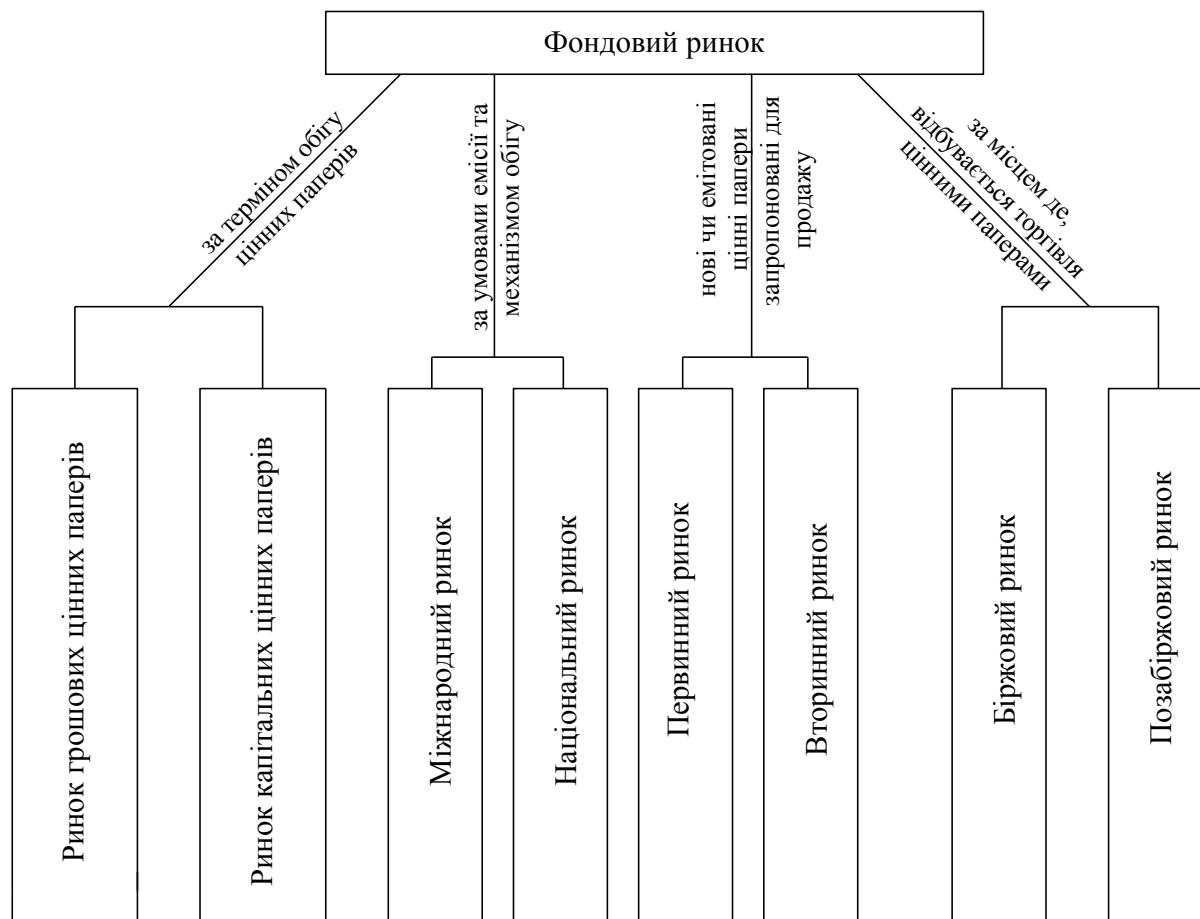


Рис. 1.4. Ознаки класифікації фондового ринку

Одним із найпоширеніших боргових цінних паперів є облігації. За Законом України “Про цінні папери і фондову біржу”, облігації – це цінні папери, що засвідчують внесення її власником грошових коштів і підтверджують зобов’язання відшкодувати йому номінальну вартість цих паперів у передбачений в ньому строк з виплатою фіксованого відсотка [6].

Ощадний сертифікат – письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право власника на одержання депозиту і відсотків від вкладення сертифікату.

Вексель – це цінний папір, який засвідчує грошове зобов’язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя [6].

Загалом цінні папери можна поділити на неінвестиційні (акредитиви, векселі, чеки) та інвестиційні (акції, облігації, інвестиційні сертифікати, ощадні сертифікати, державні скарбничі зобов’язання, приватизаційні папери) [103, с. 142].

Основними фінансовими інструментами на фондовому ринку залишаються векселі, на частку яких припадає 45-50% загального обсягу торгівлі [144, с.12]. Зазначимо, що у 2003 році обсяг виконаних угод з векселями становив 88,07 млрд грн [202], що на 11,08 млрд грн більше, ніж укладених угод з акціями.

Сьогодні комерційний вексельний кредит усе більше трансформується у банківський, а роль банків у вексельному обігу стає все вагомішою, оскільки саме в банках зосереджені спеціалісти з векселів [3].

На ринку грошових цінних паперів найнеобхіднішою умовою є швидкість отримання і вичерпність інформації учасників про ціни, угоди та пропозиції цінних паперів [156, с. 12].

На *ринку капітальних цінних паперів* перебувають в обігу акції, середньо- та довгострокові боргові зобов'язання.

Акція – цінний папір без встановленого строку обігу, що засвідчує дольову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в товаристві та право на участь в управлінні ним; дає право його власникові на одержання частини прибутку у вигляді дивідендів, а також на участь у розподілі майна при ліквідації товариства [6].

За умовами емісії та механізмом обігу цінних паперів фондовий ринок поділяють на міжнародний і національні [180]. *Національний ринок цінних паперів* – це сукупність учасників і взаємовідносин між ними, пов'язаних з обігом цінних паперів, які встановлюються та існують на території певної країни. На національному ринку перебувають в обігу цінні папери, емітовані резидентами або нерезидентами.

На *міжнародному ринку* перебувають в обігу цінні папери, емітовані поза юрисдикцією будь-якої однієї країни, які пропонуються для продажу інвесторам різних країн. За програмою розвитку фондового ринку України на 2001 – 2005 роки, головними тенденціями розвитку міжнародних фондових ринків, які визначатимуть подальшу долю фондового ринку України, є :

- глобалізація світового ринку капіталів, створення глобальних торговельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу;

- універсалізація діяльності фінансових інститутів, спроможних надати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг, у тім числі послуги на ринках цінних паперів;

- інституціоналізація або зростання ролі інституційних інвесторів – страхових компаній, пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування – у здійсненні фінансових інвестицій;

- інтернаціоналізація та регіоналізація регулювання фондових ринків;

- дерегуляція фінансових ринків або засіб протидії їхньому переміщенню в офшорні зони.

Залежно від того, нові чи емітовані цінні папери пропонують для продажу, ринок цінних паперів поділяють на первинний і вторинний [180].

Первинний ринок – це розповсюдження первинної та всіх наступних емісій (випусків цінних паперів) емітента серед інвесторів [156, с. 14]. На такому ринку здійснюють початкове розміщення цінних паперів серед інвесторів і початкове вкладення капіталу в різні галузі економіки.

Вторинний ринок – це ринок інвесторів, на якому цінні папери переходять від одного інвестора до іншого, відбувається їхнє перепродування. На такому ринку обертаються емітовані раніше цінні папери. За його ефективного функціонування забезпечується висока ліквідність цінних паперів, що перебувають в обігу на вторинному ринку.

Протягом 2004 року укладено угод з цінними паперами на суму 9,4 млрд грн, що на 5,9 млрд грн більше, ніж за минулий рік (2003 рік – 3,5 млрд грн). Угоди, укладені на вторинному ринку становлять 97% усіх укладених угод, і лише 3% припадає на первинний ринок [19]. Протягом квітня 2005 року на вторинному організованому ринку виконано договорів у 1,69 раз більше, ніж на первинному організованому ринку. Наприклад, у травні 2005 року на біржовому ринку зафіксовано найбільший обсяг виконаних договорів на УФБ – 475,215 млн грн. У

відповідному періоді минулого року найбільший обсяг виконаних договорів на біржовому ринку зафіксовано на КМФБ – 38,4079 млн грн [202].

Залежно від місця, де здійснюють торгівлю цінними паперами, розрізняють біржовий та позабіржовий ринки [180], що належать до вторинного ринку. *Під біржовим ринком*, зазвичай, розуміють торгівлю цінними паперами, яку здійснюють на фондових біржах.

Перші згадки про такі біржі стосувалися посередників Паризької фондової біржі; однією з найдавніших бірж вважають Амстердамську фондову біржу. Її засновано в 1602 році в той час, коли здійснювали торгівлю акціями Голландської Східно-Індійської Компанії. Лондонська фоновна біржа виникла у XVII ст., Нью-Йоркська – у 1792 році. Отже, біржові ринки є досить старими ринками, на яких уже декілька століть відбуваються торги цінними паперами.

Позабіржовий ринок – дилерський ринок – це ринок торговців цінними паперами, який функціонує у двох видах – як ринок індивідуальних торговців, через яких інвестори проводять операції купівлі-продажу, та організований ринок. У другому випадку торговці вступають в асоціацію і налагоджують між собою комп'ютерний та всі інші види зв'язку.

Потенційний розвиток позабіржового неорганізованого ринку став наслідком випуску приватизаційних цінних паперів за попередні роки.

На 01.01.2005 року ліцензії на здійснення діяльності з організації торгів на ринку цінних паперів мали 10 суб'єктів підприємницької діяльності (далі – організатори торгівлі) – 8 бірж та 2 торговельно-інформаційні системи [19].

В Україні ліцензіями на здійснення цього виду діяльності володіють такі фондові біржі, як ДФБ; КМФБ; КФБ; ПФБ; УМВБ; УМФБ; УФБ; ЛФБ, а також дві торговельно-інформаційні системи: дочірнє підприємство Асоціації ПФТС; дочірнє підприємство Асоціації „Південноукраїнська торговельно-інформаційна система”.

Організаторами торгівлі на позабіржовому ринку слугують торговельно-інформаційні системи. На цьому ринку діють такі учасники: ПФТС із жовтня 1995 р.; оператори позабіржового ринку цінних паперів: інвестиційні компанії,

інвестиційні фонди, інвестиційно-інформаційні агентства; самостійні учасники фондового ринку: дилери, брокери [28, с. 106].

В Україні діють такі учасники фондового ринку: емітенти, тобто продавці цінних паперів (вони ж слугують споживачами інвестиційного капіталу); інвестори, тобто покупці цінних паперів (вони ж вкладники грошових ресурсів та зберігачі цінних паперів); посередники, тобто особи, які надають емітентам та інвесторам послуги щодо здійснення фондових операцій [119, с. 27].

Залежно від функцій, а також з огляду на зміст постійно виконуваних у процесі ринкової взаємодії дій, учасників фондового ринку поділяють на головних та інфраструктурних (допоміжних).

Головні учасники фондового ринку – це ті учасники, котрі своїми діями організовують ринок цінних паперів, притримують їхній рух, забезпечують безперервність і постійність взаємодії цінних паперів на ньому. До них, зокрема, належать: емітенти, інвестори, посередники, інститути-регулятори, державні органи регулювання.

Інфраструктурні учасники – це довірчі товариства, депозитарії, реєстратори, агенти з трансферу, клірингово-розрахункові установи, спеціальні фонди страхування акцій, торговці інформацією про ринок цінних паперів тощо.

Отже, сучасний стан і структура вітчизняного фондового ринку є наслідком таких ознак: 1) процесів трансформації економічної системи, які відбувалися в Україні протягом останніх років; 2) політики держави як емітента при здійсненні випуску держаних цінних паперів; 3) впливу останніми роками на український фінансовий ринок криз на світових фінансових ринках.

Фондовий ринок на Україні починає свою діяльність з часу прийняття одного з перших нормативних документів про фондовий ринок – Закону України „Про цінні папери та Фондову біржу” (1991 р.)

Відповідно до цього закону засновано Українську Фондову біржу з філіями практично в усіх областях України, яка тривалий час була єдиним в Україні інструментом фондового ринку. Положення Закону унеможлилювали виникнення та функціонування інших фондових інститутів України. Однак з

часом централізація фондового ринку та неефективність уніфікованого його функціонування стали очевидними. Зі зміною діючого законодавства в Україні починають виникати інші фондові інститути.

Досліджуючи розвиток фондового ринку у формуванні системи механізму його державного регулювання, можна виділити п'ять основних етапів (додаток Б):

Перший етап – (1991 – 1994 рр) відзначається тим, що головним регулюючим органом з боку держави слугувало Міністерство фінансів. Воно займалося нормативно-методологічним забезпеченням фондового ринку, реєстрацією випусків акцій та облігацій підприємств, реєстрацією інформації про відкритий випуск акцій, наданням дозволу на здійснення посередницької діяльності з цінними паперами тощо [17]. Проте цей етап вирізняється вкрай низькими темпами розвитку фондового ринку унаслідок повільних темпів приватизації, цілковитої відсутності необхідної інфраструктури, недостатньої правової врегульованості питань, пов'язаних з його функціонуванням. Розрізненість функцій між різними державними органами щодо регулювання фондового ринку не давала змоги повною мірою забезпечувати процес його гармонійного розвитку, досягнення цілісності та прозорості, поступового інтегрування у світові фондові ринки.

Спроба створення альтернативних фондових бірж наприкінці 1994 року не завершилася позитивно, доки Арбітраж України не засвідчив право на реєстрацію Київської міжнародної фондової біржі.

Другий етап (1995 – 1998 рр) відзначається зростанням фондового ринку України. Головними чинниками розвитку можна вважати: прискорення темпів приватизації і створення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку як основного регулятора ринку. Визначаються основні повноваження щодо регулювання фондового ринку. Головні завдання Комісії передбачено Законом України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, який прийнято у 1996 році. Зазначено, що своїй діяльності Комісія керуватиметься Конституцією і нормативно-правовими актами України.

Законодавчо визначено принципи та шляхи розвитку ринку цінних паперів – Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів (1995 р.). Комплекс перших ринкових законів України, а саме “Про цінні папери і фондову біржу”, „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (1996 р.), “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (1997 р.).

У цей період невпинно зростає кількість емітентів цінних паперів та обсяг їхніх емісій. Важливим чинником, що сприяв активізації українського фондового ринку, стала розбудова інфраструктури ринку [140].

Другий етап відзначається також високою дохідністю державних цінних паперів, яка значно перевищувала дохідність цінних паперів підприємств. Загальний обсяг цінних паперів, зареєстрованих ДКЦПФР, становить: у 1997 р. – 9,97 млрд грн, а у 1998 р. – 11,5 млрд грн. Із загального обсягу випуску акцій у 1998 р. 21% припадає на реально залучені засоби, а 79% становлять емісії в разі корпоративізації та акціювання державних підприємств. Стосовно учасників, фондовий ринок характеризується відсутністю дрібних та індивідуальних (непрофесійних) інвесторів [131].

Отже, результатами другого етапу розвитку фондового ринку України можна вважати створення дієвої системи нагляду за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів, створення системи реєстрації прав власності на цінні папери та системи розкриття інформації про емітентів і професійних учасників ринку цінних паперів. Водночас, незважаючи на значний прогрес у розвитку фондового ринку, залишається чимало невирішених проблем, а саме: недостатність законодавчого забезпечення, низький технологічний рівень функціонування ринкової інфраструктури, недостатня прозорість діяльності емітентів і професійних учасників фондового ринку, низький рівень корпоративної культури, недостатній рівень знань більшої частини населення з питань фондового ринку.

Для ефективного функціонування корпоративного сектора економіки необхідні: корпоративне право; організаційне середовище у вигляді товарних і

фінансових (фондових) ринків; відповідні етичні норми [64, с. 317]. До цього часу статті 24, 25 і частково 23 Закону “Про цінні папери і фондову біржу”, а також стаття 43 Закону “Про господарські товариства” з 1991 року, не діяли [124]. Через два роки після прийняття Закону “Про державне регулювання ринку цінних паперів”, завдяки чітким нормативним документам Комісії, інформація про випуск цінних паперів і результати фінансово-господарської діяльності стала більш відкритою.

З метою формування державної політики регулювання фондового ринку 18 квітня 1997 р. після ухвалення Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” за рішенням Комісії створена Консультативно-експертна рада Комісії. До діяльності Комісії належить підготовка проектів законодавчих актів, які сприятимуть розвитку і функціонуванню українського фондового ринку за міжнародними стандартами. Ця Комісія веде також загальний реєстр випуску цінних паперів.

За словами, В. Ющенко [79] „основний тиск на ціну грошей у 1998 році формувала невдала політика управління фондовим ринком”. На його думку, Міністерство фінансів „намагається адміністративними методами мінімізувати ціну грошей на фондовому ринку”.

Третій етап (1999 – 2000 рр). У 2000 році реалізація Указів Президента України „Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році”, „Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні” дала змогу продовжити удосконалення системи захисту прав інвесторів. Підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів, розвиток нормативно-правової бази, розбудова інфраструктури фондового ринку, розвиток системи організованої торгівлі, удосконалення діяльності інститутів спільного інвестування, удосконалення механізмів корпоративного управління усе це створює необхідні передумови для подальшого активного розвитку ринку цінних паперів.

Четвертий етап (2001 – 2003 рр). На підставі отриманих звітів у 2001 році готувалися аналітичні та інформаційні матеріали (понад 50 оглядів) про стан

фондового ринку та за окремими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів [202]. Ця інформація оприлюднювалася у мережі Інтернет на офіційному Web-сайті Комісії. Порівняно з 2000 роком у 2001 році спостерігається падіння цін на акції.

У 2002 році з метою подальшого вдосконалення державного регулювання ринку цінних паперів, визначення ефективного механізму реалізації Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку своїх повноважень та у зв'язку з додатковими функціями, покладеними Законами України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, “Про обіг векселів в Україні” і “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” У вересні 2002 р. видано Указ „Про додаткові заходи щодо вдосконалення діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку”. Того ж року створено міжвідомчу робочу групу з опрацювання юридичних і технологічних аспектів діяльності центрального депозитарію. За результатами її роботи протягом 2002 року прийнято декілька рішень з цього питання, якими на підставі аналізу вимог українського законодавства та стану виконання учасниками Національної депозитарної системи України депозитарних функцій, міжнародних рекомендацій і світової практики функціонування центральних депозитарних установ, визначено основні напрями роботи щодо створення центрального депозитарію цінних паперів.

У зазначений період чітко вбачається зміна наголосу в регулюванні від регулювання діяльності інституцій інфраструктури і професійних учасників ринку до регулювання правових взаємовідносин між інвестором та емітентом. Чимало емітентів перебувало у стані корпоративної війни. Траплялись випадки, коли іноземних інвесторів зі світовим ім'ям звинувачували українські міноритарні акціонери у цілеспрямованих не виплатах дивідендів [175]. Усе це можна оцінити як недосконалість законодавства і разом з тим м'якість у регулюванні ринку. Відповідальність посадових осіб емітента за завищення видатків товариства або використання службового становища має розцінюватись органом регулювання як кримінальний злочин.

П'ятий етап розпочався з 2004 року продовжується сьогодні. Відповідно до покладених на Комісію завдань щодо розвитку законодавства у сфері державного регулювання ринку цінних паперів України протягом 2004 року здійснювалась розробка проектів законодавчих актів та їхнього супроводження при розгляді у Кабінеті Міністрів України та Верховній Раді України.

З метою поліпшення нормативного забезпечення функціонування головних інститутів НДСУ та подолання проблем системи обліку прав власності на цінні папери, питань порядків укладання та виконання договорів щодо цінних паперів, на початку 2004 р. затверджено функціональні схеми стандартів документообігу щодо операцій з цінними паперами.

Протягом 2004 року проведено роботу з опрацювання проектів нормативних документів ДКЦПФР, якими встановлено порядок та умови здійснення депозитарної діяльності; Верховною Радою України прийнято три законопроекти, головним розробником яких виступила Комісія (додаток В).

Проведено заходи щодо адаптації законодавства України про цінні папери до законодавства Європейського Союзу, а також щодо підготовки інформації для оприлюднення у мережі Інтернет на офіційному веб-сайті Комісії та Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України. У липні 2005 року зареєстровано проект Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок”.

Практично в кожній країні, де існують ринки цінних паперів, існують спеціальні державні органи, що відповідають за регулювання фондових ринків. Їх називають по-різному. Наприклад, у США – Комісія по цінних паперах та фондових біржах, у Франції – Комісія з біржових операцій, у Польщі – Комісія з цінних паперів, у Данії – Відділ з фінансового контролю, у Німеччині – Департамент з нагляду за фондовою біржею, у Японії – Бюро з цінних паперів міністерства фінансів тощо.

Спостереження, здійснені не тільки на вітчизняному, а й на зарубіжних ринках, засвідчують, що торговці цінними паперами не надто задоволені роботою органів регулювання. Інвестори скаржаться на недотримання емітентами їхніх прав, органи регулювання передають справи до судів, емітенти, зі свого боку,

скаржаться на органи регулювання за те, що їх змушують розкривати внутрішню інформацію, на жорсткі норми реєстрації нових емісій акцій або облігацій та інше. Очевидно, що органи регулювання перебувають між двома сторонами, які мають природний конфлікт інтересів – між емітентом та інвестором [175].

В умовах невизначеності, притаманних для ринкових відносин, важливим чинником механізму функціонування та розвитку фондового ринку України слугує механізм переливу інформаційних потоків. З досвіду фондових ринків у розвинених країнах інформаційна сфера є основою формування фондового ринку. Інформація відіграє важливу роль для приведення в дію як торговельного механізму з визначення продавця та покупця, так і механізму захисту інвесторів від банкрутств об'єктів інфраструктури чи їхньої недоброякісної роботи. Держава як основний регулятор, відповідаючи за діяльність ринку, несе найбільшу відповідальність у забезпеченні інформаційних потоків.

Ми пропонуємо налагодити систему інформаційної взаємодії між учасниками фондового ринку та його регуляторами. Недоцільною вважаємо необхідність звітності учасників усім органам, що впливають на діяльність фондового ринку. Вважаємо, що у сфері обігу цінних паперів учасники ринку повинні надавати інформацію безпосередньо ДКЦПФР за допомогою інфраструктури фондового ринку. Це даватиме змогу спростити систему розкриття інформації, підвищити її прозорість та ефективність.

Оскільки економіка України переживає перехідний період, фондовий ринок, який її віддзеркалює також мало розвинутий. Сьогодні фондовий ринок України ще не став ефективним механізмом залучення інвестиційних ресурсів до реального сектору економіки. Щоб визначити причини, що перешкоджають йому виконувати свої функції, необхідно правильно оцінити ті чинники, які впливають на його розвиток, що й будемо розглядати в наступному підрозділі.

1.2. Принципи та механізм державного регулювання фондового ринку

Держава є одним з головних ініціаторів відновлення фондового ринку в Україні, а „головним інструментом його утворення стала приватизація й акціювання державних підприємств” [95].

Сучасна роль держави в розвитку соціально-економічних процесів формувалася історично. На окремих історичних етапах у різних країнах вплив держави визначався певними політико-економічними та соціальними умовами і чинниками. На формуванні моделі державного регулювання у багатьох промислово розвинутих країнах дуже позначилися воєнні лихоліття 30-х років. Важливим у формуванні ролі держави були ще й такі чинники [160, с. 53]: якість апарату держуправління; менталітет населення; ступінь відкритості економіки; рівень економічного та технічного розвитку. З одного боку, держава перехідного періоду повинна зберегти за собою і виконувати певні соціальні функції, а з іншого – має задовольнятися виключно регулюванням тих функцій, які не можуть виконувати суб'єкти ринку [74].

Оскільки економічний процес є двобічним, суб'єктивним та об'єктивним, то „одна теорія фактично набуває характер іншої” [77].

Отже, економічна роль держави розглядається з двох позицій. З одного боку, вона повинна сформувати систему правил і законів, що обумовлюють дисципліноване використання економічних ресурсів з метою вирішення проблем забезпечення умов ефективного функціонування ринкового механізму. З іншого боку уряд повинен вирішувати глобальні питання, такі як стимулювання економічного зростання, забезпечення стабільності та керування структурою національного продукту.

П'ять базових завдань держави стосовно забезпечення стійкого економічного розвитку зазначено у доповіді Світового банку [21]: утвердження основ законності; підтримка збалансованої політичної обстановки, включно з забезпеченням макроекономічної стабільності; фінансування базових соціальних

послуг та інфраструктури; підтримка незахищених верств населення; охорона навколишнього середовища.

Поступовий розвиток фондового ринку в Україні зумовив необхідність приведення в дію механізму державного регулювання фондового ринку.

Потреба в державному регулюванні економіки обґрунтована Дж. Кейнсом у загальновідомій роботі “Загальна теорія зайнятості, процента і грошей”. Мета державного втручання в економіку полягає в забезпеченні прибутковості капіталу, формуванні сукупного попиту, зниженні рівня безробіття, раціональному використанні трудових ресурсів, регулюванні доходів населення [82].

Українські та російські вчені, а саме: В. Карсекін [81], І. Михасюк, А. Мельник, М. Крупка [115], Л. Дідківська та Л. Головка [68], А. Лівшиц та І. Нікуліна [102], А. Дьомін [62] досліджували механізм державного регулювання фондового ринку.

Деякі російські дослідники описують “механізм державного регулювання як систему, яка об’єднує мету та інструменти економічної політики” [102].

За А. Дьомінім [62], сутність механізму державного регулювання – це система форм, методів, важелів, інструментів впливу на економіку та процес відтворення на основі створеного законодавства і відповідно до правових норм суспільства.

На думку В. Карсекіна [81] механізм державного регулювання діяльності учасників ринку визначається сукупністю форм, методів і способів впливу на економіку, що охоплюють економічні взаємовідносини, які склалися між суб’єктами та об’єктами регулювання.

Відомі вчені сьогодення І. Михасюк, А. Мельник, М. Крупка [115, с. 17] зазначають, що “механізм державного регулювання економіки – це сукупність різноманітних важелів, інструментів, за допомогою яких держава веде економічну діяльність”. Зокрема, М. Крупка [95] виокремлює три головні функції державного регулювання фондового ринку, а саме: визначення принципів і складових підсистем фондового ринку та ролі його учасників; „формування сприятливого

законодавчого поля для учасників фондового ринку”); відповідальність за незаконні дії на фондовому ринку.

Вчені економісти Л. Дідківська та Л. Головка [68] стверджують, що державне регулювання економіки – це система типових заходів законодавчого, виконавчого та судового характеру, за допомогою яких держава впливає на розвиток економіки країни і забезпечує реалізацію та вирішення складних соціально-економічних проблем розвитку національної економіки і всього суспільства загалом.

Аналізуючи й узагальнюючи різні трактування механізму державного регулювання, пропонуємо врахувати необхідність: узгодження короткострокових і стратегічних цілей при прийнятті будь-яких управлінських рішень; вибору форм і методів державного впливу; створення конкретних механізмів реалізації прийнятих рішень.

Державне регулювання економіки в умовах ринкового господарства – це система типових мір законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру, що здійснюються правовими державними і громадськими організаціями з метою стабілізації та пристосування існуючої соціально-економічної системи до умов, що змінюються.

З розвитком ринкового господарства виникали і загострювалися економічні та соціальні проблеми, що не могли бути вирішені самотужки, без втручання держави. З’явилася необхідність значних інвестицій у малорентабельні чи нерентабельні галузі, з погляду приватного капіталу, важливі для національної економіки; виникали галузеві та загальногосподарські кризи, масове безробіття, порушення грошового обігу; загострилась конкуренція на світових ринках. Ситуація потребувала формування цільової державної економічної політики спрямованої на стабілізацію та розвиток національного фондового ринку.

Об’єктивна можливість державного регулювання з’являється з досягненням визначеного рівня економічного розвитку, концентрації виробництва й капіталу. В сучасних умовах державне регулювання економіки є складовою частиною процесу відтворення. Воно вирішує різноманітні задачі, наприклад:

стимулювання економічного зростання, регулювання зайнятості, заохочення прогресивних зсувів у галузевій і регіональній структурі, підтримка експорту. Конкретні напрями, форми, масштаби державного регулювання визначаються характером і гостротою економічних і соціальних проблем у тій чи іншій країні в конкретний період. Причому наприкінці ХХ ст. інтенсифікаційний підхід змінила теорія інноваційних процесів як підґрунтя нової моделі економічного зростання [98]. Одним із модерних напрямів є розвиток теорії просторово-економічного аналізу [59].

Економіка України в умовах формування національної економічної системи зазнає значних змін, пов'язаних з формуванням ринкових відносин. Добре налагоджений обіг інвестиційних цінних паперів має сприяти подоланню економічних труднощів і створенню національного ринку.

Таким чином О. Мозговий головними принципами державного регулювання фондового ринку вважає орієнтацію на загальнонаціональні інтереси та стимулювання інвестиційної діяльності в Україні [119]. Вчений зауважує, що „нормально фондовий ринок може функціонувати лише тоді, коли виконуються щонайменше дві основні умови: перша – продавці і покупці вільні у своїх діях, виступаючи власниками товарів, які продаються та купуються; друга – достатня кількість тих та інших — для того, щоб кожний з учасників ринку міг мати вибір для укладання ринкової угоди, а також щоб підтримувалося конкурентне середовище”. Наявність цих двох умов у кінцевому результаті веде до задоволення потреб суспільства та його подальшого розвитку.

Такі принципи функціонування фондового ринку вирізняє С. Покропивний [73]: соціальна справедливість, захист інвесторів, урегульованість та контрольованість, ефективність, правова впорядкованість, прозорість і відкритість, конкурентність.

На нашу думку, ці умови є необхідними, проте далеко не достатніми щодо забезпечення ефективного функціонування фондового ринку. Держава, безумовно, повинна стежити за тим, щоб продавці і покупці були вільними у своїх діях, а також, забезпечувати необхідні умови для того, щоб на фондовому ринку була достатня кількість його суб'єктів. Проте на державу покладають і інші

функції, частину яких закріплено у діючому законодавстві, і їх також необхідно враховувати. До зазначених функцій зачислено боротьбу з спекуляціями, монополізмом, недобросовісною конкуренцією тощо.

Головними цілями державного регулювання фондового ринку є створення правових, соціальних та економічних передумов, необхідних для залучення коштів у реальний сектор економіки, що сприятиме економічному зростанню країни.

Ринок, що залишився без контролю з боку держави, веде до монополізму, до надмірного майнового розшарування населення, до безробіття та соціальної напруженості. Ці недоліки особливо чітко виявляються в період переходу до ринку в умовах зламу соціально-економічного ладу. З метою запобігання значним непорозумінням та спаду розвитку економіки, не доцільно залишати ринок без контролю.

Регулювання фондового ринку умовно можна поділити на два види: саморегулювання і державне регулювання.

Саморегулювання означає, що встановлення правил „гри” на ринку та спостереження за їхнім дотриманням здійснюють самі учасники ринку. Такі правила розробляються відповідно до законодавчих норм та доповнюють їх. Ті чи інші зміни в законах зумовлюють відповідні зміни в добровільних самоврядних обмеженнях.

Головна мета саморегулювання діяльності професійних учасників ринку – забезпечення оптимізації державного регулювання фондового ринку шляхом дерегуляції та посилення контролю за дотриманням учасниками фондового ринку регуляторних вимог і встановлення єдиних методів регулювання.

Відповідно до Закону „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, саморегулятивна організація – це добровільне об’єднання професійних учасників ринку цінних паперів, яке не має на меті одержання прибутку, створене з метою захисту інтересів своїх членів, інтересів власників цінних паперів та інших учасників ринку цінних паперів та зареєстроване Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку [5]. На початку 2005 року в Україні

функціонувало одинадцять саморегулятивних організацій, які поділяють на об'єднання професійних учасників фондового ринку, фондові біржі та торговельно-інформаційні системи (рис. 1.5).

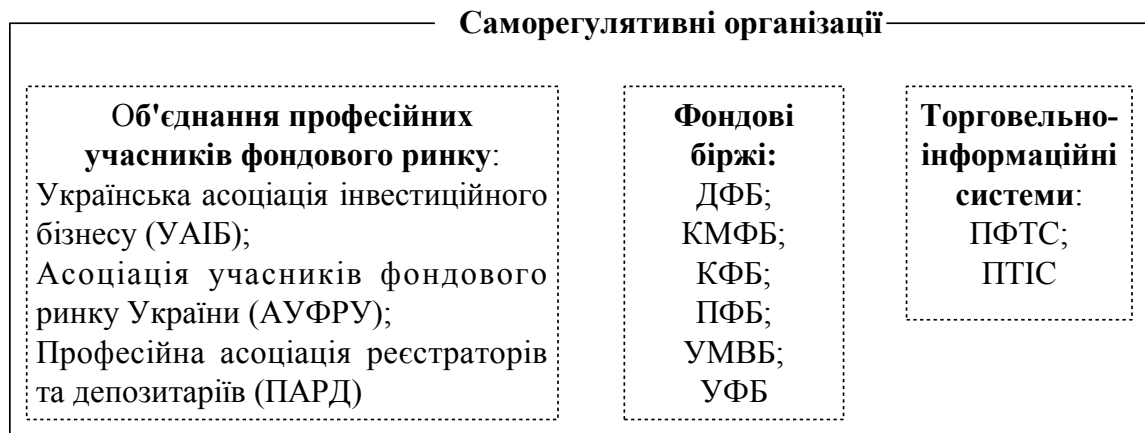


Рис. 1.5. Саморегулятивні організації в Україні

Сьогодні існує проблема з передачі частини функцій державних органів СРО в зв'язку з тим, що СРО не здатні нести відповідальність за виконання переданих щодо них державними органами функцій та з тим що вони мають широку спеціалізацію відносно видів професійних учасників ринку цінних паперів [202].

Переваги саморегулювання зазначалися класиками економічної теорії. Зокрема А.Сміт, у роботі „Дослідження про природу і причини багатства народів” заявляє, що „великі нації ніколи не зубожіють через марнотратство і нерозсудливість приватних осіб, але вони нерідко зубожіють у результаті марнотратства і нерозсудливості державної влади” [154].

Оскільки правова система в Україні „переповнена” законами та законодавчими актами і потребує участі багатьох структур високого рівня – департаментів, агентств, служб, натомість саморегулювання кладе тягар відповідальності на ДКЦПФР.

Перевага державного регулювання полягає в його універсальній застосовності – вимоги законів поширюються на всі сфери життя і мають силу виняткової неупередженості до всього. А саме, цього не можна досягти через систему саморегулювання. Очевидно, що саморегулювання працює краще, підпорядковуючись державним вимогам – розкриває загальні засади недоліків і діє як „тривале припинення” у невдалих випадках. Отже, закон і саморегулювання

доповнюють одне одного, а отриманого результату практично неможливо досягти за умов застосування кожного з них окремо.

Підсумовуючи визначення державного регулювання фондового ринку як економічної категорії, що має практичне втілення, необхідно зазначити важливість комплексного системного підходу, оскільки саме поняття державного регулювання передбачає наявність таких категорій, як: упорядкування, контроль, нагляд, а також запобігання зловживанням і порушенням, що є невід'ємною складовою для сучасної економічної практики.

Фондовий ринок – це сукупність ринкових відносин, що характеризується постійною зміною поведінки його учасників. Стабілізувати ситуацію, яка існує сьогодні в Україні, можна лише за умови об'єднання зусиль законодавчої, виконавчої та судової гілок влади, громадських організацій, засобів масової інформації, емітентів та інвесторів. Це, в свою чергу, даватиме змогу створити ефективну систему захисту прав учасників ринку та законних інтересів інвесторів.

Головним регулятором на ринку є Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка підпорядковується Президенту України і є підзвітною Верховній Раді України. Цим забезпечується її незалежне становище.

Структура ДКЦПФР налічує центральний апарат Комісії, що складається з голови комісії, керівного апарату і членів комісії (рис. 1.6), та 26 територіальних управлінь, які здійснюють державну політику в сфері регулювання фондового ринку у регіонах України.

Комісії надаються права залучати до роботи спеціалістів органів державної виконавчої влади, провідних фахівців і вчених та безкоштовно одержувати необхідну для її діяльності інформацію.

Протягом усієї діяльності Комісія співпрацює з Адміністрацією Президента України, Кабінетом Міністрів України, міністерствами та відомствами. Спільні зусилля стимулюють розвиток ринку цінних паперів в Україні, проводиться активна спільна робота щодо вдосконалення правової бази функціонування ринку з метою приведення її у відповідність до міжнародних принципів і стандартів регулювання.



Рис. 1.6. Структура центрального апарату ДКЦПФР

Протягом 2004 року уповноваженими особами центрального апарату Комісії розглянуто 630 справ щодо правопорушень на фондовому ринку. Уповноваженими особами центрального апарату Комісії накладено санкцій у вигляді штрафу на загальну суму 618730 грн, з яких сплачено на загальну суму 296 995 грн [19].

Перелічимо основні завданн ДКЦПФР [9]:

- формування та забезпечення організації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів в Україні, сприяння адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;
- координація діяльності центральних органів державної виконавчої влади з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів;
- забезпечення державного контролю за додержанням законодавства України з питань функціонування фондового ринку;
- організаційне забезпечення запровадження системи заходів щодо захисту інтересів суб'єктів фондового ринку, упорядкування діяльності емітентів, торговців цінними паперами та інших фінансових посередників;

- підготовка пропозицій щодо запобігання монополізації фондового ринку, створення умов для розвитку добросовісної конкуренції між учасниками фондового ринку та здійснення контролю за їхньою реалізацією;

- узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення;

- узагальнення та поширення досвіду іноземних держав щодо формування та розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів.

Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, відповідно до Закону України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, надано широкі повноваження щодо контролю, нагляду та правозастосування на фондовому ринку, а також забезпечення ефективного регулювання діяльності емітентів і професійних учасників фондового ринку.

Одним із головних напрямів діяльності Комісії є створення належних правових умов функціонування фондового ринку, що сприяє залученню коштів вітчизняних та іноземних інвесторів в економіку України. Також на Комісію покладено завдання захисту прав інвесторів, запобігання правопорушень на ринку цінних паперів, а в разі їхнього виявлення – накладання санкцій та вживання заходів щодо усунення як самих правопорушень, так і передумов їхнього скоєння [5].

ДКЦПФР і її територіальні відділення здійснюють контроль за випуском та обігом цінних паперів, окрім приватизаційних. Контроль за обігом приватизаційних паперів здійснює Фонд державного майна України. Державною комісією призначаються державні представники на фондових біржах. Вони уповноважені здійснювати контроль за додержанням положень статуту і правил фондової біржі та мають право брати участь у роботі керівних органів фондових бірж. Антимонопольний комітет України здійснює контроль за дотриманням вимог антимонопольного законодавства при обігу цінних паперів.

Завдання державних органів полягає у тому, щоб знаходити засоби, які допомагатимуть учасникам здійснювати ринкові відносини успішно та ефективно.

Зокрема, до таких засобів належать норми і принципи державного чи правового регулювання ринкової взаємодії. Держава повинна взяти на себе те, що не під силу ринку.

Згідно з Програмою розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки [14, с. 19] принципами, що сприятимуть ефективності державного регулювання, слугують:

визначення повноважень держави загалом та їхній розподіл між окремими органами виконавчої влади;

незалежність органів виконавчої влади від політичного тиску чи незаконного втручання зацікавлених груп;

звітування посадових осіб органів виконавчої влади про виконання покладених на них прав;

послідовність регулювання та координація діяльності окремих органів виконавчої влади;

відповідність працівників органів виконавчої влади з регулювання фондового ринку високим професійним стандартам.

З такими принципами згоджуються Н.Денисенко, В.Кабанов, А.Любунь [66].

Однак В. Павлов, І. Пилипенко та І. Кривовязюк [128, с. 309-310] виокремлюють такі принципи ефективного державного регулювання фондового ринку: принцип першочергової реалізації загальнонаціональних інтересів і забезпечення гарантій та безпеки інвестиційної діяльності в економіці України; принцип оптимальності державного регулювання; принцип послідовності державного регулювання; принцип орієнтованості на світовий досвід функціонування фінансових ринків; принцип єдності державного регулювання.

Ми погоджуємось із переліченими принципами і додаємо наступне: будь-яке регулювання у межах існуючої структури фондового ринку буде ефективним лише за умови врахування реалій актуального стану системи та максимального використання можливостей, що відкриваються на цьому етапі розвитку. Отож вектор управління повинен бути максимально гнучким та адекватним процесу еволюції ринку та спрямованим на загальнонаціональні інтереси – це сприятиме

посиленню інвестиційної діяльності в Україні. Сьогодні поряд з необхідною корекцією усталення ринкових структур доцільно максимально використати можливості, що випливають із самоорганізаційних властивостей системи у вигляді СРО, що є надчутливим механізмом управління станом ринку. На наступному етапі становлення ФР у рамках програми залучення кращих досягнень досвіду розвинених ринків і суспільної орієнтації ринкових структур пропонуємо звернути увагу на формування бази з етики як інструменту, що сприятиме покращенню економічної культури, запобігатиме нечесній конкуренції та усуненню низки недоліків жорсткої системи управління.

Для того, щоб фондовий ринок України став ефективним механізмом обігу цінних паперів, сприяв економічному розвитку і забезпечував належні умови для інвестицій та надійний захист інтересів, його створення та подальше функціонування необхідно будувати на таких принципах, як:

- ефективність – максимальна реалізація потенційних можливостей фондового ринку щодо мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки, що сприятиме забезпеченню її прогресу та задоволенню життєвих потреб населення;

- надійність захисту інвесторів – створення необхідних умов (соціально-політичних, економічних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів фондового ринку та забезпечення захисту їхніх майнових прав;

- регулятивність – створення гнучкої та ефективної системи регулювання фондового ринку;

- контрольованість – створення надійного діючого механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів;

- правова упорядкованість – створення розвиненої правової інфраструктури, забезпечення діяльності фондового ринку, що чітко регламентуватиме правила поведінки і взаємовідносин його суб'єктів;

- прозорість, відкритість – забезпечення надання інвесторам вичерпної і доступної інформації, що стосується умов випуску та обігу на ринку цінних

паперів, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації фондового ринку;

– конкурентність – забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності інвесторів, емітентів і ринкових посередників, створення умов для змагання за найвигідне залучення вільних фінансових ресурсів і встановлення немонопольних цін на послуги фінансових посередників за умов контролю дотримання правил добросовісної конкуренції учасниками фондового ринку;

– соціальна справедливість – забезпечення створення рівних можливостей і спрощення умов доступу інвесторів та позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів дискримінації прав і свобод суб'єктів ринку цінних паперів.

На нашу думку для успішного розвитку національного фондового ринку в умовах трансформації економіки України, доцільно створити та реалізувати кілька цільових програм. Залежно від поставлених завдань першочергові програми повинні бути наступними: міжнародні, котрі регулюють важливі макроекономічні пропорції; інформаційні, котрі регулюють прозорість розкриття інформації; біржові, орієнтовані на вирішення проблем окремих бірж на торгово-інформаційних систем; функціональні, спрямовані на реалізацію ключових функцій державного регулювання фондового ринку (інвестиційні, соціально-економічні, науково-технічні, інноваційні та ін.); регіональні, що містять комплекс заходів впливу держави на стан фондового ринку окремих областей і регіонів.

Економіка України нині зазнає серйозних змін, пов'язаних зі зміною форм власності та формуванням ринкових відносин. На нашу думку, одним з найважливіших принципів державного регулювання ФР виступає вектор спрямований на національні інтереси суспільства. Головною особливістю національного фондового ринку є те, що він, насамперед, обслуговує процеси розподілу і перерозподілу державної та комунальної власності при приватизаційних і постприватизаційних процесах, а не є механізмом з перерозподілу потоків капіталу від неефективних до ефективних підприємств

реального сектору економіки. Проте сьогоднішній рівень розвитку фондового ринку України цілковито не забезпечує реалізацію національних інтересів України.

Отже, фондовий ринок своєю надійністю, прозорістю та відкритістю повинен забезпечити реалізацію національних інтересів України, працювати на посилення її економічного суверенітету, а саме:

- надходження інвестицій до реального сектору економіки;

- створення системи фінансових інститутів і фінансових інструментів для залучення внутрішніх джерел інвестування, передусім – заощаджень населення України;

- розбудови надійної та сучасної системи виконання угод та обліку права власності на цінні папери;

- створення сучасної і прозорої системи організованої торгівлі як визначника реальної ринкової вартості цінних паперів в Україні;

- розвиток Інтернет-торгівлі цінними паперами як механізму залучення на фондовий ринок внутрішнього і зовнішнього інвестора;

- запобігання переміщенню на фондові ринки інших держав торгівлі та обліку права власності на українські цінні папери;

- створення умов для підвищення конкурентоспроможності українського фондового ринку і цивілізованої інтеграції в міжнародні ринки капіталу;

- гармонізація політики держави на фондовому ринку з грошово-кредитною, валютною і бюджетно-податковою політикою щодо розвитку фінансового ринку України;

- сприяння вирішенню проблеми обслуговування внутрішнього державного боргу України.

Вихід України з економічної кризи, розбудова і нормальне функціонування національної економіки неможливі без створення фондового ринку, який відповідатиме сучасним світовим стандартам, гарантуватиме права інвесторів, сприятиме збільшенню генерування вітчизняних та залученню іноземних інвестицій. В умовах невизначеності, притаманних ринковим відносинам, для

прийняття управлінського рішення важливим і необхідним є отримання вичерпної і достовірної інформації, яка всебічно розкриватиме зміст економічного стану об'єкта управління і даватиме змогу для адекватного аналізу поточних ситуацій та вибору оптимальних альтернатив управління [183, с. 5].

Одним з найважливіших напрямів роботи Комісії є створення передумов для подальшого розвитку механізму обігу інформації на ринку цінних паперів і формування єдиної системи збору, акумулювання, обробки та аналізу інформації, яку отримують від учасників ринку цінних паперів.

Сьогодні інформаційна інфраструктура ринку цінних паперів України розвивається досить жваво. З 2001 року засобом розповсюдження інформації, що оприлюднюється, є Web-сайт Комісії. Рішенням Комісії з 2004 р. погоджено проект постанови Кабінету Міністрів України „Про утворення координаційної ради з питань функціонування Єдиної державної інформаційної системи у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, і фінансуванню тероризму” підготовлений Державним департаментом фінансового моніторингу Міністерства фінансів України. Значну увагу приділено своєчасній публікації нормативно-правових актів Комісії в офіційних друкованих виданнях Комісії – газетах „Цінні папери України”, „Вісник цінні папери”, „Дивіденди-Інформ”, „Економіка-плюс”. Протягом 2004 р. опубліковано 91 рішення Комісії, 5 наказів та 7 роз'яснень [19].

На нашу думку, з метою забезпечення ефективного функціонування та розвитку фондового ринку процес офіційного регулювання розкриття інформації повинен гарантувати її чітке, вичерпне та своєчасне відтворення. Рівень практичної корисності інформації, що публікується, повинен бути достатнім настільки, щоб існуючі та потенційні користувачі зуміли оцінити ефективність процесу управління організацією, а також якість її фінансово-господарської діяльності.

Отже, ДКЦПФР повинна забезпечувати зацікавленим особам вільний доступ до інформації про фондовий ринок та його учасників, а також створювати атмосферу довіри як серед учасників фондового ринку, так і серед потенційних

інвесторів. Причому, розкриття інформації повинно бути зрозумілим, суттєвим та своєчасним. Адже чим вищий рівень одержуваної інформації, тим менша ймовірність помилки, а, отже, і ризику фінансової операції.

Інформаційна система про учасників фондового ринку повинна відповідати таким принципам [31]:

інвестори та акціонери без затримок і ускладнень повинні одержувати всю інформацію, що розкривається;

розповсюджувати інформацію через систему Інтернет;

статутні та інші внутрішні документи компанії повинні містити чіткі формулювання;

охоплювати операції з цінними паперами на організованих і неорганізованих ринках;

базуватись на проголошенні відкритості інформаційної сфери та етичності дій усіх їхніх учасників;

включати умови емісії цінних паперів, що пропонуються, до відкритого продажу та умови випуску відкритими акціонерними товариствами власних акцій;

опиратись на підтримку з боку держави та юридичне поле, яке б вказувало на відповідальність не тільки при відмові у наданні інформації, а й у разі несвоєчасного її подання.

Отже, дотримуючись перелічених принципів, інвестор отримає чітке уявлення про реальний фінансовий стан компанії.

За одинадцять років існування державною Комісією з цінних паперів та фондового ринку створено умови для надійного та прозорого розвитку інфраструктури фондового ринку в Україні. Напрацьовано багатий досвід щодо нагляду та контролю за забезпеченням професійними учасниками дотримання законодавства на ринку цінних паперів і відповідне реагування на правопорушення.

Протягом 2004 року Комісією здійснено роботу, спрямовану на: розвиток корпоративного управління; удосконалення системи реєстрації прав власності, пов'язаної зі створенням інфраструктури ринку цінних паперів; організацію

роботи та координації заходів у сфері фінансового моніторингу; створення та контроль за діяльністю якісно нових інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів; розвиток системи розкриття інформації на ринку цінних паперів і формування єдиної системи збору, обробки та аналізу інформації яка отримується від учасників ринку цінних паперів; створення системи нагляду за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів.

Сьогодні Комісією створено відповідну систему нагляду та правозастосування на ринку цінних паперів, яка складається з постійного моніторингу, розкриття інформації, оперативного реагування на звернення, а в разі виявлення правопорушень (наприклад, в процесі реєстрації прав власності) – вживання відповідних санкцій. У створенні та вдосконаленні нормативно-правової бази фондового ринку беруть участь Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Антимонопольний комітет, Національний банк України.

Отже, державне регулювання ринку має здійснюватися на принципах створення гнучкої та ефективної системи регулювання, надійно діючого механізму обліку і контролю, запобігання і профілактики зловживань та злочинності на ринку цінних паперів.

Законодавче регулювання фондового ринку України постійно вдосконалюється з процесом реформування економіки країни та накопиченням досвіду з випуску й обігу цінних паперів і формування інфраструктури фондового ринку. Регулювання та контроль на фондовому ринку здійснює Національний банк України та Державна податкова адміністрація України.

Ефективність державного регулювання фондовим ринком залежить від дотримання таких принципів:

1. Чіткість повноважень держави загалом та їхній розподіл між окремими органами виконавчої влади. Такі повноваження необхідно реалізовувати шляхом оптимального розподілу функцій між конкретними органами виконавчої влади, а також наділення цих органів чітко визначеними засобами виконання своїх повноважень, налагодження взаємодії між органами виконавчої влади, визначення єдиного координуючого органу держави на фондовому ринку; застосування

механізму відповідальності перед державою як посадових осіб органів виконавчої влади, так і учасників ринку.

2. Незалежність органів виконавчої влади з регулювання фондового ринку від політичного тиску чи незаконного втручання окремих зацікавлених груп. Цей принцип передбачає встановлення ефективного правового захисту їхніх працівників, достатність на суспільно прийнятому рівні фінансування та матеріально-технічного забезпечення, налагодження ефективної взаємодії з правоохоронними органами з метою забезпечення незалежності посадових осіб від незаконного втручання у їхню діяльність.

3. Звітування посадових осіб органів виконавчої влади стосовно виконання покладених на них повноважень. Відповідно до цього принципу, звітування посадових осіб стосовно виконання своїх повноважень може відбуватися через проведення прес-конференцій з інформацією про стан фондового ринку України, оприлюднення звітів через засоби масової інформації, налагодження зв'язків з учасниками фондового ринку.

4. Послідовність регулювання та координація діяльності окремих органів виконавчої влади. Цей принцип послідовності в діяльності окремих органів виконавчої влади передбачає чітке дотримання ними обраного Президентом України, Верховною Радою України та Урядом курсу реформ в економіці та реалізацію заходів, зрозумілих для учасників ринку (у тім числі населення як інвестора), встановлення процедури участі СРО (саморегулятивних організацій) у підготовці принципово важливих для ринку рішень.

5. Відповідність принципів органів виконавчої влади з регулювання фондового ринку високим професійним стандартом. Такий принцип вимагає дотримання органами виконавчої влади з питань фондового ринку найвищих професійних стандартів і чітких інструкцій щодо різних аспектів своєї діяльності: уникнення ними конфлікту інтересів (у тім числі при придбанні чи відчуженні цінних паперів, здійсненні контрольних і наглядових повноважень за учасниками ринку); використання інформації, отриманої під час виконання повноважень держави, виключно для цілей, прямо передбачених чинним законодавством;

суворе дотримання режиму конфіденційності при роботі з інформацією з обмеженим доступом; недопущення розголошення інформації, яка може завдати невинуватеної матеріальної та моральної шкоди учасникам ринку чи органам виконавчої влади; неупередженість у виконанні повноважень держави.

Важелями непрямого втручання держави в діяльність фондового ринку є:

податкова політика, що впливає на ділову активність, а відтак на потребу у фінансових ресурсах;

регулювання грошової маси й обсягів кредитів шляхом впливу на ставку позикового відсотка;

зовнішньоекономічна політика – регулювання операцій з іноземними валютами, експортно-імпортних операцій тощо;

гарантії держави на ринок позикових капіталів, що створює пряму конкуренцію між державою та підприємствами-емітентами.

Проте майже жоден з перелічених органів системи державно-правового регулювання не здійснює впорядкування відносин винятково на фондовому ринку України. Усі вони регулюють або окремі аспекти взаємодії на цьому ринку, або впорядковують відносини у цій сфері економіки разом з іншими її сферами. Наприклад: відносини реєстрації випуску акцій та облігацій підприємств регулюються законами, які приймає Верховна Рада України, та наказами Міністерства фінансів України [6]; надання дозволу на здійснення посередницької діяльності комерційними банками регулюється спільним документом Національного банку України та Міністерства фінансів України [13]; валютне регулювання обігу цінних паперів здійснюється відповідно до актів Кабінету Міністрів України та Національного банку України; відносини переміщення цінних паперів через державний кордон регулюються спільним документом Національного банку України та Державного митного комітету України [12]; відносини перетворення державних підприємств на акціонерні товариства регулюються законами України [4], указами Президента України [8], нормативними актами Фонду державного майна України тощо.

Важливу та пріоритетну роль у законодавчому регулюванні національного ринку цінних паперів відіграють міжнародні правові акти – договори, угоди, укладені міжнародними організаціями та фінансовими інститутами у сфері розвитку, функціонування та регулювання ринку цінних паперів. Участь України в укладанні таких актів сприяє дальшій інтеграції нашої держави в міжнародні ринки капіталу.

Серцевиною державно-правового регулювання фондового ринку є принцип законності. Отож головний обсяг робіт у справі регулювання фондового ринку між державними органами покладено на ДКЦПФР. На неї покладено й основний тягар відповідальності. Оскільки державно-правове регулювання за своїм характером є загальнообов'язковим, субординаційним та базується на можливості застосування примусу, державні органи, які здійснюють таке регулювання у сфері фондового ринку, повинні дотримуватися у своїй діяльності правила “дозволено лише те, що дозволяється законом”.

Отже, у розвитку фондового ринку України особливе значення мають його прозорість, підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів, розвиток нормативно-правової бази, вдосконалення захисту прав інвесторів.

На нашу думку, головною метою регулювання державою фондовим ринком є покращення співпраці між органами державного регулювання фондового ринку та вдосконалення структури ДКЦПФР. Звідси виникає множина конкретних взаємозв'язаних цілей, без здійснення яких неможливо досягти головної мети. Ці конкретні цілі нерозривно пов'язані з об'єктами державного регулювання. Саме тому для розвитку фондового ринку й економіки загалом регулювання державою, ведення жорсткого контролю за діяльністю учасників ринку та їхніх дій є вкрай необхідними.

1.3. Макроекономічний аналіз та проблеми розвитку фондового ринку України

Огляд еволюції основних етапів системи регулювання фондового ринку переконує, що спроби дослідити методологічні основи розвитку фондового ринку нерозривно пов'язані з макроекономічними показниками аналізу фондового ринку України.

Історія зародження та розвитку фондового ринку засвідчує, що обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів поступово зростають (рис. 1.7).



Таблиця 1.1

Зареєстровані свідоцтва про випуски опціонів у 2004 році [19]

Назва	Обсяг (шт.)	Сума, грн
ТОВ "Промбудіндустрія"	22 500	11 435 000
ВАТ "Укртелеком"	348 000	75 900 000
АТ "Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат"	3 600 000	360 000
ВАТ "Автоальянс ХХІ сторіччя"	200	7 960
ДП "Сплав" ТОВ "Ді-Стар"	68	90 000
ВАТ "Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат"	3 600 000	360 000
ТОВ "Масивтепломережа"	1 100 000	1 549 000

КП “Білоцерківтепломережа”	6 286 500	5 469 355
Фірма “Буран-Україна”	8 960	15 990 082
ВАТ “Інгулецький гірничо-збагачувальний комбінат”	3 410 000	1 023 000

Такі зміни відбулися унаслідок зростання діяльності учасників фондового ринку та збільшення обсягів торгів на ринку (рис. 1.8).

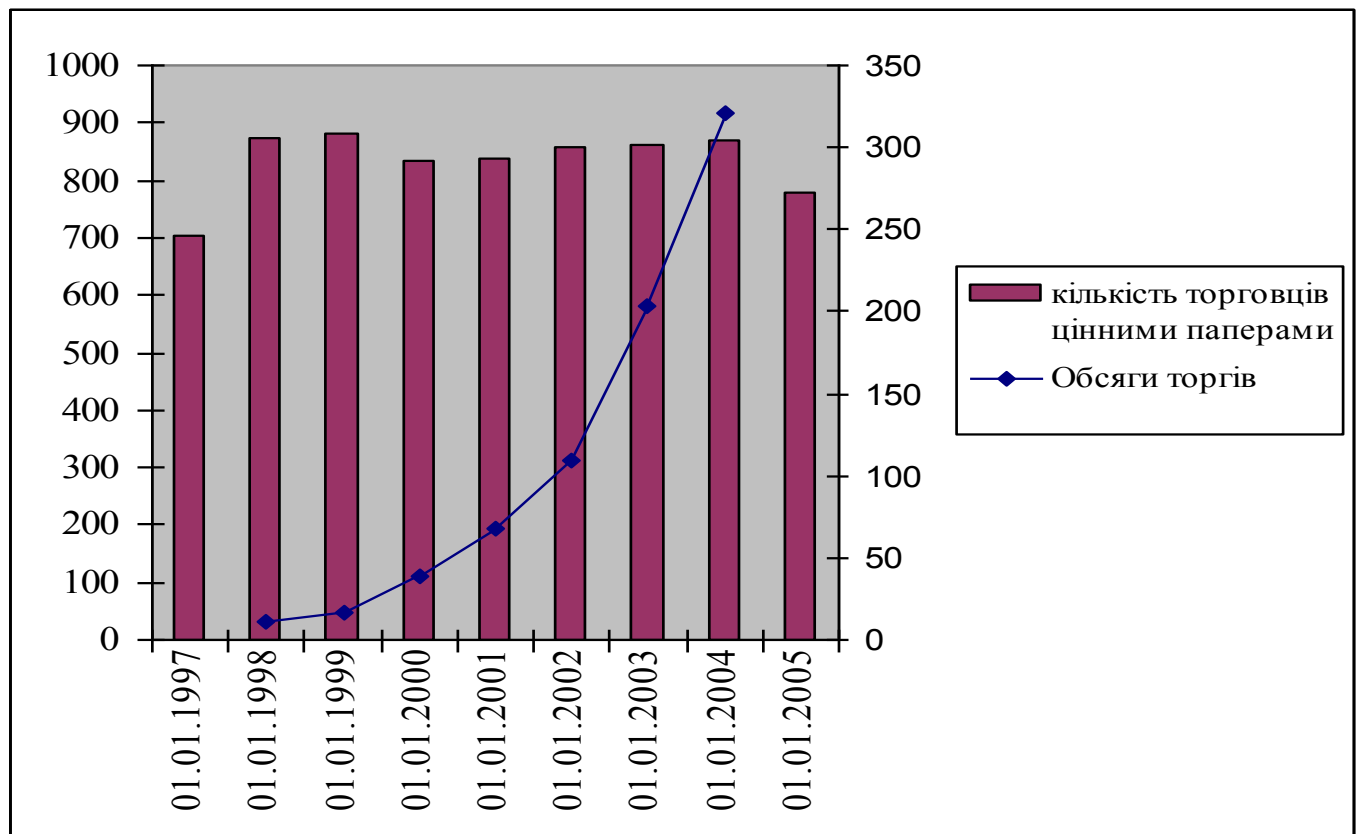


Рис. 1.8. Діяльність учасників та обсяги торгів на фондовому ринку України

Отже, щоб фондовий ринок в Україні став ефективним механізмом розподілу та перерозподілу капіталів, сприяв економічному розвитку країни і забезпечував належні умови для інвестицій при надійному захисті інтересів, його створення та подальше функціонування необхідно будувати на принципах ефективності та правової упорядкованості. Такий підхід чітко регламентуватиме правила поведінки і взаємовідносин суб'єктів ринку цінних паперів. Для зміцнювання системи державного регулювання фондового ринку необхідно, щоб функція контролю за ринком цінних паперів здійснювалася інституцією, незалежною від політичних, урядових, а тим більше – лобістських, тіньових і корумпованих сил.

Досвід функціонування розвинутих ринкових економік засвідчує, що ринок цінних паперів взагалі є одним із найрегулятивніших і найрегламентованіших державою на відміну, наприклад, від товарних або валютних ринків. бази та системи правовідносин власності, що склалися у державі.

Поступовий розвиток фондового ринку в Україні спричинив необхідність приведення в дію механізму його державного регулювання, що зумовлено низкою особливостей цього ринку, а саме: низькою конкурентоспроможністю, недосконалою інфраструктурою фондового ринку. Ринкова конкуренція, впливаючи на ціни і доходи, оперативна і досить швидко пристосовувала розрізнені дії господарських суб'єктів, регулювала рівновагу між попитом і пропозицією, забезпечувала макроекономічну стабільність. Проте в міру розвитку фондового ринку, його капіталізації і ускладнення відтворювальних процесів стали виразно проявлятися обмеження у регулюючих можливостях ринкового механізму. На фондовому ринку стали виникати істотні вади: тривалі порушення рівноваги між попитом і пропозицією, недосконале формування структури власності та приватизаційних процесів. За зазначених умов виникла необхідність активізації ролі держави у регулюванні економіки загалом та фондового ринку зокрема.

Для дослідження проблем розвитку інфраструктури фондового ринку доцільно розглянути її у процесі системного розвитку. За визначенням Л. Берталанфі [57], система – це комплекс елементів, що взаємодіють між собою.

У своїй праці Н. Внукова [51] зазначає, що цілісність, ієрархічність, стійкість, динамічність інфраструктури ринку дають можливість більш точно вивчити всю систему в цілому та кожен елемент зокрема.

За даними звітів територіальних управлінь ДКЦПФР, інфраструктура фондового ринку України станом на 01.01.2005 року складається із 35 317 суб'єктів [19], у тім числі акціонерних товариств, торговців цінними паперами та філій торговців, бірж і філій бірж, реєстраторів і філій реєстраторів, зберігачів, інвестиційних компаній, інвестиційних фондів і торговельно-інформаційних систем (рис. 1.9).

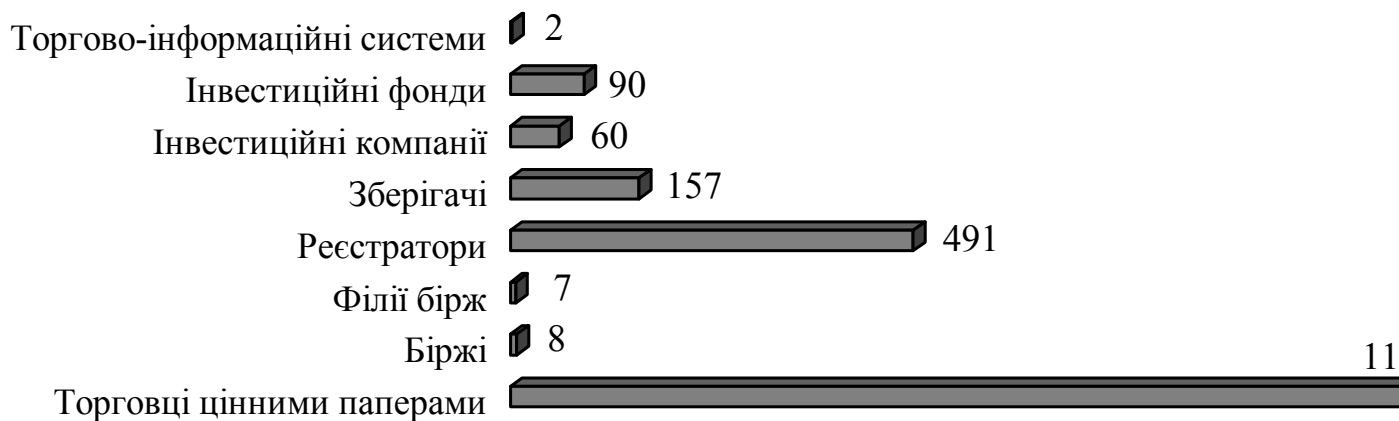


Рис. 1.9. Інфраструктура фондового ринку України

Інфраструктура сучасного фондового ринку України розвивається на основі впровадження нових розрахунково-клірингових систем і вдосконалення нормативно-правової бази [180]. Як і у попередні роки, провідну позицію на фондовому ринку України серед фінансових інструментів за обсягами зареєстрованих випусків займають акції та облігації.

Серед проблем розвитку інфраструктури фондового ринку ми зазначимо такі:

- відсутність узгодження інтересів споживачів і виробників послуг інфраструктури у тому, що надання таких послуг повинно бути гарантованим;
- неузгодженість функціонування окремих інфраструктурних комплексів, відсутність єдиної національної системи інфраструктури;
- відсутність відповідності у темпах розвитку та потужностях інфраструктури фондового ринку та інфраструктур пов'язаних із ним галузей економіки.

Станом на перший квартал цього року, держава володіє корпоративними правами у 1 375 підприємствах, з них 1 243 – це акціонерні товариства, 96 – ТОВ та 36 – національні акціонерні компанії та холдинги [20]. При цьому держава

володіє понад 50% акцій у 386 підприємствах, у 473 підприємствах розмір державного пакета акцій становить від 25% до 50% акцій, а у 516 підприємствах розмір державного пакета акцій становить менше 30% акцій.

Зауважимо, що протягом останніх чотирьох років спостерігалась тенденція до стабілізації обсягів випуску цінних паперів та межі у 110 млрд грн.

Процеси економічної перебудови в Україні стали незворотними. В країні здійснено приватизацію і роздержавлення державного майна. Зміна форми власності спричинила до нових форм і методів господарювання. Докорінна зміна економічної політики спровокувала значні структурні зрушення на всіх рівнях економічної системи, передусім у різних господарських системах. Будь-який перерозподіл ресурсів завжди породжує так званий конфлікт інтересів, який часто може виникнути між інвестором та емітентом, інвестором і посередником, посередником та емітентом. У таких суперечливих випадках виникає бажання надати конкурентній боротьбі законного характеру. Проте, на жаль, більшість органів, що регулюють фінансовий ринок, роблять це у „ручному режимі”, вирішуючи проблеми та конфлікти щодо окремих підприємств, емісій цінних паперів тощо. Складається враження, що органи регулювання, діючи таким способом, намагаються набути ситуативного досвіду для створення нормативної бази, яка з часом стане фундаментальною основою для регулювання ринку [138].

За підсумками торгів у 2004 році найбільшим організованим ринком є Перша фондова торговельна система, на частку якої припадає – 74,66%, та УФБ – 16,02%; на долю інших організаторів припадає менше 3%. Порівняно з 2003 роком зменшилась питома вага укладених угод майже на всіх біржах і збільшилась тільки на УФБ - 5,42% [19], що проілюстровано в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

Обсяги укладених угод на організаторах торгівлі за 2003-2004 рр.(млн грн)

Назва біржі	2003 р.	2004р.
Українська фондова біржа	1 506,28	1 502,25
Київська міжнародна фондова біржа	448,24	229,86
Донецька фондова біржа	339,49	207,40

Придніпровська фондова біржа	32,58	32,17
Українська міжбанківська валютна біржа	195,40	190,09
Українська міжнародна фондова біржа	44,49	25,41
Кримська фондова біржа	20,66	20,59
Луганська фондова біржа	327,78	163,98
Перша фондова торговельна система	8 070,51	7 000,10
Південноукраїнська торговельно-інформаційна система	7,00	3,50
Всього укладених угод	10 992,43	9 375,35

Отже, можемо констатувати, що біржовий – організований ринок цінних паперів в Україні на сьогодні набуває значного розвитку.

Структуру торгів на ПФТС подано на рис. 1.10. З рисунку бачимо, що найбільшого обігу набувають корпоративні облігації. Лідерами за обсягами торгів корпоративними облігаціями були: ЗАТ “АКІБ “Укрсиббанк”, ВАТ “АППБ “Аваль”, ЗАТ “Перший Український Міжнародний Банк”, ЗАТ “Донгорбанк”, ВАТ “АБ “Укргазбанк”. Облігації-лідери торгів: ЗАТ “Запорізький автомобілебудівний завод”, ЗАТ “Сармат”, ТОВ “Концерн “АВК”, ВАТ “Азот” та ЗАТ “Конті-інвест”. Кошти отримані від купівлі-продажу корпоративних облігацій на ПФТС інвестувалися, передусім, в автомобілебудівну, харчову, хімічну промисловість, зв’язок і будівництво [203].

Зауважимо, що за січень-травень 2005 року 80,10% від загального обсягу виконаних договорів на організаторах торгівлі становив обсяг виконаних договорів на ПФТС – це у 1,78 раз більше порівняно з аналогічним періодом 2004 року [202].

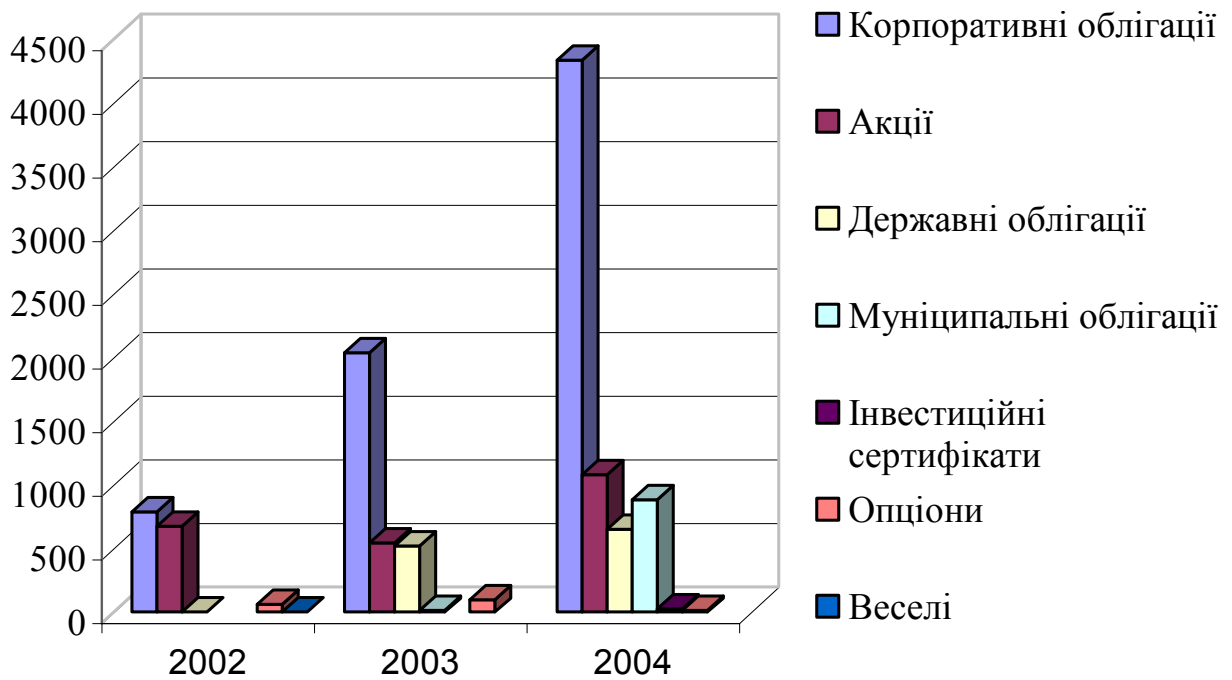


Рис.1.10. Динаміка обсягів торгівлі на ПФТС за 2002-2004 роки

Сьогодні промислові підприємства акціонерної форми власності виробляють близько 70% загального обсягу промислової продукції в Україні і мають значний вплив на економічний розвиток держави. Процесам успішної реалізації економічних планів безпосередньо сприяє рівень розвитку та вдосконалення державного регулювання ринку, а також рівень корпоративних відносин на кожному підприємстві.

Тенденції поживлення промислового виробництва, залучення вітчизняними акціонерними підприємствами коштів на вдосконалення існуючої матеріально-технічної бази, модернізацію виробництва позитивно відобразились на характеристиках розвитку фондового ринку України.

У 2004 році зареєстровано найбільші випуски акцій відкритим акціонерним товариствам на суму 15,55 млрд грн, що на 7,22 млрд грн більше, ніж у 2003 році, та закритим акціонерним товариствам на суму 11 млрд грн, що на 4,3 млрд грн більше ніж у попередньому році. Серед підприємств, які зареєстрували найбільші випуски акцій (понад 500 млн грн сукупний обсяг їхніх емісій становив 30,93 % від загального обсягу емісій акцій), можна назвати наступні: ВАТ „Криворізький

гірничо-металургійний комбінат”, ВАТ „Краснодонвугілля”, ВАТ „Одеський припортовий завод”, ЗАТ „Нафтова холдингова компанія”, ЗАТ „Кримський ТИТАН”, ЗАТ „Трубінвест” [19]. Усе це засвідчує збільшення середньої ціни угоди з цінними паперами, яке спостерігається протягом останніх трьох років.

Зауважимо, що значно збільшило обсяг виробництва ВАТ „Краситель”. В 2002 році з’явилися акції ВАТ „Укртелеком”, які вже нарешті на фінішній прямій до ринку. Проте за час приватизації „Укртелеком” втратив імідж найпривабливішого емітента. Таким чином вони не виправдали надій, що покладали на них учасники ринку.

В Україні обсяг випуску облігацій стрімко зріс у 2002 році, і сьогодні становить 4 106,59 млн грн (рис.1.11).

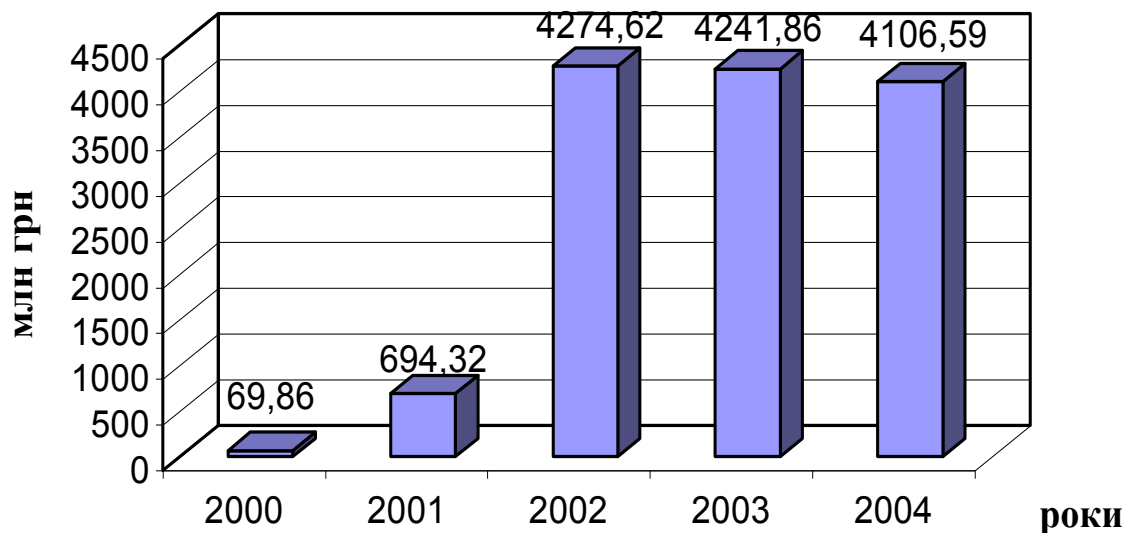


Рис. 1.11. Зміна обсягів випуску облігацій за 2000-2004 рр. [19]

Зростанням обсягів випусків облігацій відзначився, здебільшого, 2003 рік. Емітентами були товариства з обмеженою відповідальністю, акціонерні товариства та державні підприємства [202]. Сьогодні на фондовому ринку України збереглась тенденція минулих років щодо збільшення зареєстрованих випусків облігацій підприємств. За обсягами зареєстрованих випусків серед фінансових інструментів у 2003 році облігації підприємств зайняли друге місце.

За станом на 01.01.2005 р. в Україні зареєстровано як юридичні особи 33 387 акціонерних товариств, з них 11 556 – відкритих, 21 831 – закритих.

Станом на 01.01.2005 розподіл власності відбувся таким чином: у власності нерезидентів знаходиться 21,8 % акцій українських емітентів на загальну суму 27,6 млрд грн, що на 1,4 % менше, ніж у минулому році; фізичні особи є власниками 23,3 % акцій на загальну суму 29,5 млрд грн, що на 2 % більше, ніж аналогічний показник минулого року [19].

Найбільші випуски акцій залишаються за підприємствами. Їхня частка становить 83,66 % від загального обсягу випусків акцій, що на 0,12 % менше ніж у минулому році. Значно менша частка акцій припадає на страхові компанії та банки. І зовсім мало акцій випущено інвестиційними фондами та інвестиційними компаніями (рис.1.12).

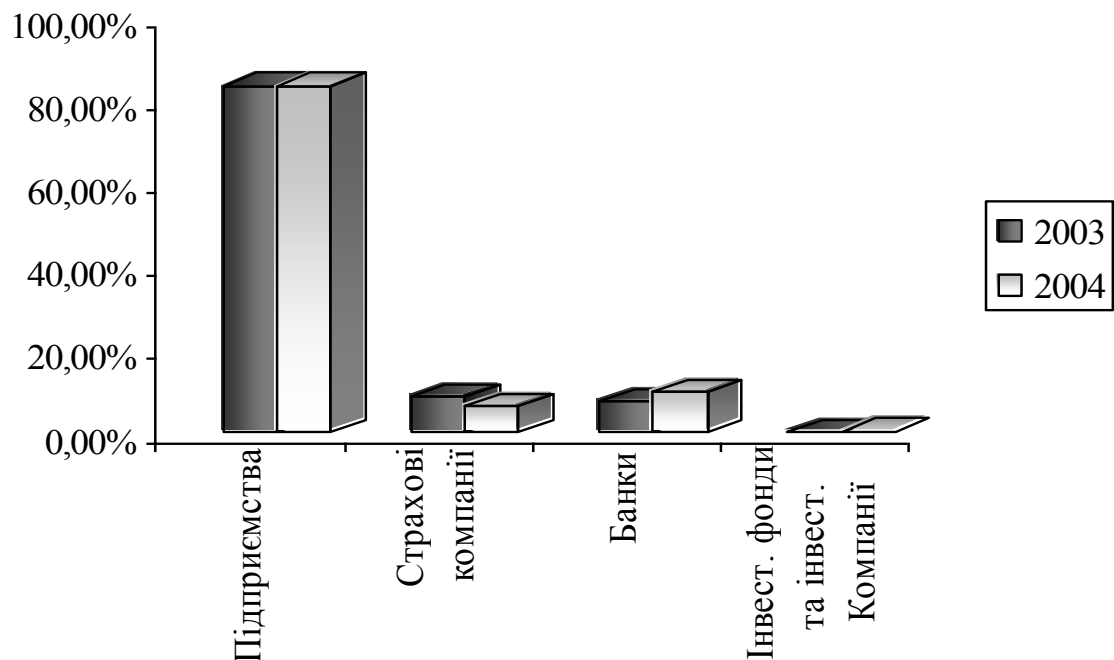


Рис. 1.12. Обсяги випуску акцій в Україні у 2003-2004 рр.
за даними ДКЦПФР

Частка емісій банків збільшилась порівняно з минулим роком на 2,46% і становила в 2004 році майже 10 % від загального обсягу емісії акцій. Частка страхових компаній назбирує трохи більше, ніж 6%, що на 2,47 % менше, ніж у 2003 році. А емісії, здійснені інвестиційними фондами та інвестиційними

компаніями, становлять всього 0,24% від загального обсягу емісій, що на 0,12 % більше, ніж за попередній рік [19].

За станом на 01.01.2004 року на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з випуску та обігу цінних паперів має ліцензію 871 торговець (рис. 1.13).

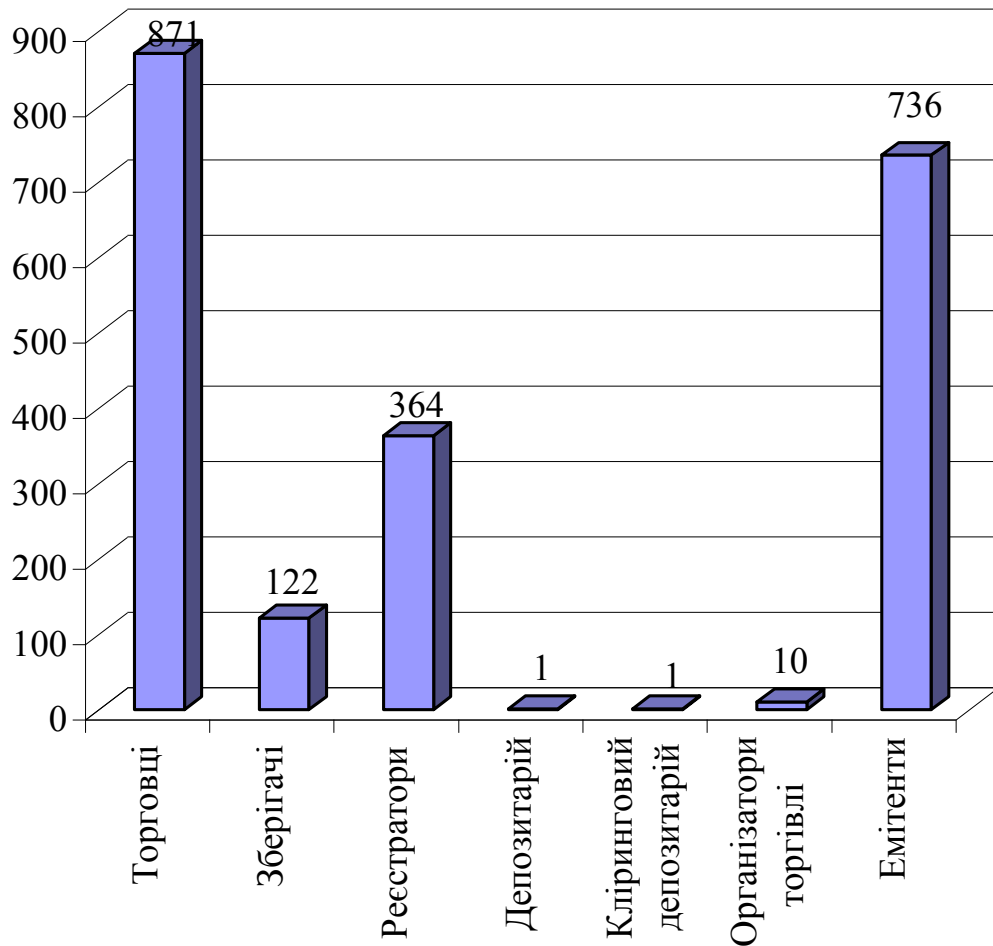


Рис. 1.13. Кількість діючих професійних учасників на фондовому ринку України за даними звіту ДКЦПФР за 2003 р.

Найбільша кількість професійних учасників за станом на 01.01.05 р. зосереджена в м. Києві та Київській області – 529 (40% від загальної кількості), Дніпропетровській області – 130 (9% від загальної кількості), Харківській області – 97 (7% від загальної кількості), Донецькій області – 94 (6,7% від загальної кількості), Одеській області – 55 (4% від загальної кількості), АР Крим та м. Севастополь – 44 (3 % від загальної кількості), Запорізькій та Львівській області

по 41 (3% від загальної кількості). В усіх інших регіонах діє 363 професійних учасника, або 26% від їхньої загальної кількості [19].

Отже, динаміка випуску акцій, порівняно з іншими видами цінних паперів, є надзвичайно великою. На відміну від ринку облігацій, ринок акцій є стабільнішим і легше піддається аналізу та виявленню певних тенденцій його розвитку.

Привертає увагу емісійна діяльність підприємницьких структур. Процес випуску корпоративних облігацій розпочався зовсім недавно – лише чотири роки тому (рис. 1.14).

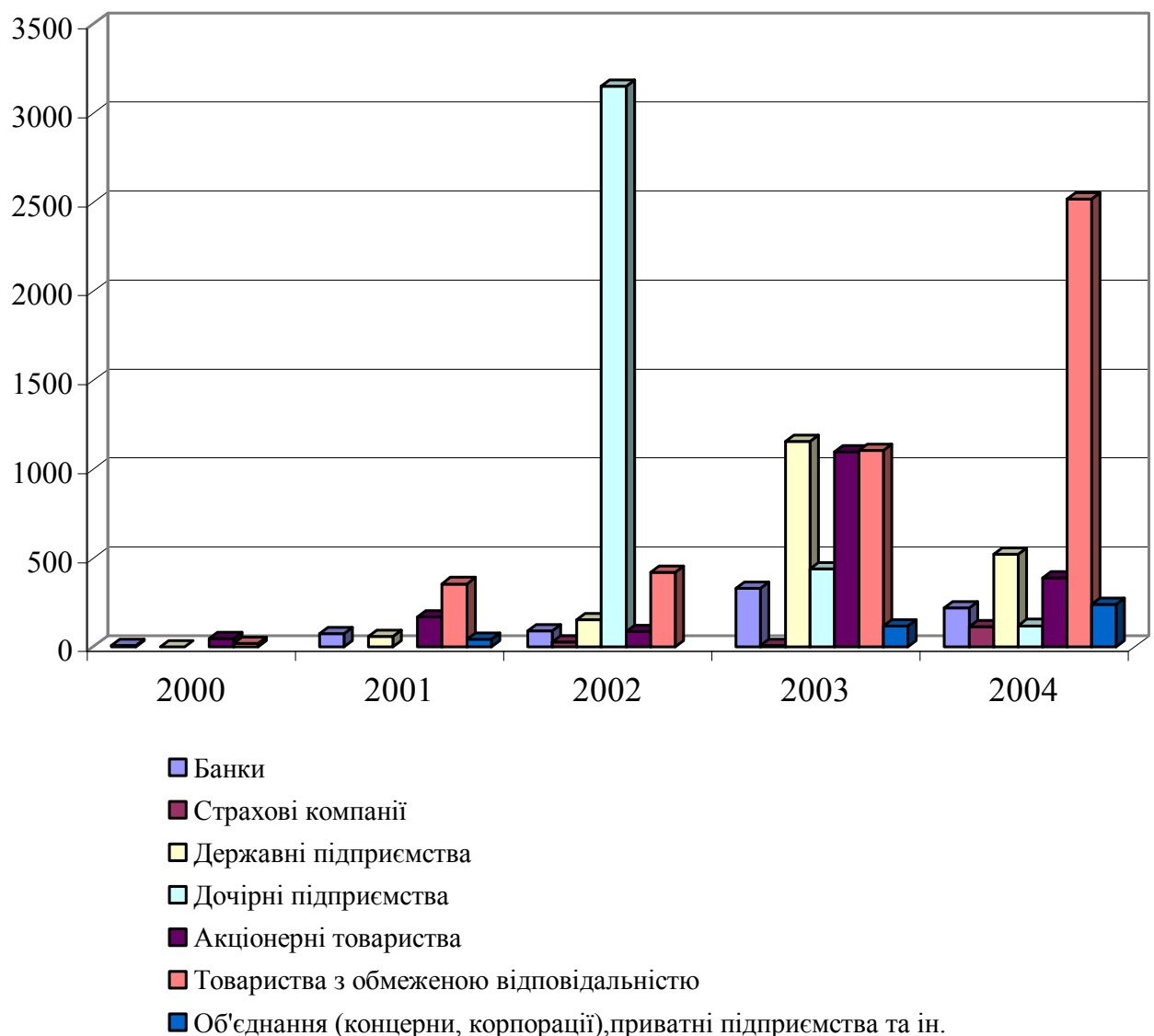


Рис.1.14. Динаміка випуску облігацій за даними ДКЦПФР

Аналізуючи обсяги випуску облігацій, побачимо, що підвищення їхньої частки на фондовому ринку відбувалось з 2001 року. За період 2000-2004 рр. найбільш емісійна діяльність здійснювалась за рахунок діяльності на фондовому ринку дочірніх підприємств – у 2002 році, державних підприємств – у 2001 – 2004 роках, акціонерних товариств – у 2003 р, товариств з обмеженою відповідальністю – у 2001 – 2004 роках. Емітентами, які здійснили найбільші випуски облігацій протягом 2004 року, є: Державне підприємство „Енергоатом”; Спільне українсько-швейцарське ТзОВ „Метален”; ТОВ “Каштанове місто”; Територіальне міжгосподарче об’єднання „Ліко-холдінг”; ТОВ СКВО; ТОВ “Атраком”; ТОВ Трансан Термінал Компанія; Страхова компанія “Лемма”.

Сподіваємось, що активна емісійна діяльність підприємницьких суб’єктів триватиме і надалі, оскільки чималий обсяг корпоративних облігацій було випущено й у 2005 році.

Сьогодні фондовий ринок України перебуває в стадії становлення: механізм трансформації заощаджень в інвестиційні ресурси майже відсутній. Його виробленню перешкоджають такі проблеми:

- відсутність довіри до фондового ринку, яка пояснюється мало захищеними правами інвесторів;

- законодавча база фондового ринку не відповідає сьогоденному стану економіки;

- слабо розвинена інфраструктура ринку;

- система оподаткування операцій з цінними паперами є недосконалою;

- низький рівень національних заощаджень.

При здійсненні радикальних економічних перетворень досить складно з усього комплексу реформаторських заходів виокремити пріоритетні. Поширена думка, що потрібно передусім стабілізувати ситуацію у сфері матеріального виробництва, а потім розвивати фондовий ринок. Однак на практиці бачимо, що саме фондовий ринок і його інфраструктура слугують одним із чинників стабілізації та розвитку суспільного виробництва. Оскільки фондовий ринок – це

своєрідна система кровоносного обігу всього економічного організму країни [165].

Цілком очевидно, що рух капіталу спрямований на те, щоб отримати найбільший прибуток з найменшим ризиком. Однак, переливання капіталу від розвинених країн до економічно слабких країн супроводжується низькою ефективністю та високим ризиком. Для економічно слабкої країни, до яких належить й Україна, немає особливого значення який це капітал: вітчизняний чи зарубіжний. Адже інвестиційна привабливість господарських об'єктів створює приплив капіталу незалежно від його національної приналежності.

З процесом регулювання економіки країни, накопичення досвіду з випуску й обігу цінних паперів та формування інфраструктури фондового ринку (як зворотній зв'язок) законодавче регулювання ринку цінних паперів України потребує постійного вдосконалення.

Запровадження програми масової приватизації позитивно вплинуло на розвиток економіки загалом та фондового ринку зокрема. Приватизація за допомогою сертифікатів виявилася не зовсім вдалою.

Сьогодні можна констатувати, що вибір фінансових інструментів на ринку цінних паперів є замалим і непривабливим для внутрішнього інвестора. Протягом усього періоду масової сертифікатної приватизації розміщення акцій відбувалося через інвестиційні конкурси та сертифікатні аукціони. Унаслідок цього понад 30% населення України стало власниками приватизованих підприємств [159, с. 9]. Цілком очевидно, що така кількість фізичних осіб немала. Отже, це ускладнило процеси обліку та переходу прав власності, а також загальмувало розвиток корпоративного управління.

За приблизними підрахунками, населення України використовує в тіньовому та напівтіньовому обігу близько 10 мільярдів доларової готівки, не кваплячись інвестувати ці кошти у промислові підприємства [159].

З початком масової приватизації в Україні певні регулюючі та контролюючі функції на фондовому ринку став виконувати Фонд державного майна України. Зі створенням акціонерних товариств у процесі приватизації державних підприємств

і виникненням подальшого вторинного обігу цінних паперів на ринку в деяких інвесторів, передусім інституціональних (інвестиційні фонди, інвестиційні компанії і довірчі товариства) відбулося акумулювання значних пакетів акцій приватизованих підприємств, функції регулювання фондового ринку перерозподілилися: контроль за дотриманням норм антимонопольного законодавства і недопущенням недобросовісної конкуренції в підприємницькій діяльності покладено на Антимонопольний комітет України.

Аналізуючи розвиток фондового ринку, враховуючи масову приватизацію, наголосимо на основних моментах, які спричинили до сповільнення розвитку фондового ринку:

а) Ліберальне ставлення місцевої виконавчої влади до застосування механізмів приватизації державного майна. Адже учасники сертифікатної приватизації (серед них основна маса – простий народ) не знають своїх прав та обов'язків і вкладають свої сертифікати з надією отримати прибуток, що й стало поштовхом для застосування шахрайських схем. У наслідок цього значну кількість вкладників ошукано, а довіру з боку інвесторів до українських фінансових інструментів – втрачено.

б) Наслідки приватизації, які ще довго гальмуватимуть застосування нових технологій та розвиток ринку корпоративних цінних паперів.

в) Недосконале чинне законодавство, що спричинює до значних порушень майнових прав акціонерів-інвесторів.

г) Брак одного державного органу, який виконував би найважливіші регулюючі та контролюючі функції на фондовому ринку. Це було однією з найважливіших причин порівняно повільного розвитку фондового ринку в Україні.

Так склалось, що інвестор, не володіючи інформацією щодо своїх прав, є відстороненим у здійсненні своїх повноважень.

Аналіз результатів контрольно-ревізійної діяльності Комісії у 2004 році засвідчує, що одночасно з розвитком українського фондового ринку, збільшенням

кількості емітентів цінних паперів та професійних учасників ринку зростає кількість порушень законодавства про цінні папери [19].

Найсуттєвіші порушення законодавства про цінні папери виявлено у діяльності емітентів на ринку цінних паперів і стосуються вони, насамперед, порушень прав акціонерів правліннями (виконавчими органами) акціонерних товариств. Наприклад, згідно зі статтею 38 Закону України „Про господарські товариства”, збільшення статутного фонду акціонерного товариства не більш як на 1/3 може бути здійснено рішенням правління за умови, що це передбачено Статутом. Однак правління акціонерних товариств часто ігнорують вимоги статті 41 цього Закону, згідно з якою внесення змін до Статуту товариства відноситься до компетенції загальних зборів, а також перевищують свої повноваження під час здійснення підписки на додатковий випуск акцій.

Комісія виявила численні порушення прав акціонерів у діяльності акціонерних товариств при розподілі акцій додаткового випуску, здійсненого у зв'язку з індексацією основних фондів. Акції розподіляються непропорційно частці у статутному фонді, що належить кожному акціонеру. Все це обмежує права акціонерів на участь в управлінні акціонерним товариством. Досить частими є випадки долучення до статутних та інших внутрішніх документів акціонерного товариства положень, що суперечать Законам України “Про власність”, “Про господарські товариства”, “Про цінні папери і фондову біржу” і, як наслідок, порушують права та інтереси акціонерів.

Серед порушень, яких припускаються у своїй діяльності інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, найтипівішими є порушення прав та інтересів учасників (інвесторів) фонду або компанії.

Щодо правозастосування, то, на думку представників Комісії, необхідно переглянути порядок регулювання цього напрямку, який традиційно є основним у країнах з розвинутими ринками цінних паперів.

Протягом останніх шести років діяльність Комісії з правозастосування зосереджено на обслуговуванні процесу створення інфраструктури вітчизняного фондового ринку. Отож санкції накладено здебільшого за неподання чи

несвочасне подання звітності емітентами та професійними учасниками, порушення нормативів ліквідності торгівцями, порушення порядку емісії цінних паперів, різноманітні порушення при проведенні загальних зборів акціонерних товариств тощо.

Сьогодні Комісія має всі підстави та можливості вийти на новий рівень взаємовідносин із державними органами щодо регулювання фондового ринку, беручи курс у відносинах між фінансовими регуляторами на співробітництво. Ініціативи Комісії необхідно спрямувати на те, щоб Уряд України, Національний банк, Міністерство фінансів, Державна податкова адміністрація України проводили узгоджену, єдину державну політику щодо ринку цінних паперів, яка сприятиме економічному зростанню.

Сфера повноважень ДКЦПФР щодо втручання у господарську діяльність емітентів з метою вживання заходів з попередження порушень обмежується чинним законодавством. Попередження порушень у діяльності реєстраторів належить до компетенції ДКЦПФР тільки в частині забезпечення реєстраторами обліку прав власності на акції товариств під час їхнього обігу на фондовому ринку [7].

У цих умовах державі необхідно стимулювати процеси емісії акцій для залучення у реальний сектор довгострокових ресурсів, забезпечити підтримку підприємствам, великим корпоративним структурам у вигляді урядових гарантій без урахування власних коштів; а також для випуску акцій інвесторів по ринковій вартості через визначений період (3-5 років) [167].

Існуюча законодавча база спонукає до надання аналітичних висновків щодо адаптації правових питань, пов'язаних з похідними цінними паперами. Спостерігається зростання учасників на фондовому ринку і велике розмаїття фінансових інструментів, що широко застосовуються на міжнародних фінансових ринках (додаток И). Проте сьогодні економічне становище інколи підштовхує до інженерії їхніх нових видів.

Отже, фондовий ринок може повнокровно працювати, виконувати свої функції лише за стабільної економічної ситуації. У зв'язку з тим, що наша

економіка переживає перехідний період, фондовий ринок в Україні малорозвинутий.

На шляху становлення державного регулювання фондового ринку України існують певні проблеми та труднощі, а саме:

недосконалість зареєстрованих проектів законів „Про цінні папери та фондовий ринок” і “Про акціонерні товариства”;

недосконалість прийнятих нових Кодексів, норми яких мають певні протиріччя;

труднощі з практичним застосуванням норм корпоративного управління;

нерозвиненість вторинного ринку цінних паперів, а також ринку похідних;

непрозорість механізму виконання угод на ринку цінних паперів та, як наслідок, незначна частка угод на організованому ринку;

незабезпечення формування справедливої ринкової ціни на цінні папери, що зумовлює маніпулювання цінами, їхнє скуповування за заниженою вартістю або, навпаки, запобігання купівлі за допомогою невинновданого завищення цін; недосконалість судової системи, як наслідок, неможливість здійснення державного регулювання ринку цінних паперів з метою захисту прав акціонерів, у тім числі держави;

недосконалість державного регулювання національної депозитарної системи та інше.

Усі вони пов’язані з недостатнім розумінням важливості та механізмів здійснення державного впливу на фондовий ринок. Однак сьогодні вже зрозуміло, що фондовий ринок є важливим інструментом втілення в життя економічних реформ у державі. Тому забезпечення гармонійного розвитку всіх сегментів ринку, побудованого з урахуванням світових стандартів, узгодженого з реаліями сучасного стану економіки України та основними напрямками її соціально-економічного розвитку, є основним завданням Комісії [202].

Для залучення інвесторів через механізм фондового ринку і поліпшення інвестиційного клімату необхідні інвестиційні пропозиції, що відповідатимуть реальним вимогам професійних інвесторів. Вирішення визначеної проблеми

полягає в тому, щоб встановити контроль реальних власників капіталу за менеджментом акціонерних компаній, тобто орієнтувати капітал на максимізацію прибутку (у короткочасній перспективі) та загальну вартість фірми (у довготерміновому плані). Створення раціональної системи корпоративного управління, поліпшення умов інвестиційної діяльності закладе підвалини ефективного фондового ринку [63].

На нашу думку, з метою реалізації зазначених цілей необхідно створити єдину ефективну систему для державного управління та регулювання фондовим ринком, яка передбачатиме:

створення досконалої нормативно-правової бази, а саме усунення суперечностей, що трапляються у законодавстві (цьому сприятиме прийняття єдиного закону, який визначатиме усі правила поведінки на фондовому ринку, у тім числі правила проведення операцій з цінними паперами, правила реєстрації учасників ринку, заходи та санкції щодо порушників законодавства);

атестацію спеціалістів фондового ринку та періодичну перевірку їх на відповідність визначеним стандартам;

розкриття та доступ до інформації на фондовому ринку засобами інфраструктури фондового ринку та за допомогою глобальних інформаційних систем;

посилений контроль за діяльністю на ринку, накладення штрафів і застосування санкцій за правопорушення порядку на ринку.

Така політика держави значно поліпшить інвестиційне середовище в країні, викличе мультиплікаційний ефект у припливі приватних інвестицій, тобто зростання доходів понад суму, вкладену в інвестиції, сприятиме ще більшому притоку інвестицій. Національний банк, здійснюючи цільові випуски державних цінних паперів, забезпечить не лише загальний приріст пропозиції грошей в економіці, а й його цільовий, інвестиційний характер, спрямування емісії на конкретні інвестиційні програми, на “розігрів” інвестиційної сфери.

Отже, стан фондового ринку визначається позицією держави, яка виконує роль регулятора на ринку та забезпечує пропозицію різних державних цінних

паперів. Досягти позитивних змін на фондовому ринку можна лише завдяки зусиллям державних органів, що регулюють фондовий ринок. Хоча держава може лише коригувати напрями розвитку фондового ринку, а його стан і перспективи залежать тільки від діяльності суб'єктів господарювання.

Висновки до Розділу I

Висновки та результати дослідження здійсненого у першому розділі дисертаційної роботи, полягають у наступному:

1. Проаналізовано функції фондового ринку, структуру його учасників та регулятивних органів, запропоновано налагодити систему інформативної взаємодії між учасниками фондового ринку. Це дасть змогу уникнути надмірного рівня звітності учасників ринку усім органам, що впливають на діяльність фондового ринку (с. 11-17, рис.1.1).

2. Удосконалено:

а) поняття інфраструктури фондового ринку (с. 19);

Під інфраструктурою фондового ринку вбачаємо сукупність технологій і матеріальних засобів, що використовуються для здійснення операцій та підведення підсумків діяльності учасників.

Інфраструктура фондового ринку – це важлива складова механізму взаємодії його учасників, існування та розвиток якої є однією із ключових вимог ринку, що, як відповідь на реальні потреби цього сектору економіки, своєю конфігурацією та особливостями функціонування є віддзеркаленням, з одного боку, типу та характеру взаємодії учасників фондового ринку, з іншого боку – практики функціонування таких головних компонент, як торгово-інформаційні системи та фондові біржі.

б) механізм управління інфраструктурою фондового ринку (с. 21, рис. 1.2.).

Оскільки купівля-продаж цінних паперів – процес складний і ризиковий, результат пошуку компаньйона з виконання операції випадковий, а гарантії ефективності від здійснення операції практично відсутні, пропонуємо у схемі елементів управління інфраструктурою фондового ринку враховувати рух кредитно-фінансових ресурсів і ймовірності збитків, спричинених переміщенням цінних паперів.

3. Враховуючи функціональний зв'язок суб'єктів інфраструктури, складено концептуальну схему їхньої взаємодії (с. 22, рис. 1.3).

4. Розкриваючи сучасний стан і структуру вітчизняного фондового ринку як результат процесу його становлення, визначено та охарактеризовано головні етапи формування системи регулювання фондового ринку в Україні (с. 28-32):

I етап (1991 – 1994 рр.) – головним регулятивним органом слугувало Міністерство фінансів;

II етап (1995 – 1998 рр.) – законодавчо визначено принципи та шляхи розвитку фондового ринку (Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів; комплекс перших ринкових законів України), створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку;

III етап (1999 – 2000 рр.) – реалізація Указів Президента України „Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році”, „Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні”;

IV етап (2001 – 2003 рр.) – створено міжвідомчу робочу групу з опрацювання юридичних і технологічних аспектів діяльності центрального депозитарію);

V етап (з 2004 р. і до сьогодні) – Верховна Рада України приймає законопроекти, головним розробником яких слугує Комісія.

Встановлено, що досягти позитивних змін на фондовому ринку можна лише завдяки зусиллям державних органів, що регулюють фондовий ринок.

5. Розглянуто механізми забезпечення прозорості інформаційних потоків на фондовому ринку України (с. 33).

Запропоновано налагодити систему інформаційної взаємодії між учасникам фондового ринку та його регуляторами шляхом подавання інформації учасниками ринку безпосередньо ДКЦПФР за допомогою інфраструктури фондового ринку. Це даватиме змогу спростити систему розкриття інформації, підвищити її прозорість та ефективність.

6. Проаналізовано компоненти механізму державного регулювання фондового ринку (с. 34-36). Аналізуючи й узагальнюючи різні точки зору щодо механізму державного регулювання, пропонуємо врахувати узгодження короткострокових і стратегічних цілей при прийнятті управлінських рішень,

закономірності вибору форм і методів державного впливу, запровадження конкретних механізмів реалізації прийнятих рішень.

7. Окреслено основні принципи функціонування фондового ринку. Розкрито основні переваги державного регулювання над саморегулюванням. Зроблено висновок про необхідність державного регулювання фондового ринку та обґрунтовано доцільність і основні домінанти його управління (с.37-44).

8. Досліджуючи механізм державного регулювання фондового ринку в Україні, запропоновано створити та реалізувати кілька відповідних цільових програм – міжнародну, біржову, функціональну, регіональну. Зазначеними програмами передбачено реалізувати певні послідовні, цілеспрямовані заходи, орієнтовані на вирішення конкретних питань у контексті реалізації першочергових завдань функціонування фондового ринку (с. 44-45).

8. Під час аналізу інформаційної інфраструктури фондового ринку встановлено, що розвиток механізму потоків інформації на ринку є дуже повільним, хоча ці потоки мають доволі розширену структуру (с. 47-52); зазначено основні аспекти взаємодії учасників фондового ринку із його інформаційною системою.

9. Здійснено макроекономічний аналіз розвитку фондового ринку України (с. 53-70). На основі дослідженого виокремлено основні проблеми та труднощі, що перешкоджають ефективному становленню та розвитку механізму державного регулювання фондового ринку в Україні. Встановлено, що досягти позитивних змін на фондовому ринку можна лише завдяки зусиллям державних органів, що регулюють фондовий ринок.

РОЗДІЛ 2

ОРГАНІЗАЦІЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

2.1. Політика державного регулювання та керування фондовим ринком

Вагомою умовою успішного функціонування фондового ринку є ефективна політика держави щодо його регулювання, котра охоплює всіх учасників фондового ринку і забезпечує здійснення ними своєї діяльності відповідно до законодавчо встановлених правил і вимог.

Будь-яка економічна діяльність певною мірою стосується інтересів суспільства загалом і, як наслідок, стає об'єктом регулювання з його боку. Подвійний характер фундаментальних економічних зрушень у посткомуністичних країнах – зміна ролі держави і розвиток ринку – породжує головну проблему перехідного періоду, а саме – проблему взаємозв'язку між державою та ринком [123].

Потребу в державному регулюванні економіки обґрунтували класики економічної науки: М. Туган-Барановський [163], Дж., Кейнс [82], Дж. Гікс [56] та інші. Наприклад, Дж. М. Кейнс і його послідовники вважають, що ринок сам по собі не в змозі забезпечити цілковитої економічної стабільності та рівноваги. Тому держава покликана відігравати активну роль у стабілізації економіки країни. З цією метою необхідно проводити відповідну державну економічну політику, ефективно використовуючи економічні, правові та адміністративні важелі [82].

Політику державного регулювання економіки досліджували О. Мозговий [120], І. Михасюк та І. Бочан [116], В. Мікловда [118], С. Чистов, А. Никифоров, Т. Куценко [67], І. Ткачук [161], О. Ковалюк [86] та інші.

Автор О. Мозговий [120] вважає, що економічне піднесення держави залежить від двох чинників: по-перше, від зваженої урядової політики; по-друге, від поступового розуміння українцями їхньої самодостатності. На думку вченого, саме чинник самодостатності, концентрації внутрішніх ресурсів надає певних переваг у здійсненні економічних реформ в Україні. Вчений державну політику

називає ще фондовою політикою, яку доцільно розглядати в аспекті ролі держави у сфері випуску й обігу інвестиційних цінних паперів [119].

Вчені І. Михасюк та І. Бочан [116, с. 53] розглядають діяльність держави за різними поняттями, а саме – за її потенціалом та ефективністю. Під потенціалом держави розуміють здатність ефективно провадити і пропагувати колективні заходи; ефективність – це наслідок від використання цього потенціалу для задоволення зростаючого попиту суспільства на відповідні блага. Держава з більшими потенціальними можливостями може бути значно ефективнішою. Водночас держава може володіти значним потенціалом, але не бути доволі ефективною, якщо цей потенціал не використати належно.

Окрім того, С. Чистов, А. Никифоров, Т. Куценко [67] та інші зазначають, що економічна політика держави слугує основою, на котрій базується державне регулювання економіки. Якою б не була державна політика за своїми напрямками, характеристиками та пріоритетами, вона має бути комплексною, охоплювати всі сфери суспільного життя, у тім числі фондовий ринок.

На нашу думку, сучасне державне регулювання фондового ринку – це один із найскладніших і найвідповідальніших процесів, що передбачає складну систему господарювання, в якій тісно взаємодіють учасники ринку, численні регулюючі фінансові інститути та громадська думка.

Для стабільного й ефективного функціонування фондового ринку необхідно розробити нові та вдосконалити існуючі механізми законодавчого регулювання, як обов'язкової складової політики управління та керування державою фондового ринку. Це даватиме змогу створити цілісний, високоліквідний, надійний і справедливий фондовий ринок в Україні, регульований державою і здатний інтегруватися у світові фондові ринки.

Паралельне існування двох систем господарювання у світовій економіці – ринкового господарства та планової економіки – засвідчило недостатню ефективність планової концепції господарювання. Однак державне регулювання фондового ринку є не просто економічним поняттям, а й моделлю господарювання, яка передбачає здійснення державою низки заходів щодо контролю та нагляду за

ринком цінних паперів, а також запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері. Окрім цього, зазначена модель господарювання передбачає ефективний перерозподіл ресурсів на користь тих учасників ринку, які використовують їх ефективніше. На практиці не існує чистої системи господарювання.

Сьогодні фондовий ринок в Україні не вважають добре розвиненим та вправно регульованим державою. З одного боку, учасники ринку повинні виконувати обтяжні вимоги, котрі практично ніяк не захищають повноваження інвесторів. З іншого боку, інсайдерівська торгівля та маніпулювання ринком контролюються вкрай недостатньо.

Понад 50 % розрахунків за угодами щодо акцій здійснюють через офшорні фірми. Прозорість ринку є низькою, тобто відповідно до інформації, що надається з офіційних джерел, через ПФТС відбувається приблизно 90 – 95 % від обсягу торгівлі акціями на організованому вторинному ринку, хоча в загальному обсязі торгівлі акціями частка операцій, які здійснюють через ПФТС, не перевищує 15 - 20 відсотків обсягів укладених угод. Інші угоди укладають поза межами організованого ринку [90].

Отже, на сучасному етапі економічного розвитку український фондовий ринок відзначається низькою ринковою капіталізацією, недостатньою прозорістю та ліквідністю. Важливою характеристикою такого стану ринку є те, що під впливом приватизації український фондовий ринок формується з використанням нечесної торгівлі та несправедливого відношення брокерів до своїх клієнтів. Причому основний обсяг угод з цінними паперами укладають поза межами організованого ринку. Отож ринок сьогодні залишається інсайдерівським. Саме тому розвиток і вдосконалення державної політики регулювання фондового ринку є вкрай необхідним.

Найсуттєвішими пріоритетами державної політики регулювання на фондовому ринку, як зазначає ДКЦПФР, є [202]:

- розвиток і вдосконалення законодавчої бази функціонування ринку;
- контролювання дотримання законодавства та попередження правопорушень;

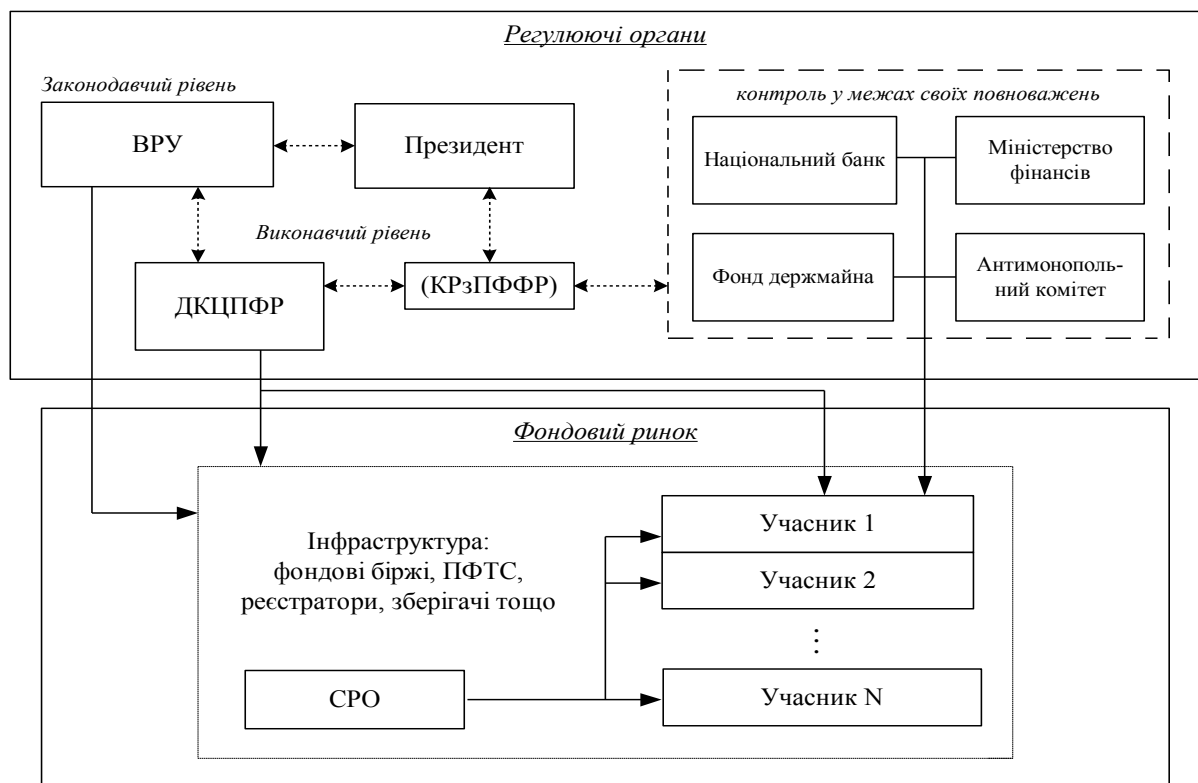
- створення системи гарантійного захисту прав акціонерів;
- вдосконалення корпоративного управління на національному рівні; формування загальноприйнятих стереотипів корпоративного управління;
- сприяння зростанню попиту з боку емітентів і збільшенню пропозиції за рахунок інтеграції національних ринків країн ЄС; запобігання зловживанням і порушенням у сфері обігу цінних паперів на фондовому ринку;
- створення контролюючої бази з достовірності та своєчасності подання інформації на ринок;
- здійснення контролю за системою корпоративного управління.

Системне дотримання зазначених переваг даватиме змогу значно збільшити оперативність виявлення та припинення порушень під час здійснення операцій з цінними паперами, а також сформує у подальшому найрезультативніші передумови розвитку національної економіки та формування придатного інвестиційного клімату в Україні. Діяльність Комісії й в подальшому сприятиме створенню в Україні умов для розвитку інвестиційної діяльності, залученню інвестиційних ресурсів у національну економіку.

На наш погляд, одним з головних недоліків політики державного регулювання фондового ринку є неправомірне використання інсайдерівської інформації та несвоєчасне її подання, що може вплинути на вартість цінних паперів та (або) розмір доходу за ними. Значного вдосконалення потребує система запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесна торгова діяльність і порушення етики професійної діяльності на фондовому ринку.

Світовий досвід засвідчує, що слаборозвинений ринок цінних паперів країни є причиною економічної, а іноді й політичної кризи, отож державну політику у сфері фондового ринку доцільно розглядати як гармонійний та невід’ємний складовий елемент загальнодержавної стратегії залучення інвестиційного капіталу. Оскільки стабільний розвиток країни безпосередньо залежить від забезпеченості економіки інвестиційними ресурсами, то здійснення ефективної інвестиційної політики Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку розглядає як одне з найважливіших завдань її поточної та перспективної діяльності [19].

Важливим аспектом дослідження державного регулювання фондового ринку є аналіз його організаційно-управлінської структури. В умовах національної економіки для збалансованого функціонування фондового ринку України необхідно створити адекватну йому організаційно-управлінську структуру, тобто сукупність органів управління, що ієрархічно взаємозв'язані та забезпечують цілеспрямований та узгоджений розвиток діяльності усіх ланок (бірж і торгово-інформаційних структур) фондового ринку. У цій структурі розвиваються зв'язки кожної управлінської ланки (біржі), визначається характер їхньої взаємодії та підпорядкованість одна одній, а також ступінь інтеграції та спеціалізації управлінських функцій (рис.2.1). Йдеться про створення єдиного механізму управління фондовим ринком з чіткою конструкцією, що налічує державні, громадські та приватні суб'єкти ринку.



Примітка. КРЗПФФР – Координаційна рада з питань функціонування фондового ринку

Рис. 2.1. Організаційно-управлінська структура фондового ринку

Така модель передбачає створення вертикальної структури механізму державного регулювання фондового ринку на районному, обласному та національному рівнях.

Організаційно-управлінська структура повинна відповідати таким вимогам: перспективність спрямування, тобто цілковита відповідність меті та завданням розвитку фондового ринку, згідно з законодавством України, як на сучасному етапі економічного розвитку, так і у майбутньому;

почерговість, що характеризується послідовністю та виваженістю управлінських кроків, з метою збереження та вдосконалення досягнутих здобутків;

інтегрованість у національну економіку, тобто функціональна та структурна відповідність іншим сферам і політиці їхньої взаємодії як на державному, так і на регіональному рівні;

оперативність і гнучкість міжгалузевого та міжрегіонального розподілу капіталів з метою забезпечення оптимального ефекту зростання економіки;

досягнення широкого суспільного консенсусу щодо необхідності вдосконалення діяльності регулюючих органів і забезпечення потужної суспільної підтримки держави.

Необхідно, щоб усі важливі рішення були зрозумілими населенню, враховували громадські можливості та не викликали супротиву суб'єктів ринку. Громадський контроль діяльності регулюючих органів та їхніх окремих представників повинен стати перешкодою на шляху адміністративних підходів старих управлінських структур і корупційним посяганням новосформованих.

Законом України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [5] встановлено, що державне регулювання українського ринку цінних паперів здійснює ДКЦПФР. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених діючим законодавством України. Такі органи поділяються на чотири групи.

Перша група: Верховна Рада України, Президент України та Кабінет Міністрів України, які шляхом прийняття законодавчих і нормативних актів з питань ринку цінних паперів, визначення напрямів державної політики щодо фондового ринку, призначення складу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку забезпечують загальні основи державного регулювання фондового ринку в

Україні. До цієї ж групи необхідно зачислити Міністерство юстиції, яке виконує загальну нормотворчу функцію в державі.

Друга група: Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, яка безпосередньо формує і забезпечує реалізацію єдиної державної політики з розвитку та функціонування в Україні фондового ринку.

Третя група: державні органи, які в межах своєї компетенції здійснюють контроль або функції управління на ринку цінних паперів України. Це Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Національний банк України, Антимонопольний комітет, Міністерство економіки, Державна податкова адміністрація. Певні функції управління інвестиційною діяльністю в Україні здійснюють Національне агентство з реконструкції й розвитку, Державна інвестиційна компанія, Міністерство зовнішньоекономічних зв'язків і торгівлі.

Четверта група: державні органи, які виконують спеціальні функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства в державі. Ці функції поширюються й на фондовий ринок. До цієї групи зачислено Міністерство внутрішніх справ, Генеральну прокуратуру, Службу безпеки України, Вищий арбітражний суд.

Важливу роль у системі органів державно-правового регулювання фондового ринку України відіграють інститути, які не є органами законодавчої чи виконавчої влади, проте підзвітні Верховній Раді України. Наприклад, Національний банк України, а також місцеві органи державної влади, передусім, місцеві державні адміністрації (до їхньої компетенції належать питання реєстрації юридичних осіб, реєстрації іноземних інвестицій тощо) та органи судової влади, у тім числі арбітражні суди.

Найважливішим щодо визначення управлінських і керуючих засад, щодо здійснення політики державного регулювання фондового ринку, державного контролю за випуском та обігом цінних паперів та їхніх похідних, став Указ Президента України, яким 12 червня 1995 року утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку – головний і єдиний сьогодні регулюючий орган політики управління та керування державою фондовим ринком.

Головні завдання Комісії визначено Законом України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”. Серед них [5]:

формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їхніх похідних в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їхніх похідних;

здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їхніх похідних на території України, дотримання законодавства у цій сфері;

захист прав інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів; застосування, у межах своїх повноважень, санкцій за порушення законодавства;

сприяння розвитку ринку цінних паперів;

узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, підготовка пропозицій щодо його вдосконалення.

А також ДКЦПФР координує роботу щодо підготовки фахівців з питань фондового ринку та здійснює їхню сертифікацію. Враховуючи необхідність запровадження світового досвіду, Комісія під час підготовки законопроектів вивчає законодавство ЄС та враховує базові положення правових актів Європейського Союзу. Комісія виконує роботу з розробки проекту Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” з метою посилення державного регулювання та нагляду за діяльністю компаній, які здійснюють управління активами.

Перелічимо деякі з головних напрямів роботи Комісії: ліцензування діяльності професійних учасників ринку цінних паперів; видача та переоформлення ліцензій; видача копій та дублікатів ліцензій на професійну діяльність на ринку цінних паперів; анулювання ліцензій; здійснення контролю за змінами в документах, що подавались разом із заявою на отримання ліцензії; провадження

заходів щодо запобігання порушень на ринку цінних паперів; формування та ведення Ліцензійного реєстру професійних учасників ринку цінних паперів; облік використання бланків ліцензій єдиного зразка та відповідне звітування.

У будь-якій національній економіці використовують такі три методи впливу на її функціонування, як адміністративний, економічний, соціальний. Академік Л.Абалкін [21], аналізуючи роль держави, приходять до таких висновків: ефективна соціально-орієнтована ринкова економіка неможлива без регулюючої ролі держави; механізми, форми та методи державного регулювання змінюються в історичній перспективі; роль держави за умов економіки, що розвивається, та за умов розвиненої економіки є якісно відмінною; масштаби, механізми та форми державного регулювання значно відрізняються у різних країнах.

Як засвідчує практика, навіть в економічно розвинених країнах не завжди вдається врегулювати національну економіку винятково ринковими методами. І хоча у таких країнах ефективність цих методів є підвищеною, неринкові методи впливу не є виключеними. Значні зусилля законодавчого спрямування орієнтовані на підтримку галузей, отримання прибутку в яких є проблемним. Сюди зачислено охорону навколишнього середовища, медицину та освіту для усіх верств населення, соціальний захист. Держава зменшує податки для підприємств, що вкладають кошти у ці галузі, здійснює бюджетні дотації та перерозподіл ресурсів так, щоб досягти бажаного ефекту, адже ринкові важелі не в стані забезпечити підтримку усіх суспільно важливих потреб.

Держава несе вагому політичну відповідальність за забезпечення ефективного і законодавчого регулювання фондового ринку. Політика управління та керування державою фондовим ринком залежить від багатьох чинників політичного середовища (рис. 2.2) і знаходиться у області взаємодії багатьох політичних сфер.

Політична сфера – це „сукупність явищ, подій і процесів внутрішнього і зовнішнього суспільного життя, які здійснюються державними та громадськими органами” [168].

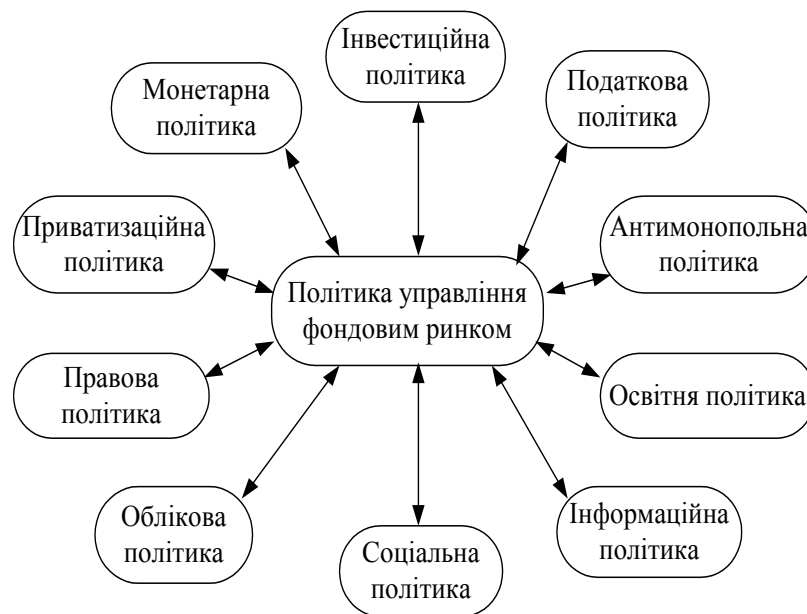


Рис. 2.2. Взаємозв'язок політики управління фондовим ринком з іншими політичними сферами

Своєю виваженою політикою держава часто приваблює інвесторів шляхом розсудливого застосування податкових заходів (інвестиційна та податкова політика). Зокрема, податкова політика позначається на механізмі використання фінансових інструментів.

Формування національного фондового ринку України залежало від приватизаційної політики. Приватизація, здійснена в Україні за допомогою сертифікатних аукціонів, не була підкріплена відповідними заходами щодо реєстрації прав власності та контролю за обігом цінних паперів [18].

Створити базу для забезпечення ефективної діяльності інституціональних інвесторів дає змогу інформаційна політика. Інформаційний простір Українського фондового ринку сьогодні розвинути назвати не можна. Тільки Українська фондова біржа та створена, згідно з Указом Президента України, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку послідовно і цілеспрямовано здійснює інформаційну діяльність. Складність формування інформаційної стратегії полягає в тому, що вона періодично коригується з урахуванням мінливих зовнішніх умов. Ця обставина потребує від професіоналів фондового ринку вміння вільно орієнтуватися в економічному інформаційному просторі та реагувати на зміни, що відбуваються в умовах трансформаційної перебудови

вітчизняної економіки [126, с. 123].

Таким чином виникає необхідність подальшої розбудови фондового ринку, вдосконалення просвітницької політики, головна мета якої — „створення ефективної загальнонаціональної системи підготовки, перепідготовки та підвищення кваліфікації фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління” [14].

Однією з головних проблем на фондовому ринку України сьогодні є проблема захисту прав інвесторів, що характеризується правовою політикою. Конфлікти, що виникають в акціонерних товариствах, часто зумовлені недосконалістю законодавства та хибною практикою управлінських рішень, спричиняють недовіру інвесторів до основних фінансових інструментів фондового ринку, а недосконалість правової бази перешкоджає їхньому оперативному вирішенню. Отож правову політику необхідно спрямувати на вдосконалення та розвиток законодавства про фондовий ринок.

Монетарна політика, тісно пов'язана з функціонуванням ринку, сприяє досягненню прозорості, формуванню інвестиційного попиту, забезпеченню захисту прав інвесторів та учасників фондового ринку [18].

Соціальна політика охоплює інтереси людей, їхніх спільнот і суспільства загалом, заохочує установи ринку капіталу до надання продуктів і послуг (наприклад, таких, як страхування і пенсійні програми), спрямованих на підвищення рівня життя. До заходів соціальної політики зачислено регулювання умов праці, підтримку населення, котре своїм розвитком, обізнаністю та довірою спроможне вдосконалити та підняти на належний рівень фондовий ринок.

Протягом 2004 року статусу фінансової установи шляхом включення до Реєстру набуло 392 учасника ринку цінних паперів, з них [202]: торговці цінними паперами – 342; компанії з управління активами – 42; корпоративні інвестиційні фонди – 8; депозитарій – 1.

Станом на 01.01.05 р. в Україні зареєстровано як юридичні особи 33 387 акціонерних товариства, з них 11 556 – відкритих, 21 831 – закритих. Загальний

обсяг випуску цінних паперів, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, становить 145,02 млрд грн [19].

Фондовий ринок в Україні, незважаючи на його незначні обсяги, має винятково складну та суперечливу структуру державних органів, що здійснюють його регулювання. Труднощі виникають унаслідок таких причин, як: змішана (банківська і небанківська) модель ринку цінних паперів і, відповідно, – Національний банк і небанківські державні органи в ролі регулюючих інстанцій; масштабна приватизація, за якої значна частина державних підприємств перетворюється в акціонерні товариства (створюються інвестиційні фонди, здійснюється у великих масштабах первинне розміщення акцій приватизованих підприємств), що, у свою чергу, спричинює активне втручання в регулювання ринку цінних паперів Фонду державного майна України. На етапі становлення фондового ринку виникають суперечності між проголошеними принципами та їхнім законодавчим забезпеченням: з одного боку принцип прозорості ринку в рамках діючої правової системи суперечить непоширенню внутрішньої інформації компаній; з іншого боку активний розвиток нових підприємств та їхня участь у діяльності фондового ринку гальмується діючою реєстраційно-обліковою системою.

Сьогодні політику державного регулювання фондового ринку в Україні можна охарактеризувати такими ознаками: по-перше, активний розвиток фондового ринку потребує збільшення адміністративних повноважень ДКЦПФР у питаннях правозастосування; по-друге, діюче законодавство надає органам виконавчої влади повноваження суттєво впливати на діяльність учасників фондового ринку через прийняття нормативно-правових актів з питань розміщення (видачі) цінних паперів (облігацій місцевих позик, векселів тощо); по-третє, ДКЦПФР має у своєму розпорядженні обмежені фінансові, телекомунікаційні та трудові ресурси, потерпає від значної плінності кадрів та недостатньо високого рівня підготовки персоналу. Наслідки такого впливу органів виконавчої влади на фондовий ринок можуть виявитися непередбачуваними.

Відповідно до рекомендації “Групи тридцяти”, централізований фондовий ринок України повинен складатися з трьох провідних елементів: єдиної національної фондової біржі; єдиного розрахункового банку (необхідно, щоб його функцію виконував Національний банк України); єдиного Центрального депозитарію.

Важливу роль в державному управлінні та керуванні фондовим ринком України та в забезпеченні його функціонування і прозорості відіграє створення й організація діяльності Національного депозитарію України. Ще 6 травня 1998 р. на об’єднаному засіданні керівників Комісії, фондових бірж, ПФТС обговорювався проект рішення про об’єднання фондових бірж, який передбачає реалізацію ідеї створення Єдиної фондової біржової системи. Та, на жаль, поки що ми спостерігаємо не централізацію ринку, а, навпаки, його децентралізацію. В Україні зареєстровано вже сім бірж і дві торгово-інформаційні системи, кожна з яких працює за своїми правилами, що не завжди відповідають міжнародним стандартам.

Іноземний інвестор не завжди розуміє наші правила гри, коли умови купівлі-продажу цінних паперів у Києві – одні, а у Донецьку чи Дніпропетровську – інші.

Отже, аналізуючи політику управління державою фондовим ринком, ми дійшли висновку, що сьогодні необхідною умовою збалансованого функціонування та розвитку механізму державного регулювання фондового ринку є розробка і впровадження адекватної йому організаційно-управлінської структури, тобто сукупності органів спостереження, контролю та управління, які дотримуються єдиної політики в рамках узгодженої на державному рівні концепції піднесення економічного рівня, є ієрархічно взаємозв’язані та забезпечують узгоджене і спрямоване на перспективу функціонування усіх ланок, тобто бірж і торгово-інформаційних систем фондового ринку. Така структура полегшить регулювання ринку, сприятиме привабленню іноземного інвестора та інтегруванню національного ринку у світові фондові ринки.

2.2. Форми та методи державного регулювання фондового ринку в Україні

Державне регулювання економіки – це система заходів законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру по стабілізації та пристосуванню економіки до умов, що змінюються [58]. Держава здійснює свої регулюючі функції застосовуючи різноманітні методи і форми впливу на економіку. В економічній літературі виокремлюють два загальноприйняті методи державного регулювання: економічний і адміністративний.

Адміністративні методи державного регулювання економіки характеризуються прямими державними контролюючими функціями стосовно монополізованого ринку. До зазначених методів залічують: директивне планування виробництва, витрат і цін; прямий контроль за якістю і властивостями товарів і послуг. Адміністративне регулювання необхідне при розробці та впровадженні жорстких стандартів, які гарантують населенню життя за умов економічної безпеки, при встановленні гарантованого мінімуму заробітної плати і допомоги по безробіттю, при підготовці нормативних актів, спрямованих на захист національних інтересів у системі господарських зв'язків.

Серед економічних методів виокремлюють бюджетно-податкову та грошово-кредитну політику. Перша спрямована на досягнення оптимального співвідношення між доходами і витратами держави. Під другою, грошово-кредитною політикою, розуміють діяльність Національного банку, спрямовану на зміну грошової маси в обігу, обсягу кредиту, рівня процентних ставок та інших показників, за допомогою яких держава здатна регулювати економічну кон'юнктуру.

Методи державного регулювання економіки висвітлено у працях І. Михасюка, А. Мельника, М. Крупки, З. Залози [115], С. Чистова і А. Никифорова, Т. Куценка [67] та інших авторів.

Наприклад, автори С. Чистов, А. Никифоров і Т.Ф. Куценко [67] вважають, що методи державного регулювання економіки – це способи впливу держави через законодавчі і виконавчі органи на сферу підприємництва, інфраструктуру

ринку, некомерційний сектор економіки з метою створення або забезпечення умов їхньої діяльності відповідно до національної економічної політики.

Вчені Н. Кузнецов, І. Назарчук виокремлюють дві базові моделі державного регулювання фондового ринку в економічно розвинених країнах. „Перша модель – регулювання фондового ринку зосереджується переважно в державних органах, і лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю та встановлення обов’язкових правил поведінки передається державою самоврядним організаціям професійних учасників ринку. Такий підхід, наприклад, застосовується у Франції. Друга модель – максимально можливий обсяг повноважень передається самоврядним організаціям. Значне місце в контролі займають не жорсткі нормативні приписи, а переговорний процес, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку, і при цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції. Яскравий приклад такої моделі – ринок цінних паперів Великобританії” [97, с.147].

У реальній практиці розвинутих зарубіжних країн рівень жорсткості та розвитку регулювання державою фондовим ринком коливається між цими двома моделями.

Основні форми державного регулювання ринку цінних паперів в Україні визначає Закон “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (додаток Е). Найголовнішим елементом зазначених форм є законодавче регулювання. Цей елемент утворює необхідний нормативно-правовий базис, в околі котрого учасники ринку, держава та її уповноважені органи реалізують свої права, обов’язки, повноваження та інтереси.

Перший варіант Закону „Про акціонерні товариства” з’явився 1996 р. З того часу було здійснено чимало спроб щодо його прийняття, та всі вони виявились невдалими. З 1 січня 2004 року набули чинності нові кодекси, а саме – Цивільний і Господарський, які містять нові норми щодо діяльності акціонерних товариств. Однак положення чинного Закону „Про господарські товариства” з ним не узгоджуються. З метою вирішення цієї проблеми потрібно вносити зміни до старого закону або приймати новий, що є привабливішим варіантом [143, с.10].

До активів законодавства, за допомогою яких здійснюється регулювання правовідносин на українському фондовому ринку, належать відповідні кодекси і закони України, укази Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, нормативні акти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, міністерств і відомств, які в межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством, здійснюють регулювання, контроль і підтримують правопорядок на фондовому ринку країни.

Цивільний кодекс України, кодекс про адміністративні правопорушення та Кримінальний кодекс України, закони України “Про власність”, “Про підприємство”, “Про цінні папери і фондову біржу”, “Про господарські товариства”, “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” регулюють відносини на фондовому ринку здебільшого через становлення правовідносин власності між фізичними та юридичними особами, видів і форм цивільно-правових договорів щодо власності, у тім числі щодо цінних паперів і застосування адміністративних санкцій у разі порушення законодавства.

Законодавче регулювання відносин і діяльності на фондовому ринку в Україні здійснюється спеціальними законами України.

Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” визначає види цінних паперів, встановлює порядок їхнього випуску та обігу на ринку, вимоги стосовно реєстрації емітентами випуску акцій і облігацій та інформації про їхній випуск у відповідному державному органі, порядок дозволу на посередницьку діяльність з цінними паперами; закріплює правовий статус і компетенцію фондової біржі.

В Законі України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [5] визначаються мета і форми державного регулювання фондового ринку, органи, що здійснюють державне регулювання, зокрема ДКЦПФР, її завдання, функції, повноваження, права, відповідальність і відносини з іншими державними органами регулювання й контролю на фондовому ринку. Цей закон визначає правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних

паперів і державного контролю за випуском та обігом цінних паперів та їхніх похідних, виділяє головні цілі державного регулювання ринку цінних паперів.

Закон України “Про господарські товариства” встановлює порядок створення, функціонування та діяльності закритих і відкритих акціонерних товариств, порядок скликання загальних зборів акціонерів, збільшення та зменшення статутного фонду, компетенції керівних органів товариства тощо.

Закон України “Про банки та банківську діяльність” встановлює порядок випуску, продажу, зберігання та управління банком цінними паперами.

Закон України “Про приватизаційні папери” визначає поняття і види приватизаційних цінних паперів, порядок їхнього випуску, розміщення, використання та погашення.

Закон України “Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” визначає правові основи обігу цінних паперів у депозитарній системі та правила електронного обігу.

Визначення напрямків розвитку фондового ринку сприяє вибору способу впливу держави на діяльність учасників фондового ринку. Механізм державного регулювання фондового ринку реалізується у результаті аналізу в залежності від засобів впливу, причому формами прямого впливу є дії держави щодо визначення стратегічних пріоритетів політики управління фондовим ринком та їх виконання за допомогою регулятивних дій, прямо пов'язаних з діяльністю учасників на фондовому ринку, а непрямий вплив є необхідним доповненням прямого і передбачає регулювання окремих аспектів чи використання різних видів діяльності учасників на фондовому ринку (корпоративне, податкове, кредитне регулювання, політика інвестора та емітента, монетарна політика, регулювання банківських та небанківських фінансових установ).

У ряді випадків (в залежності від умов розвитку економіки) при виборі форм державного регулювання діяльності учасників фондового ринку, держава використовує переважно непрямий вплив, як найбільш ефективний у порівнянні з прямим та позбавлений критики останнього зі сторони громадських інститутів.

Зазначимо, що в розвинутих країнах здійснюється процес постійного вдосконалення системи регулювання фондового ринку. Наприклад, в Німеччині він полягає в посиленні регулювальної ролі держави на ринку: формується система контролю за використанням учасниками ринку цінних паперів нерозкритої інформації, яка містить попереджувальні заходи; в чотирирівневій структурі “федерація – федеральні землі – біржі – комерційні банки” налагоджено взаємодію органів контролю на кожному рівні при чіткому розмежуванні функцій; системою контролю охоплено біржовий та позабіржовий сегменти ринку; об’єктами контролю є не лише юридичні, а й фізичні особи – інвестори. Така система підвищує ступінь відкритості ринків і довіри інвесторів до них [149, с.96].

В Японії Рада з цінних паперів та бірж, Рада з питань бухгалтерії підприємств, Рада з вивчення фінансової системи, Рада зі страхування і Рада з валютних та інших операцій за період з 1996 року до 2001 року розробили план комплексної реформи фінансової системи, яка передбачає як дієві заходи щодо дерегулювання, так і дії в напрямі забезпечення прозорості й надійності ринку. Реформу необхідно здійснювати на засадах свободи (вільний ринок, що працює за ринковими принципами), справедливості (прозорий і надійний ринок) та глобалізації (передовий ринок в аспекті інтернаціоналізації) [148].

З позиції користувачів заходи реформи необхідно спрямувати на: розширення можливостей вибору для інвесторів та позичальників шляхом стимулювання нових випусків цінних паперів, поширення інформації про існуючі ЦП тощо; підвищення зручності роботи на ринку шляхом розвитку та вдосконалення інформаційних систем, покращення елементів інфраструктури, гнучкішим реагуванням на потреби та побажання користувачів ринку; покращення якості послуг фінансових посередників і стимулювання конкуренції між ними; розробку надійних правил для забезпечення справедливості та прозорості на ринку; залучення користувачів до управління ринком шляхом закріплення ролі СРО; захист від недобросовісної конкуренції та використання інсайдерівської інформації.

Отож одним із найголовніших показників ступеня розвитку фондового ринку є форми та методи державного регулювання ним. У різних країнах вони дещо відрізняються за рівнем жорсткості, за соціальною етикою та правовою культурою суспільства.

Наприклад, в Росії з метою посилення ролі держави у захисті прав і законних інтересів та припинення правопорушень на фондовому ринку ФКЦП і МВС РФ об'єднали зусилля у боротьбі з правопорушеннями на фондовому ринку. Обидва відомства мають намір здійснювати оперативний обмін інформацією, надавати допомогу при аналізі необхідних даних, а також провадити спільні заходи, спрямовані на підтримку правопорядку і законності на фондовому ринку [174].

У США в грудні 2002 року прийняли закон Сарбейнса-Окслі, який сьогодні слугує одним з найважливіших законів, що регулює сферу корпоративного управління. Головним нововведенням у цьому законі є скасування іноземним емітентам пільг на подання звітності і на вимоги до аудиту. Згідно з законом Сарбейнса-Окслі, всі члени аудиторського комітету повинні бути незалежними і не мати власних інтересів у діяльності емітента. Зокрема, в законі зазначено, що сучасна система розкриття інформації є однією з найдосконаліших, проте є незначні проблеми, що стосуються змісту самої звітності [173].

Такі зміни спрямовані на вдосконалення розвитку світового фондового ринку загалом та фондового ринку кожної країни зокрема.

В Україні система державного регулювання фондового ринку, його форми та методи є ще далеко не найкращими порівняно зі світовими стандартами.

Ми пропонуємо, окрім перелічених форм, до державного регулювання фондового ринку України зачислити створення бази з етики фондового ринку та економічної культури, що передбачатиме формування фондового іміджу в країні. Враховуючи економічний розвиток нашої держави, сучасний стан фондового ринку та інших ринків України, і передусім враховуючи загальнонаціональні інтереси, традиції та звичаї населення, зрештою отримаємо довіру пересічного громадянина до фондового ринку. Це сприятиме збільшенню інвестицій у цінні папери, а, отже, і розвитку фондового ринку.

2.3. Оптимізація доходів учасників фондового ринку

Фондовий ринок – це сукупність продавців і покупців, які, отримуючи інформацію, намагаються передбачити зміни ринкової кон'юнктури і прийняти вірне рішення щодо купівлі чи продажу акцій та інших цінних паперів з метою отримати дохід [156]. Видами доходу за будь-яким фінансовим активом є дохід від володіння та дохід від перепродажу фінансового активу на вторинному ринку.

У світовій практиці фігурує три моделі фондового ринку. Перша – „універсальне банківництво” – система, розвинута в Німеччині, Нідерландах, Швейцарії: послуги, пов'язані з цінними паперами, забезпечуються комерційними банками на одній правовій основі. Друга – „Британська універсальна банківська система”: цінні папери розміщуються через Британський універсальний банк, котрий забезпечує по них гарантії. Третя – властива Японії та США: розмежування сфери обігу цінних паперів та банківських послуг.

Для України сьогодні вкрай важливою є роль банківської системи як регулятора процесів на фондовому ринку [179]. Залежно від моделі організації фондового ринку роль банків на цьому ринку різна.

Дж. М. Кейнс [82, с.198] визначав дохід двома методами: по-перше, як суму заощаджень та споживання; по-друге, як суму видатків на споживчі товари та інвестиції. Тобто:

$$X = Y + C;$$

$$X = Y + I,$$

де X – дохід, Y – споживання, C – заощадження, I – інвестиції.

Звідси легко бачити, що заощадження можуть дорівнювати інвестиціям, тобто:

$$C = I.$$

У сучасній економіці, враховуючи державні податки, державні видатки, експорт та імпорт, кейнсіанська модель дещо ускладнилась і набула вигляду:

$$I = C + (L - Q) - (R - V),$$

де L – податки; Q – державні видатки; R – експорт; V – імпорт.

Сьогодні економісти визначають дохід від операцій з цінними паперами як суму окремих i -складових значень доходу від використання прав на цінні папери та угоди з цінними паперами [89, с.63]. Тобто:

$$X = \sum X_i.$$

У своїх працях Ю. Кравченко [94] дохідність від цінних паперів розраховує як відношення різниці між станом інвестора в кінцевому періоді і станом початкового періоду до стану інвестора на кінець періоду. Вчений, враховуючи умови фондового ринку і визначення дохідності від цінних паперів, пропонує формулу:

$$X = \frac{D_{iv} + (P_1 - P_2)}{P_1} \cdot 100\%,$$

де X – дохідність від цінних паперів;

D_{iv} – отримані в даний період дивіденди;

P_1 – ціна цінних паперів на початок періоду;

P_2 – ціна цінних паперів наприкінці періоду.

Доходи від цінних паперів залежать від їхнього виду, особливостей випуску, попиту та пропозиції. Оскільки сьогодні на фондовому ринку України в обігу, здебільшого, перебувають акції підприємств, корпоративні облігації та облігації внутрішнього займу [150], ми акцентуватимемо увагу саме на зазначених цінних паперах.

Автор М. Лапішко [100] зазначає, що власник акції отримує дохід від: дивідендів, підвищення ринкової ціни акції, збільшення кількості акцій унаслідок їхнього подібнення.

Автор О. Сохацька [156, с.25] визначає дохід на акцію як співвідношення дивіденду до ринкової вартості (курсу) акції. Тобто:

$$X_a = \frac{D}{P_a} \cdot 100,$$

X_a – дохід на акцію; D – дивіденди; P_a – ціна (курс) акції.

Щодо фондового ринку можна виокремити такі головні методи та моделі розрахунку і оцінки дохідності цінних паперів (додаток 3): дивідендний метод, метод дійсної вартості, метод МОКА, модель Марковіца, модель Блека, модель Тобіна, модель Шарпа, модель Квазі-Шарп.

За першим методом, дохід на акцію розраховують як співвідношення всієї маси чистого прибутку з кількістю акцій, або як співвідношення дивіденду до ринкової ціни (курсу) акції. Тобто [180, с. 207]:

$$X_a = \frac{D_0(1+g)}{P_a + g},$$

де g – коефіцієнт зростання.

Метод дивідендної дохідності акцій є одним з найкращих джерел доходу на світовому фондовому ринку. На рис.2.3 проілюстровано, що 1990-1999 рр. стали періодом стрімкого падіння дивідендної дохідності акцій, а саме – акцій на Лондонській біржі та на біржі в Торонто (лише дані з Японії дещо вирізняються). Проте вже з 2000 р. дивідендна дохідність акцій, що котируються на провідних біржах світу, почала зростати.

Недолік цього методу полягає в тому, що дивідендні виплати передбачити наперед можна лише з наближеною точністю.

За методом „дійсної вартості” дохід на акцію можна визначити за допомогою формули:

$$X_a = \frac{P_a}{P/E},$$

де P/E –співвідношення ринкової ціни акції до величини прибутку корпорації, що припадає на одну акцію, його ще називають *price-earning ratio*.

Недолік цього методу: ризики в діяльності компанії не знаходять конкретного числового відображення, а є складовою показника P/E . Цей показник може суттєво змінюватись відповідно до макроекономічної ситуації та інших чинників, що не залежать від діяльності компанії. Наприклад, у США в періоди

піднесення показник P/E сягає 20, в періоди спаду зменшується до 10 [180, с. 208].

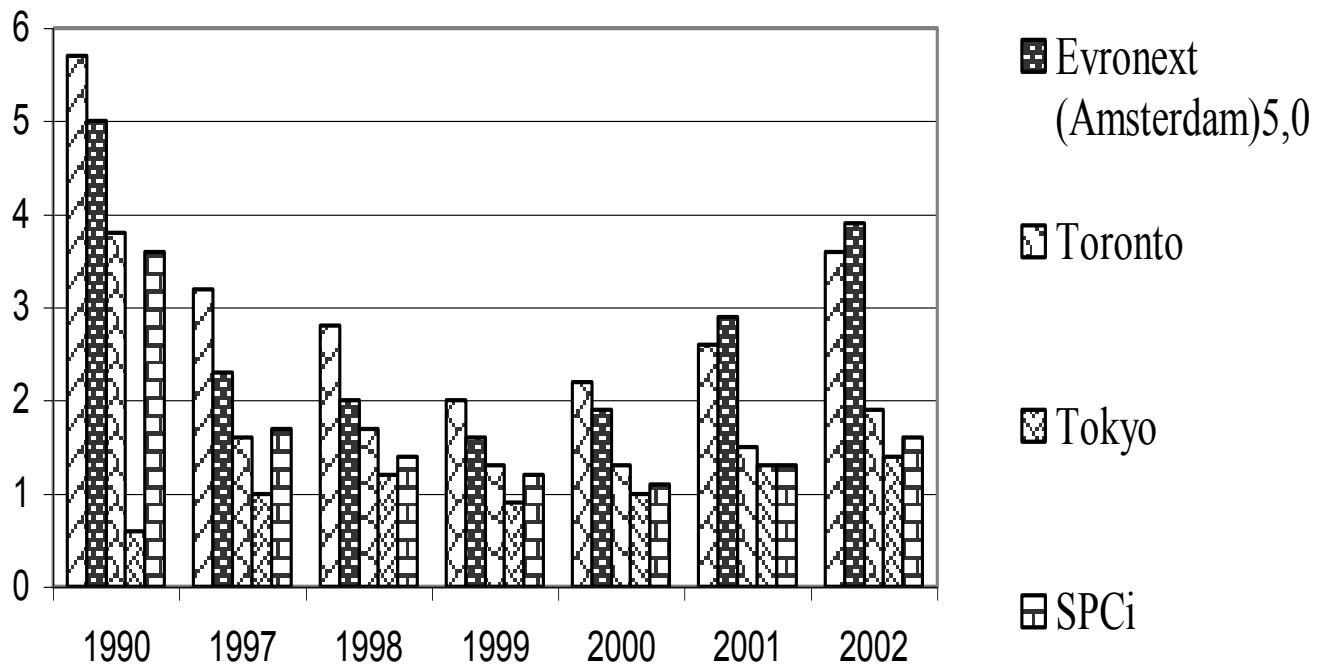


Рис. 2.3. Дивідендна дохідність акцій, що котируються на біржах світу (діаграму складено за даними World Federation of Exchanges Annual Reports за відповідні роки та Statistical Abstract of The United States 2002):

SPCi – Standard and Poor's composite index (500 акцій)

Основою для багатьох моделей оптимізації доходів на фондовому ринку є модель оцінки капітальних активів (МОКА) – *capital asset pricing model (CAPM)*. Зазначена модель дає змогу оцінити очікуваний дохід (необхідну ставку доходу) за будь-яким фінансовим активом на основі систематичного ризику ринку цієї категорії активів та безризикової процентної ставки [43]. Модель розроблена нобелівським лауреатом У. Шарпом.

Припустимо, що інвестор купує акцію в момент t_0 за ціною P_0 ; у момент t_1 він отримує дивіденди D_1 і продає акцію за ціною P_1 . Тоді, враховуючи оцінки фінансових активів [180, с.237]:

$$P_0 = \frac{P_1 + D_1}{1 + X_A},$$

звідки очікувана дохідність акції Y_A дорівнює:

$$X_A = \frac{P_1 + D_1 - P_0}{P_0} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D_1}{P_0} = X_K + X_D.$$

Перша складова X_K відображає капітальний дохід за акцією від зростання її ринкової ціни, друга X_D - дивідендний дохід.

Згідно з моделлю (CAPM), дохідність цінних паперів залежить від безризикової ставки дохідності, портфельного ризику та коефіцієнта β , котрий інтерпретується як коваріаційна величина між дохідністю зазначених цінних паперів і дохідністю безризикового активу. Тобто [178]:

$$\gamma_i = \gamma_0 + \beta(\gamma_m - \gamma_0),$$

де γ_i – дохідність від i -го цінного паперу,

γ_0 – дохідність безризикового активу.

Якщо б коефіцієнт β не залежав від періоду часу, то чутливість цінних паперів до змін на фондовому ринку обчислювалась би методом співставлення попередніх даних щодо відношення дохідності цінних паперів і дохідності ринку. Якщо $\beta > 1$, то рівень доходів від акцій перевищує рівень доходів по ринку загалом. Якщо $0 < \beta < 1$, то зміна котирування акцій збігається зі зміною котирування ринку. Зрозуміло, що ринок представляє собою портфель всіх акцій. Наприклад, нехай для підприємства C значення $\beta = 1,11$. Якщо загальноринкова дохідність зросте на 1%, то ціни на акції нашого підприємства зростуть на 1,11%, а зі зниженням активності діяльності та управління на ринку на 2%, ціни на акції зменшаться на 2,22%. Тобто крива дохідності акцій певного емітента щодо кривої ринкової дохідності матиме нахил 1,11 [45, с. 65].

Метод МОКА дає змогу оцінити очікуваний дохід на основі систематичного ризику ринку цієї категорії активів та на основі безризикової процентної ставки. Згідно з МОКА, ризиковість окремих цінних паперів характеризує ризик, що залишається після диверсифікації. Його називають чистим ризиком. Він характеризується коефіцієнтом β . Коефіцієнт β демонструє, наскільки чутливий дохід з активу до змін ринкової дохідності [180].

Очікуваний дохід з активу, або ставку доходу визначають за формулою:

$$X = \beta \cdot X_P + \varepsilon_0,$$

де X_P – ринкова дохідність, ε_0 – несистематичний дохід, який не залежить від ринкової дохідності.

Якщо $\beta > 1$, то при зростанні ринкових процентних ставок на деяку величину дохідність акцій цієї корпорації значно зросте. При падінні ринкової дохідності дохідність акцій зменшиться ще стрімкіше.

Перевагою МОКА є глибоке дослідження та послідовне використання ризику і його впливу на очікувану дохідність акцій. Недоліком методу можна вважати одноперіодичність та значну кількість припущень щодо поведінки інвесторів.

Сукупність різних видів цінних паперів, яку придбав інвестор з метою отримання доходу, що відповідає певним вимогам щодо допустимих рівнів ризику та доходу, називають портфелем цінних паперів. Задача оптимізації доходів фондового портфеля викликає дискусії. Розглянемо постановку задачі.

Припустимо, що дохідність портфеля з N цінних паперів R_p та його ризикованість σ_p визначається функціями:

$$\begin{aligned} R_p &= R_p(W_i, \sigma_i, r_i, i=1..N), \\ \sigma_p &= \sigma_p(W_i, \sigma_i, r_i, i=1..N), \end{aligned} \quad (2.1)$$

де W_i — процентна частка цінних паперів портфеля;

σ_i — деяка характеристика ризику окремих цінних паперів, зазвичай, середнє квадратичне відхилення дохідності цінних паперів;

r_i — дохідність цінних паперів.

При розв'язуванні задачі необхідно врахувати такі обмеження: сума усіх акцій (у відсотках) становить 100%, тобто:

$$W_1 + W_2 + \dots + W_i + \dots + W_N = 100\%,$$

кількість акцій повинна бути невід'ємною:

$$W_i \geq 0. \quad (2.2)$$

Розв'язком задачі є певна структура портфеля, представлена набором значень W_1, W_2, \dots, W_N .

Ідеальний варіант оптимізації портфеля — отримати максимальний дохід при мінімальному ризику, тобто:

$$\begin{cases} R_p \rightarrow \max; \\ \sigma_p \rightarrow \min; \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{cases} \quad (2.3)$$

Однак така задача зазвичай не має однозначного розв'язку. Ймовірність ідеального варіанта є незначною, отож має переважно теоретичне значення [189, 190].

Надалі розглянемо два можливих варіанти:

Перший варіант — припускаємо, що ризик портфеля не повинен перевищувати заданого значення σ_{req} , а дохідність портфеля максимізуємо. Таку задачу надалі називатимемо *прямою задачею*:

$$\begin{cases} R_p \rightarrow \max; \\ \sigma_p \leq \sigma_{req}; \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{cases} \quad (2.4)$$

Другий варіант — задається певна мінімально допустима величина дохідності. В цьому випадку задача оптимізації зводиться до вибору такої структури портфеля, прибуток якого вищий або ж дорівнює заданому значенню, а ризик мінімальний:

$$\begin{cases} R_p \geq R_{req}; \\ \sigma_p \rightarrow \min; \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{cases} \quad (2.5)$$

Таким чином із вихідної задачі отримуємо дві задачі, які можна реально розв'язати. Розв'язавши пряму та обернену задачі з оптимізації портфеля з N цінних паперів, інвестор отримує дані — скільки та які цінні папери необхідно придбати, щоб сформувати портфель, який має достатньо високу дохідність при

допустимому ризику. Ніхто не може гарантувати, що розв'язки цих задач не збігатимуться. Однак на практиці таке співпадання малоімовірне, його можна розглядати як ідеальний варіант – адже у цьому випадку отримано єдиний розв'язок, яким можна скористатись. У протилежному випадку знову постає дилема, який із двох варіантів обрати. Обачніший підхід закликає вибрати розв'язок із меншим ризиком, однак другий розв'язок передбачає більший прибуток.

У рамках єдиної задачі (2.3)–(2.5) розвинуто різні підходи до її розв'язання, адже для пошуку розв'язку необхідно обрати конкретний вигляд функцій R_p та σ_p . Залежно від вибору цих функцій виокремлюють моделі, серед яких найпоширенішими сьогодні є моделі Марковіца та Шарпа.

У моделі Марковіца [150] дохідність портфеля (функція R_p) визначають через дохідність паперів, що його формують з урахуванням їхньої частки у портфелі, а ризик портфеля (функція σ_p) визначають через ризики цінних паперів з урахуванням кореляції їхньої дохідності, тобто фактично увагу звертають лише на взаємозв'язок між дохідністю паперів, які оберуть до портфеля.

У моделі Шарпа [178] дохідність портфеля визначають через дохідність паперів, яку відраховують стосовно певної дохідності ринку загалом. Причому розглядають певні загальні характеристики ринку, котрі вибирають, за змогою, із незалежних джерел. Ризик портфеля цінних паперів за моделлю Шарпа розкладають на дві компоненти: β -ризик та залишковий ризик. Модель Шарпа ефективно працює для відносно стабільних і розвинених фондових ринків.

Для фондового ринку, що розвивається, на основі моделі Шарпа розроблено модель Квазі-Шарп і продемонстровано її ефективність [150]. Зазначену модель застосовують, зазвичай, для незначної кількості цінних паперів. З її допомогою можна підтримувати оптимальну структуру вже існуючого портфеля на рівні локального ринку.

Модель Блека аналогічна моделі Марковіца, проте, на відміну від останньої, в ній відсутня умова (2.2) невід'ємності компонент портфеля. Це означає, що

інвестор може робити короткі продажі, тобто продавати активи, надані йому як позика. У цьому випадку інвестор розраховує на зниження курсу цінних паперів і планує повернути позику тими ж цінними паперами, але придбаними за дещо нижчим курсом. Ризикованість такого підходу очевидна. З іншого боку, внаслідок відсутності обмежень на частки активів у портфелі потенційний прибуток інвестора не обмежений максимальною прибутковістю одного з активів, що входять у портфель.

Однак, якщо на ринку присутні безризикові активи, то отримуємо так звану модель Тобіна. На відміну від моделей Марковіца і Блека, що пов'язані з вибором класу допустимих портфелів, модель Тобіна більше стосується структури ринку, ніж структури допустимих портфелів. У цій моделі передбачено існування безризикового активу, прибутковість якого не залежить від стану ринку і завжди має стале значення. Оскільки невизначеність кінцевої вартості безризикового активу відсутня, то стандартне відхилення для цього активу дорівнює нулю. Таким способом можна обрати портфель із нульовим ризиком, хоча очевидно, що дохідність такого портфеля може бути низькою.

Отже, завдання вибору оптимального портфеля цінних паперів полягає у максимізації дохідності та мінімізації ризиків. Однак зауважимо, що дослідження доводиться здійснювати в умовах неповної поінформованості щодо чинників, які впливають на об'єкт вивчення. Розглянемо для прикладу щойно випущені акції деякої умовної компанії. Вже у момент виходу на ринок у них закладено певну прибутковість і ризик, та оцінити ці величини складно, а обчислити їхнє точне значення взагалі неможливо – вони залежать від безлічі чинників: перспектив цієї компанії за теперішніх умов ринку; політики управління компанії; дій компаній-конкурентів; глобальних і місцевих тенденцій економічного ринку тощо. Деякі з цих факторів можна детально оцінити, якщо виконати відповідне дослідження. Інші піддаються лише наближеній оцінці, треті взагалі можна оцінити лише у термінах теорії ймовірності [207] чи теорії нечітких множин [150]. Проте, якщо спостерігати за поведінкою окремого виду цінних паперів тривалий час, то можна із часткою впевненості оцінити його характеристики та зробити певні

припущення і прогнози стосовно його майбутньої поведінки. З цією метою використовують статистичні методи моделювання.

Вважаються, що кожен цінний папір характеризується певною дохідністю та ризиком. Дохідність цінних паперів складається з курсової різниці, купонних платежів, дивідендів тощо. Припустимо, що єдина інформація про цінні папери – їхня вартість за курсом на біржі у певний момент. Відразу ж після появи цінних паперів на ринку нічого не можна сказати про їхній ризик, важко передбачити зростання чи зменшення їхньої вартості, що може бути суттєвим складником майбутньої дохідності. Якщо ж відомі дані про зміну вартості протягом певного періоду часу, то можна певною мірою оцінити ризик (та прибутковість) вибраного виду цінних паперів.

Для оцінювання ризику використовують різні методи та припущення. Оцінку ризиків базують на даних про зміну реальної прибутковості цінних паперів протягом певного періоду, а розраховані значення використовують при обчисленні майбутньої дохідності. Так у моделях Марковіца та Шарпа за ризик цінних паперів обирають середнє квадратичне відхилення дохідності, причому у першій з них дохідність пакету визначають як математичне очікування дохідності окремих складових портфеля, а у другій враховують також деяку безризикову ставку дохідності та додаткові припущення щодо взаємозв'язків ризиків. У будь-якому випадку, перед тим, як висловлювати припущення про взаємозв'язок дохідності та ризику портфеля цінних паперів із дохідністю та ризиками окремих цінних паперів, що його формують, необхідно на підставі статистичних даних, експертних оцінок, емпіричних розрахунків, теоретичних припущень тощо обчислити прибутковість та ризик окремих паперів.

Зупинимось детальніше на методиці підрахунку дохідності та ризику цінного паперу. Нехай $r_{i1}, r_{i2}, \dots, r_{iT}$ – минулі спостереження дохідності i -го цінного паперу. При застосуванні моделі Марковіца зазвичай за дохідність приймають її середнє значення протягом періоду спостереження:

$$r_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{it}, \quad (2.6)$$

а для визначення ризику застосовують формулу

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_{it} - r_i)^2}. \quad (2.7)$$

Зрозумілим є те, що надійність і точність результату, обчисленого із застосування формули (2.6), зростає зі збільшенням кількості спостережень T . Однак виникає інша небезпека: при використанні даних за надто великий проміжок часу середній результат не віддзеркалює актуальний стан цінних паперів. Припустимо, що прибутковість i -го цінного паперу, що протягом кількох десятків спостережень залишалась на одному рівні, згодом зросла, скажімо, вдвічі і продовжує стабільно утримуватись на новому рівні. Результат, обчислений за формулою (2.6), тривалий час даватиме явно застарілий результат, не відображаючи актуальних тенденцій. Це передусім стосується спостережень за тривалий період, і меншою мірою випадку, коли даних багато унаслідок високої частоти їхнього оновлення. Зазначимо, що в останньому випадку операція осереднення (2.6) дає змогу обрати серед випадкових флуктуацій реальне значення.

Аналогічні міркування стосуються й обчислення ризику за допомогою (2.7). Як бачимо ця формула є симетричною щодо часу. Розглянемо такий приклад: нехай протягом T періодів цінні папери номер i демонструють рівномірне і поступове зростання від рівня r_{i1} до рівня r_{iT} , а дохідність цінних паперів номер j аналогічно падає від $r_{j1} = r_{iT}$ до $r_{jT} = r_{i1}$. У такій ситуації перевага i -х паперів над j -ми є очевидною, проте на основі (2.6), (2.7) отримуємо:

$$r_i = r_j, \quad \sigma_i = \sigma_j.$$

Щоб уникнути такої ситуації, можна відмовитись від “застарілих” даних шляхом, скажімо, вибору певного проміжку часу, по завершенні якого дані про дохідність вилучаються із розгляду. Тоді у попередньому прикладі, вилучивши найвіддаленіші в часі дані, отримаємо:

$$r_i \neq r_j, \quad \sigma_i = \sigma_j.$$

Недоліки такого підходу очевидні: нечіткість критерію відбору, можливість банальної недостатності даних за останній час, можливість зростання похибки у випадку, якщо і віддалені у часі показники необхідні для виявлення загальної тенденції. Отож цілком відмовлятися від розгляду якихось даних недоцільно. Перспективнішим видається підхід, коли при застосуванні даних звертають увагу на їхню актуальність. З цією метою достатньо ввести певний ваговий коефіцієнт, максимальний для останніх відомостей і мінімальний для достатньо віддалених у часі. За таких умов модель “забуватиме” дані у випадку їхньої надлишкової кількості та акцентуватиме увагу на актуальних показниках. Спосіб введення такого коефіцієнта не є однозначним.

Розглянемо спершу найпростішу – лінійну модель. При обчисленні дохідності цінних паперів модифікуємо формулу (2.6) до вигляду:

$$r_i = \frac{r_{i1} + 2r_{i2} + 3r_{i3} + \dots + Tr_{iT}}{1 + 2 + 3 + \dots + T} = \frac{2}{T(T+1)} \sum_{t=1}^T t \times r_{it}. \quad (2.8)$$

Покажемо на прикладі, які зміни у дохідності даватиме формула (2.8). Розглянемо випадки, коли прибутковість монотонно зростає (спадає) або ж випадково змінюється. Для чотирьох наборів даних обчислено r_i за формулою (2.6) та (2.8) і приведено в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1

Дохідність акцій, розрахована на основі формул (2.6) та (2.8)

№	r_{i1}	r_{i2}	r_{i3}	r_{i4}	r_{i5}	r_i за (2.14)	r_i за (2.16)
I	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	3,00%	3,67%
II	1,00%	1,65%	2,72%	4,48%	7,39%	3,45%	4,49%
III	0,00%	2,00%	1,00%	0,00%	-1,00%	0,40%	0,13%
IV	3,00%	0,00%	4,00%	2,00%	2,00%	2,20%	2,20%

Запропонована формула не є оптимальною з погляду логіки описуваного процесу. Зрозуміло, що вплив хронологічно перших показників повинен прямувати до нуля зі зростанням їхньої кількості до безмежності. Проте лінійна функція такою властивістю не володіє. У цьому випадку доцільніше використати, скажімо, показникову функцію і переписати співвідношення (2.8) у вигляді:

$$r_i = \frac{r_{i1} \exp(0) + r_{i2} \exp(1) + \dots + r_{iT} \exp(T-1)}{\exp(0) + \exp(1) + \dots + \exp(T-1)} = \frac{\sum_{t=1}^T r_{it} \times \exp(t-1)}{\sum_{t=1}^T \exp(t-1)}, \quad (2.9)$$

тим паче, що експоненціальну залежність у природознавстві історично прийнято застосовувати до опису процесів, що згасають з часом. Проте останнє співвідношення дещо поступатиметься формулі (2.8) з погляду простоти обчислень, хоча теоретичне значення (2.9) безсумнівне. Зазначимо, що ці співвідношення можна узагальнити:

$$r_i = \frac{\sum_{t=1}^T r_{it} \times g(t-1)}{\sum_{t=1}^T g(t-1)}, \quad (2.10)$$

або пронормувавши $g(t)$ по проміжку $[0; T-1]$ і ввівши у розгляд

$$f(t) = \frac{g(t-1)}{\sum_{t=1}^T g(t-1)},$$

отримуємо представлення

$$r_i = \sum_{t=1}^T r_{it} \times f(t).$$

Тут $g(t)$ – будь-яка монотонно зростаюча на проміжку $[0; T-1]$ функція, а $f(t)$, крім монотонності, повинна задовольняти умову:

$$\sum_{t=1}^T f(t) = 1.$$

Повернемося тепер до обчислення ризиків за допомогою формули (2.7). Ці ризики доцільно обчислювати на підставі оцінки зміни прибутковості даного цінного паперу – якщо прибутковість цінного паперу стабільно зростає, то його ризик мінімальний; якщо ж відбуваються різкі коливання дохідності – можна говорити про значний ризик. Зазвичай, за характеристику ризику даного цінного паперу беруть середнє квадратичне відхилення дохідності цінних паперів. У

такому випадку маємо парадоксальну ситуацію: оскільки середнє квадратичне відхилення випадкової величини є додатним і мінімальним (дорівнює нулю) для сталої величини, то мінімальний ризик є властивим для цінних паперів, дохідність яких не змінюється, а не цінних паперів, дохідність яких постійно зростає.

Очевидно, що ефективна характеристика ризику повинна враховувати не лише величину коливань прибутковості, але і їх знак, тому модифікація формули (2.7) до вигляду

$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{t=1}^T (r_{it} - r_i)^2 \times f(t)} \quad (2.11)$$

невиправдана.

Вираз під коренем у (2.11) матиме такий самий характер залежності від коливань прибутковості навколо середнього рівня, залежатиме від знаку коливань і враховуватиме актуальність спостережень, якщо:

- у формулу явно входить $(r_{it} - r_i)^k$, де k – непарне, або ж просто $\text{sgn}(r_{it} - r_i)$;
- сумарний степінь $(r_{it} - r_i)^k$ під коренем дорівнюватиме 2;
- у складі $f(t)$ є множник, що зменшується зі зростанням T (наприклад, вигляду $\exp(t - T)$).

Детальний вибір вигляду співвідношення для обчислення ризику цінних паперів варто також погодити із моделлю, що буде використана для аналізу портфеля загалом. Адже за моделлю Марковіца

$$\sigma = \sqrt{\sum (\bar{\sigma} - \sigma_i)^2},$$

де σ_i – дохідність i -го цінного папера, $\bar{\sigma}$ – середнє усіх σ_i , тоді як у моделі Шарпа використовують дещо інший підхід до ризиків. Отож питання оцінки ризиків окремих цінних паперів, що формуватимуть портфель, на цьому етапі дослідження розглядати недоцільно.

Визначимо вплив запропонованої методики підрахунку дохідності окремо взятого цінного паперу на розв'язок задач оптимізації. Зазначимо, що обчислені

на основі (2.8) значення дохідності можна використати у будь-якій моделі оптимізації фондового портфеля, що потребує актуальних значень дохідності цінних паперів. Як приклад оберемо модель Марковіца. Нагадаємо, що пряма задача має вигляд:

$$\begin{cases} R_p \rightarrow \max; \\ \sigma_p \leq \sigma_{kr}; \\ W_i \geq 0, \sum W_i = 1. \end{cases}$$

а обернена

$$\begin{cases} R_p \geq R_{kr}; \\ \sigma_p \rightarrow \min; \\ W_i \geq 0, \sum W_i = 1. \end{cases}$$

Вичерпний аналіз цих систем, очевидно, можна здійснити лише за умови вибору конкретного вигляду виразів R_p та σ_p як функцій шуканих величин W_i . Якщо ці функції лінійні, то отримуємо класичні (цілочисельні) задачі лінійного програмування з лінійними обмеженнями типу рівностей чи нерівностей. Ці задачі нескладно привести до стандартного чи канонічного вигляду та розв'язати стандартними методами [171]. У випадку нелінійності цих функцій доводиться застосовувати методи опуклого аналізу та нелінійної оптимізації. Вибір функцій визначається вибором моделі: Марковіца, Шарпа, Квазі-Шарпа тощо. Наприклад, із застосуванням моделі Марковіца, у прямій задачі оптимізується лінійна функція за фактично квадратичних обмежень, в оберненій – ситуація протилежна.

У рамках моделі Марковіца проведемо аналіз впливу вибору співвідношень (2.8), (2.9) замість (2.6) на основі даних про дохідність цінних паперів за останній період часу. Приведемо деякі проміжні розрахунки та розв'язок задачі. Причому результати, обчислені за (2.6), називатимемо *класичними*, а на основі запропонованих нами формул – модифікованими *лінійно* та *геометрично*. Вхідні дані, а також коефіцієнти коваріації вибраних даних, наведено у додатку Л. Зазначимо, що використано дані з 10-х облігацій за період 15 днів. Дохідність на

останній момент часу і ризику цінних паперів наведено у таблиці 2.2. Отриманий розв'язок та структуру оптимального портфеля наведено у таблиці 2.3.

Як бачимо, спостерігаються розбіжності у розрахованих дохідностях, а також дещо відрізняється сама структура оптимального пакету. Зазначимо, що розбіжність між результатами, обчисленими за класичною та модифікованими моделями, суттєво залежатиме від вхідних даних. Чим більше акцій розглядати, тим меншою є ймовірність розбіжності прогнозів, оскільки нерегулярності у поведінці однієї акції можуть бути компенсовані поведінкою інших акцій. Для протилежного граничного випадку – пакет із однієї акції – як приклад можна використати будь-який із рядків таблиці 2.1.

Таблиця 2.2

Розрахунок дохідності та ризику на основі (2.6)-(2.8)

ЦП	Дохідність			Ризик
	Класична	модиф. лінійна	Модиф. геометрична	
ЦП 1	13,98%	12,43%	11,68%	13,10%
ЦП 2	15,82%	15,24%	14,89%	1,77%
ЦП 3	12,04%	11,47%	10,36%	4,02%
ЦП 4	9,45%	9,93%	10,28%	3,29%
ЦП 5	18,06%	18,26%	18,35%	0,23%
ЦП 6	18,35%	18,53%	18,66%	0,11%
ЦП 7	22,27%	22,09%	21,56%	1,22%
ЦП 8	16,45%	16,60%	16,72%	0,08%
ЦП 9	16,39%	16,53%	16,65%	0,08%
ЦП 10	12,99%	13,13%	13,26%	0,07%

Окрім звичних характеристик – дохідності та ризику портфеля – у таблиці 2.3 приведено також дохідність на час обчислення (останній рядок таблиці). Ця характеристика засвідчує фактичну дохідність отриманого портфеля, тоді як просто дохідність – це певне теоретичне узагальнення на основі даних за увесь період спостереження і по завершенні спостережень, на момент придбання цінних

паперів їхня дохідність відрізнятиметься від наведених у другому стовпці таблиці 2.3. Якщо дохідність у розглянутих випадках може бути максимальною у будь-якій із розглянутих моделей, то дохідність на час обчислення фактично завжди буде вищою у неklasичних моделях.

Оскільки середня дохідність акції, обчислена за формулою (2.8), є чутливішою до останніх значень дохідності, то при підборі вхідних даних доцільно звертати на них особливу увагу. У статистичній практиці часто здійснюють попередній аналіз.

Таблиця 2.3

Структура оптимального портфеля

Назва цінних паперів	Класичний розв'язок		Модифікований розв'язок лін.		Модифікований розв'язок геом.	
	пряма задача	обернена задача	пряма задача	обернена задача	пряма задача	обернена задача
ЦП 1	0,16%	0,36%	0,29%	0,23%	0,08%	0,23%
ЦП 2	1,83%	2,40%	0,00%	1,51%	0,00%	1,48%
ЦП 3	0,00%	0,00%	0,00%	0,30%	0,00%	0,32%
ЦП 4	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
ЦП 5	17,80%	52,20%	12,73%	6,20%	0,00%	5,50%
ЦП 6	17,96%	31,31%	76,12%	66,01%	89,32%	61,63%
ЦП 7	11,85%	2,47%	10,87%	1,54%	10,60%	1,31%
ЦП 8	17,60%	0,13%	0,00%	4,94%	0,00%	13,26%
ЦП 9	17,53%	11,12%	0,00%	19,28%	0,00%	16,27%
ЦП 10	15,28%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Характеристики оптимального портфеля</i>						
Дохідність	17,21%	18,00%	18,86%	18,00%	18,96%	18,00%
Ризик	0,15%	0,12%	0,15%	0,07%	0,15%	0,07%
Дохідність на час обчислення	17,11%	18,26%	18,73%	18,22%	18,80%	18,12%

Якщо показник деякої величини різко відрізняється від значень за суміжні періоди та від середнього по вибірці, то до такого показника потрібно ставитись із обережністю, і на практиці такий показник часто виключають з розгляду як такий, що є випадковим відхиленням, похибкою чи помилкою та не відображає реальних

даних. Отож, застосовуючи (2.8) до даних, у яких можуть міститись похибки, варто враховувати цей аспект.

При розв'язуванні прямої задачі було вибрано граничний ризик у 0,15 %, а при розв'язуванні оберненої – граничну дохідність у 18 %. Моделювання у середовищі MSExcel із застосуванням надбудови Пошук розв'язку (Add-in Solver) дало змогу отримати розв'язки, наведені у таблиці 2.4. При формуванні портфеля можна вибрати один із існуючих розв'язків. У будь-якому випадку бачимо, що ЦП 3 і ЦП 4 не варті уваги. Малоперспективними видаються також ЦП 1 і ЦП 2.

Оскільки як цінні папери ми обрали корпоративні облігації, то для компонент портфеля спостерігається, здебільшого, дохідність у 10 – 20 %. Якщо як вхідні дані обрати акції підприємств, то рівень прибутковості та ризику може значно змінитись.

Зазначимо, що в 2004 році вартість угод, укладених з корпоративними облігаціями, як і в попередні роки, перевищила вартість угод, укладених з іншими цінними паперами в ПФТС і становила 4,34 млрд грн (212,85% рівня 2003 р. та 61,97% загального обсягу торгів ПФТС) [19].

При розв'язуванні прямої та оберненої задач оптимізації портфеля необхідно апріорно обирати один із параметрів – граничний (максимальний) допустимий ризик у випадку прямої задачі та граничну (мінімальну) допустиму дохідність у випадку оберненої задачі. Якщо одну з цих задач розв'язати для усіх можливих значень обмежень, то отримані розв'язки на площині в координатах (R, σ_{kr}) чи (R_{kr}, σ) утворять криву, яку називають межею ефективної області. На рис. 2.4 побудовано ці криві у випадку прямої задачі для розрахунку дохідності за класичною, лінійно модифікованою та геометрично модифікованою формулами. Як бачимо, ефективна множина є опуклою. При сильних обмеженнях на ризик ($\sigma_{kr} \leq 14\%$) задача розв'язку не має; при слабких обмеженнях ($\sigma_{kr} \geq 40\%$) розв'язок стає тривіальним – недиверсифікований портфель, сформований з єдиного паперу, що має максимальну дохідність.

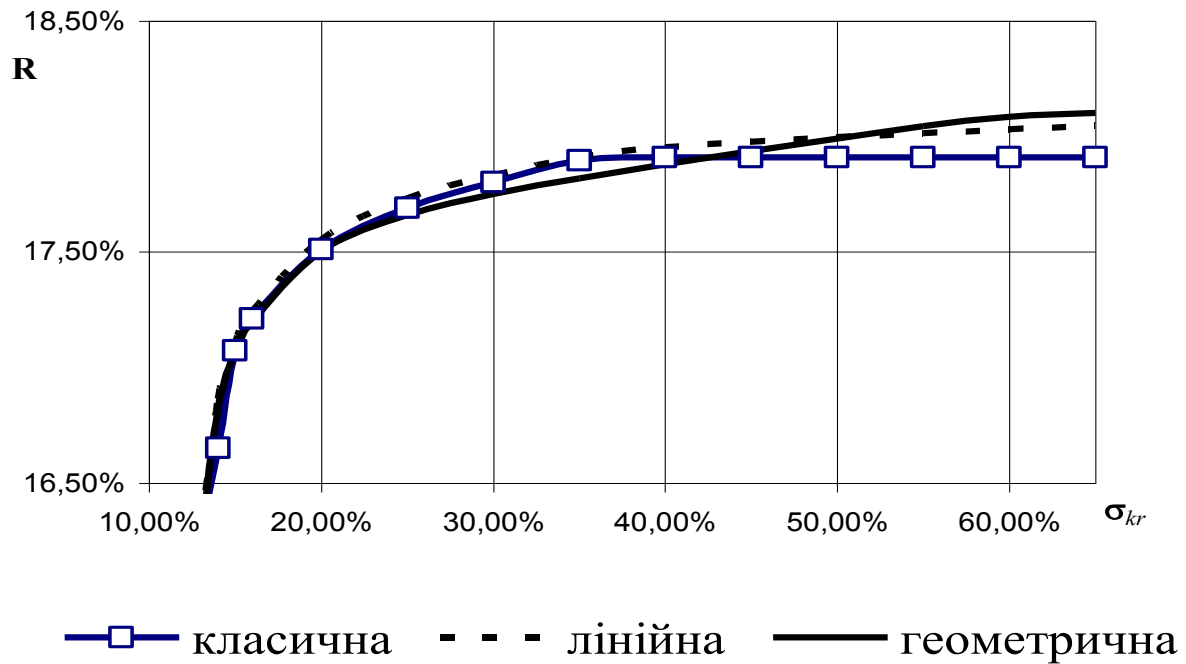


Рис. 2.4. Залежність дохідності оптимального портфеля від граничного ризику

Таким є класичний підхід до прийняття рішень на основі моделей типу Марковіца та Шарпа. Подібну проблему можна розглянути також з погляду теорії корисності. Перевагою такого підходу є уніфікованість підходів та універсальність опису.

Управління з погляду теорії корисності. У будь-який момент часу множина можливих рішень і дій інвестора є скінченною, хоча, зазвичай, досить великою. Чим більшими ресурсами володіє інвестор, тим ширшим є коло прийняття його рішень. Методи теорії комбінаторики дають змогу оцінити потужність цієї множини. Оскільки рішення приймаються стосовно множини наявних на фондового ринку, то кожне таке рішення можна представити певним вектором, вимірність якого збігається з кількістю наявних паперів.

Нехай у момент часу t на ринку перебуває N цінних паперів. Кількість одиниць (акцій, облігацій тощо) i -го цінного паперу позначимо X_i , його ціну P_i , дохідність по даному ЦП R_i , його ризик σ_i . Тоді поведінка інвестора протягом періоду часу $0 < t < T$ може бути поданою за допомогою векторної функції $\mathbf{x}(t) = (x_1(t), x_2(t), \dots, x_N(t))$. У фіксований момент часу інвестор повинен

здійснити вибір серед усіх можливих кроків. Називатимемо такі кроки стратегіями та позначатимемо їх $x(t), y(t), \dots$, а множину стратегій позначимо X . Не усі стратегії є рівноцінними для інвестора. Якщо стратегія $x(t)$ є дещо виправданішою порівняно зі стратегією $y(t)$, то можна сказати, що вони перебувають у відношенні переваги $x(t) \succ y(t)$. Символи \succ та \prec використовують для завдання часткового порядку поряд із символами \geq та \leq , що задають відношення лінійного порядку. Відношення порядку повинно бути визначеним для будь-яких стратегій $x(t)$ і $y(t)$, тобто або $x(t) \geq y(t)$, або $y(t) \geq x(t)$, і володіти властивостями:

рефлексивністю – для будь-якої стратегії $x(t)$ виконується $x(t) \geq x(t)$;

антисиметричністю – для будь-яких стратегій $x(t)$ і $y(t)$ при $x(t) \geq y(t)$ і $y(t) \geq x(t)$ слідує, що стратегії $x(t)$ і $y(t)$ збігаються $x(t) = y(t)$;

транзитивністю – для будь-яких стратегій $x(t)$, $y(t)$ і $z(t)$ із того, що $x(t) \geq y(t)$ і $y(t) \geq z(t)$ слідує, що $x(t) \geq z(t)$.

Для множини стратегій очевидним є те, що можуть існувати різні стратегії, жодна з яких не має суттєвої переваги над іншою. Отож на цій множині задано відношення часткового порядку. Ситуація, коли $x(t) \succ y(t)$ і $y(t) \succ x(t)$ допускається; у такому випадку ці стратегії є рівноцінними з погляду інвестора і називатимемо їх еквівалентними.

Для кількісної оцінки та порівняння стратегій використовують *функцію корисності* $u(x)$, що володіє такими властивостями:

$u(x)$ – дійснозначна функція, $u(x) : X \rightarrow \mathbf{R}$;

для еквівалентних стратегій $x(t)$ та $y(t)$ виконується $u(x) = u(y)$. І навпаки, якщо $u(x) = u(y)$, то ці стратегії еквівалентні;

$x(t) \succ y(t)$ тоді і тільки тоді, коли $u(x) \geq u(y)$.

Така функція дає змогу задати на множині X відношення часткового порядку. Зазначимо, що: по-перше, проблема побудови функції корисності є нетривіальною; по-друге, кожен інвестор будуватиме свою власну функцію

корисності. У математичній економіці на функцію корисності накладають умови монотонності, опуклості та двічі диференційованості. Диференційованість цієї функції використовується у задачах оптимізації.

Множина \mathbf{X} є підмножиною лінійного простору \mathbf{R}^N . Для того, щоб описати операції додавання стратегій та множення на число, визначимо, як саме елемент із \mathbf{X} описує поведінку інвестора.

Нехай $\mathbf{x}(t) = (x_1(t), x_2(t), \dots, x_N(t)) \in \mathbf{X}$. Ця стратегія описує, що у момент часу t інвестор купуватиме цінні папери першого виду на суму $x_1(t)$, другого виду – на суму $x_2(t)$, j -го виду – на суму $x_j(t)$. Якщо $x_j(t) = 0$, то інвестор не проводитиме операцій із цінними паперами j -го виду. Якщо $x_j(t) < 0$, то інвестор продасть наявні у нього цінні папери j -го виду на суму $-x_j(t)$.

Сума елементів простору $\mathbf{x}(t) + \mathbf{y}(t)$ визначається як стратегія, що полягає у купівлі (продажу) інвестором цінних паперів j -го виду на суму $x_j(t) + y_j(t)$. Множення стратегії $\mathbf{x}(t)$ на число k означає стратегію, що полягає у k -кратному виконанні стратегії $\mathbf{x}(t)$, причому k може бути як натуральним, так і дробовим, а також від'ємним. Нейтральним елементом щодо додавання є стратегія $(0, 0, \dots, 0)$: за цієї стратегії інвестор не здійснює жодних дій.

Отож множину усіх стратегій можна трактувати як лінійний простір, а \mathbf{X} є її підмножиною. Покажемо обмеженість \mathbf{X} щодо звичайної норми в \mathbf{R}^N

$$\|\mathbf{x}(t)\| = \sqrt{x_1^2(t) + x_2^2(t) + \dots + x_N^2(t)}.$$

Фінансові ресурси інвестора обмежені зверху величиною його капіталу K , отож

$$x_1(t) + x_2(t) + \dots + x_N(t) \leq K.$$

Це обмеження пов'язане із самим інвестором; існують ще обмеження ринку. Припустимо, що частина $x_j(t)$ є від'ємною. Нехай кількість цінних паперів j -го виду, що були випущені на ринок, становить w_j у грошовому еквіваленті. Тоді в

інвестора, якого розглядаємо, не може бути паперів j -го виду більше, ніж w_j .

Отже, маємо природне обмеження:

$$|x_j(t)| \leq w_j, \quad j = 1, 2, \dots, N.$$

Як наслідок:

$$\|\mathbf{x}(t)\| = \sqrt{x_1^2(t) + x_2^2(t) + \dots + x_N^2(t)} \leq \sqrt{w_1^2 + w_2^2 + \dots + w_N^2},$$

отож усі стратегії повинні задовольняти записане обмеження. Якщо подібних обмежень не існує, то функція корисності $u(\mathbf{x})$ може досягнути як завгодно великих значень. Реально максимальне значення корисності обмежене якщо не ресурсами інвестора, то пропозицією ринку.

Зафіксуємо певне значення функції корисності u_c і розглянемо множину стратегій $\mathbf{X}_c = \{\mathbf{x}(t) | u(\mathbf{x}) = u_c\}$. У термінах функції корисності множина \mathbf{X}_c є поверхнею рівня й усі точки-стратегії цієї поверхні для інвестора рівноцінні. У кожній із точок \mathbf{X}_c напрям найшвидшого зростання збігатиметься із напрямом зовнішньої нормалі до поверхні, або ж напрямом градієнта

$$\text{grad}u(\mathbf{x}) = \left(\frac{\partial u}{\partial x_1}, \frac{\partial u}{\partial x_2}, \dots, \frac{\partial u}{\partial x_N} \right).$$

Приріст функції корисності становитиме

$$du = \frac{\partial u}{\partial x_1} dx_1 + \frac{\partial u}{\partial x_2} dx_2 + \dots + \frac{\partial u}{\partial x_N} dx_N,$$

де dx_j – приріст кількості цінних паперів j -го виду.

Щоб досягти оптимального ефекту, необхідно купувати папери, для яких $\frac{\partial u}{\partial x_i}$

максимальне, та продавати папери, для яких $\frac{\partial u}{\partial x_i}$ менше нуля. Якщо інвестор уже

здійснив свої інвестиції у портфель певного складу, то, зі зміною ситуації на ринку, він може змінювати структуру портфеля, максимізуючи $u(\mathbf{x})$.

Оптимальний портфель можна визначити із системи рівнянь:

$$\text{grad}u(\mathbf{x}) = 0, \text{ або } \frac{\partial u}{\partial x_1} = 0, \frac{\partial u}{\partial x_2} = 0, \dots, \frac{\partial u}{\partial x_N} = 0,$$

якщо така задача має розв'язок. Очевидно, що у цьому випадку повинні виконуватись також умови (2.12), (2.13).

Однак значною проблемою є питання вибору функції $u(\mathbf{x})$. Широкий клас функцій корисності становлять функції у розділеному вигляді [194]:

$$u(\mathbf{x}) = \sum_{i=1}^k v_i u_i(x_i(t)),$$

де u_i є деякі функції корисності, v_i є невід'ємні вагові коефіцієнти.

Розглянутим вище моделям оптимізації портфеля можна поставити у відповідність функції корисності, визначені через такі величини, як очікувана дохідність та ризик портфеля, наприклад, у вигляді

$$u(\mathbf{x}) = R(\mathbf{x}) - k \sigma(\mathbf{x})^2,$$

де коефіцієнт k відображає ступінь ризиковості інвестора: чим ближчим до нуля є k , тим менше інвестора турбують ймовірні ризики і тим більше він зорієнтований на максимізацію прибутків.

Графіки на рис. 2.3. можна отримати, як залежність від параметра k розв'язку задачі

$$u(\mathbf{x}) \xrightarrow{\mathbf{x}} \max.$$

Для залучення інвесторів через механізм фондового ринку і поліпшення інвестиційного клімату потрібні інвестиційні пропозиції, що відповідатимуть реальним вимогам професійних інвесторів. Вирішення визначеної проблеми полягає в тому, щоб встановити контроль реальних власників капіталу за менеджментом акціонерних компаній, тобто орієнтувати капітал на максимізацію прибутку (за короткий проміжок часу майбутнього періоду) та загальну вартість фірми (у довготерміновому періоді). Створення раціональної системи корпоративного управління, поліпшення умов інвестиційної діяльності закладе підвалини ефективного фондового ринку [63].

Отже розглянуто кілька моделей, котрі можна застосовувати до дослідження фондового ринку. Зазначимо, що жодна із перелічених моделей не описує фондовий ринок загалом, не враховує цілковито принципів і методів його регулювання, впливу держави на його розвиток та можливі вдосконалення в умовах глобалізації економіки. Проте, розглядаючи предмет дослідження як систему взаємозв'язаних елементів, бачимо, що до вивчення принципів його функціонування можна застосовувати методи аналізу та синтезу. У першому випадку приймають формальне визначення цієї структури та основ її діяльності на базі підходу, викладеного у першому розділі, застосовують директивні методи його формування та регулювання. Переваги та недоліки такого підходу окреслено вище. У другому випадку фондовий ринок розглядають як систему елементів (суб'єктів фондового ринку), що взаємодіють відповідно до певних принципів, певною мірою дотримуючись встановлених згори правил. У цьому випадку вивчення розпочинається із дослідження поведінки довільно вибраного учасника фондового ринку. Головний принцип, якому підпорядковано його поведінку – максимізація власного прибутку та мінімізація ризиків. Знаючи це, нескладно передбачити його пріоритети, хоча конкретні кроки піддаються лише приблизній оцінці. Оскільки за аналогічними принципами діє більшість учасників, вимальовується картина, що виникає на ринку унаслідок такої діяльності. За ситуацією на ринку загалом можна: по-перше, прогнозувати найближче майбутнє фондового ринку; по-друге, пропонувати рекомендації щодо регулювання фондового ринку; по-третє, виокремлювати тих учасників, що поводять себе нестандартно, і детальніше спостерігати за ними з метою недопущення використання інсайдерівської інформації та маніпулювання.

Висновки до Розділу 2

1. У розділі виокремлено головні пріоритети державної політики регулювання фондового ринку України (с. 74-77) та обґрунтовано їхні прерогативи стосовно розвитку фондового ринку. Встановлено, що для успішного розвитку національного фондового ринку його державне регулювання необхідно забезпечити шляхом реалізації відповідних цільових програм, якими передбачено реалізувати кілька послідовних, цілеспрямованих заходів, орієнтованих на вирішення конкретних питань у контексті реалізації першочергових завдань функціонування фондового ринку.

2. Аналізуючи організаційно-управлінську структуру ключових груп учасників фондового ринку, з'ясовано зв'язки кожної управлінської ланки, визначено характер їхньої взаємодії та підпорядкованості, а також ступінь інтеграції та спеціалізації управлінських функцій із урахуванням механізму та шляхів взаємодії учасників фондового ринку(с. 78-81, рис.2.1).

3. Охарактеризовано взаємозв'язок політики управління фондовим ринком з іншими політичними сферами і чинники політичного середовища, що впливають на керування державою фондовим ринком (с. 82-85, рис.2.2), а також виокремлено галузі економіки, що взаємодіють із фондовим ринком і, при цьому, є об'єктом прямого регулювання державою.

4. Аналізуючи основні ознаки державного регулювання фондового ринку в Україні (с. 85-87), зроблено висновок щодо необхідності збалансованого функціонування та розвитку фондового ринку України сьогодні. З цією метою необхідними є розроблення і впровадження адекватної йому організаційно-управлінської структури, яка дотримується єдиної політики та концепції піднесення економічного рівня, забезпечує узгоджене та спрямоване на перспективу функціонування усіх ланок, тобто бірж і торгово-інформаційних систем фондового ринку. Така структура полегшуватиме регулювання ринку, сприятиме привертанню іноземного інвестора та інтегруванню національного ринку у світові фондові ринки.

5. Досліджено основні форми та методи державного регулювання економіки загалом та фондового ринку зокрема. Розглянуто систему регулювання фондового ринку України у порівнянні зі світовими стандартами. Виокремлено законодавче регулювання відносин і діяльності на фондовому ринку, як один з найголовніших елементів форм державного регулювання фондового ринку в Україні (с. 88-91).

6. На основі вивчення моделей державного регулювання фондового ринку розвинутих країн запропоновано для України впровадити практику створення і підтримки бази з етики фондового ринку та економічної культури (92-94).

7. Виконано чисельний аналіз і порівняння результатів досліджень за пропонованими формулами із результатами, отриманими за класичного підходу для моделі Марковіца. Здійснено аналіз випадків, коли застосування пропонованих співвідношень є дещо ефективнішим порівняно з класичною теорією. На окремому прикладі досліджено розбіжності у портфелях, оптимальних за класичного та пропонованого підходів. Для розрахунків використано умовні та реальні дані про дохідність цінних паперів (с. 95-113).

8. Розкрито основні методи та моделі обчислення дохідності цінних паперів на фондовому ринку (с. 100-109). Запропоновано методикку обчислення дохідності цінних паперів на основі відомих статистичних даних з урахуванням актуальності окремих показників (с. 112-113). Дохідність цінних паперів, обчислена за пропонованим співвідношенням, залежатиме від історії коливань курсу купівлі-продажу цінних паперів, чого класичні формули не враховували. Запропоновано також можливі узагальнення зазначеної формули. За умови переходу від дискретного до континуального опису здійснено постановку задачі, використовуючи підходи та погляди теорії корисності на поведінку інвестора і систему управління сегментом ринку (с. 113-118).

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ТА ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

3.1. Дослідження ефективності управління державою фондовим ринком

Ефективність ринку суттєво залежить від інформаційного забезпечення учасників і впливає на формування ринкової ціни цінних паперів. Ефективним є ринок, на якому інформацію щодо цінних паперів цілковито відображено у цінах на цінні папери [185].

У Звіті Міжнародної організації комісій з цінних паперів основу ефективної системи регулювання становлять: захист інвесторів; забезпечення справедливості, ефективності і прозорості ринків; зниження системного ризику [139, с. 179-220].

Автор В. Клименко [85, с. 72] виокремлює головні властивості ефективного регулювання, які узгоджуються зі стабільним економічним зростанням, а саме: (1) не повинно бути жодних зайвих перешкод для входження і виходу з ринків і фінансових схем; (2) ринки повинні бути відкриті для найширшого кола учасників, які відповідають зумовленим критеріям допуску; (3) на усіх, хто бере на себе конкретне фінансове зобов'язання або обіцянку, повинен накладатися однаковий регулятивний тягар.

У своїй праці Ю.Фама [196, 205] зазначає, що „ефективний фондовий ринок – це ринок, що оперативно аналізує інформування, а ціни на ньому тотожні існуючій інформації”.

Автор В. Вітлінський [49] для дослідження ефективності фондового ринку пропонує таку характеристику, як „ентропія інформаційного потоку”.

Як зазначає А. Кондрашихін [89] для оцінки ефективності прийомів, методів організаційно-економічного механізму управління фондового ринку використовуються економічні результати впливу на ДКЦПФР як основного регулятора. Тоді економіст оцінку ефективності управління державою, відповідно

до загальноприйнятої методології Обчислює як відношення отриманого доходу до здійснених витрат. Тобто:

$$E = \frac{D}{D - \Phi P},$$

де E – коефіцієнт ефективності управління;

D – дохід від здійснених операцій на ринку;

ΦP – фінансовий результат від здійснених операцій на фондовому ринку.

Ми погоджуємося із поданими визначеннями, згідно з якими ефективність управління державою фондовим ринком характеризується економічними показниками, такими як ціна, дохід і фінансовий результат.

Інструменти математичного моделювання є універсальними засобами пізнання [52]. Вони, на підстав відображення попереднього досвіду, дають змогу знаходити оптимальний варіант управлінського рішення для скерування розвитку економічного об'єкта на досягнення поставленої мети [158].

Останніми десятиліттями значно зросла кількість досліджень портфельного менеджменту унаслідок збільшення інтересу до таких досліджень серед практиків, дослідників і регулюючих органів [135]. Питання ефективного управління портфелем привертає до себе особливу увагу. Більшість теоретичних моделей описують цю проблему, використовуючи стандартну парадигму пошуку оптимальних контрактів, які полегшують проблему посередництва між інвесторами і менеджерами інвестованих суб'єктів [208]. Низка зарубіжних дослідників акцентує увагу на механізмах управління інвестиціями із одночасним врахуванням внутрішнього керування та регулюючий ефект впливу ринку, стверджуючи, що взаємодія між цими двома регулюючими механізмами є ключовою до розуміння багатьох явищ, що спостерігаються на фондовому ринку [192, 209]. Мета таких досліджень є: 1) визначити, скільки капіталу інвестується (в чи вилучається із) групи цінних паперів; чиї характеристики демонструють певний тип поведінки; 2) визначити оптимальну політику чи її визначальні напрями; 3) запропонувати основні рівні оцінки портфельного менеджменту

компаній; 4) передбачити потік фондів і зміни ризику, спричинені зміною політики регулювання.

Правдоподібну детерміністичну картину ринку можна побудувати у випадку, якщо відсутні випадкові флуктуації, чи якщо їхній вплив взаємно компенсується шляхом вибору відповідних показників. Під час побудови таких моделей можна розглядати континуум (незліченну множину) малих інвесторів [204]. У відліковий момент часу величину фінансових ресурсів вибраного інвестора можна пронормувати до 1. Такі моделі є важливими при дослідженні розвинутого ринку, учасники якого захищені від неправомірних дій (зокрема, маніпулювання інсайдерівською інформацією), почувають себе впевнено та займаються активним інвестуванням та реінвестуванням. У такому випадку досліджують моделі динамічної оптимізації. В основу покладено такі припущення. Портфель показового інвестора охоплює два види активів: вільні від ризику активи і ризиковані активи. Інвестор збалансовує портфель за допомогою купівлі і продажу цінних паперів, щоб утримувати портфель у певному оптимальному діапазоні. Інвестиційні рішення здійснюються так, щоб максимізувати функцію корисності. Випадкові коливання та перерозподіли інвестицій моделюють [201] відповідним Вінерівським процесом, умови оптимальності керування записують відповідно до принципу Белмана. Такий перехід від детерміністичного до імовірнісного опису приводить у кінцевому результаті до стохастичних диференціальних рівнянь [186, 191]. Подібний математичний апарат застосовують також у соціальних науках та математичній біології.

Викладена у попередньому підрозділі модель дає змогу оцінити ситуацію на ринку з погляду конкретного інвестора та вибрати серед наявних цінних паперів оптимальний набір. Наступним кроком з дослідження ринку буде вивчення взаємодії інвесторів і побудова моделі ринку. Зазначимо також декілька можливих уточнень. Розглянута ситуація далека від реальної. Йдеться про те, що жоден інвестор не в змозі вкласти грошей більше, ніж у нього є, і не може купити акцій більше, ніж є в наявності зараз на ринку. Отож задачі (2.12) та (2.13) можна записати так:

$$\begin{cases} R_p \rightarrow \max; \\ \sigma_p \leq \sigma_{req}; \\ W_i^Q \geq W_i \geq 0; \\ \sum W_i P_i \leq K; \\ \sum W_i = 1. \end{cases} \quad (3.1)$$

та, відповідно:

$$\begin{cases} R_p \geq R_{req}; \\ \sigma_p \rightarrow \min; \\ W_i^Q \geq W_i \geq 0; \\ \sum W_i P_i \leq K; \\ \sum W_i = 1. \end{cases} \quad (3.2)$$

Тут W_i^Q – наявна у продажі кількість i -х цінних паперів; P_i – ціна i -х цінних паперів; K – капітал, який інвестор готовий вкласти. Такі обмеження не ускладнюють математичну сторону розв'язання задачі і не приносять нічого нового у її практичну реалізацію, отож не розглядатимемо цей аспект задачі детальніше. Натомість спробуємо уявити та описати взаємодії різних інвесторів між собою у рамках діючого фондового ринку.

Передусім зазначимо, що процеси на ринку здійснюються у реальному часі, хоча дії окремих учасників мають дискретне спрямування. Отож величини, що стосуються поведінки інвесторів, будуть дискретним, можливо разовими, тоді як до опису ринку загалом можна застосувати деяку визначену у довільний момент часу функцію. Вплив поведінки учасників на ринкову ситуацію описуватимемо кусково сталою векторною функцією часу t , а для розрахунку поведінки окремих учасників застосуємо ітеративну схему.

Нехай у момент часу t на ринку перебувають N цінних паперів. Кількість одиниць (акцій, облігацій тощо) i -х цінних паперів позначимо X_i , їхню ціну P_i , дохідність по зазначених ЦП R_i , їхній ризик σ_i . Зазначимо, що якщо величини X_i та P_i мають визначене числове значення, то дохідність у фіксований момент часу часто розкладають на окремі компоненти $R_i = R_i^y + R_i^f$, де R_i^y – складова дохідності, що визначається курсовою різницею цінних паперів. Ця компонента

може бути обчислена тільки у процесі зміни ціни ЦП з часом та може приймати від'ємні і додатні значення. Інша компонента охоплюватиме дохідність за рахунок дивідендних виплат i , зазвичай, може бути лише невід'ємною. Ризик цінних паперів визначається сукупністю чинників і не завжди може бути обчислений з достатньою мірою точності та об'єктивності.

Загальний об'єм цінних паперів у грошовому виразі, що перебувають на ринку, можна обчислити за формулою:

$$C = \sum X_i P_i, \quad (3.3)$$

цю величину можна також назвати сумарною (валовою) вартістю ринку.

Величина C є однією із важливих характеристик ринку, проте вона є пасивною характеристикою, тому, що не відображає ні активності ринку, ні інвестиційного клімату на ринку. Адже значну кількість цих ЦП, можливо, вже придбано певними інвесторами, отож нові інвестиції у ринок гальмуватимуться. Щоб перейти до ефективних характеристик, введемо коефіцієнт α_i ($0 \leq \alpha \leq 1$), яким позначимо частину цінних паперів i -го виду, котрі у розглядуваний момент часу перебувають у продажі. При $\alpha_i = 0$ інвесторами не вдасться придбати у даний момент часу на ринку жодної одиниці певного виду цінних паперів. Це може означати, що такі цінні папери є дуже популярними і очікується, що прибутки з них зростатимуть у часі. Якщо коефіцієнт α_i досить змінюється, то це означає зміну попиту на цей вид ЦП. Незначні коливання коефіцієнта пов'язані із поточними угодами щодо зазначених цінних паперів.

Виокремимо у сумарній вартості ринку дві компоненти:

$$C = C^e + C^p, \quad C^e = \sum \alpha_i X_i P_i, \quad C^p = \sum (1 - \alpha_i) X_i P_i. \quad (3.4)$$

Величину C^e називатимемо ефективною, а C^p – пасивною сумарною вартістю ринку. Перша з них описує сумарний обсяг інвестицій, який можна залучити на ринок, друга – сумарний об'єм коштів, залучених на фондовий ринок. C^p характеризує результат роботи ринку, C^e – інвестиційну пропозицію ринку, відношення C^p / C – ступінь насичення ринку коштами. Якщо інвестиційна пропозиція ринку є низькою, то відбувається гальмування інвестиційної

діяльності, якщо ж C^P є низьким, то це може означати, що ринок є “дутим”, тобто випущено значну кількість цінних паперів, які не користуються попитом, або ж що ринок є ізольованим від інвесторів. Для розвиненого ринку жодна з величин C^e , C^P не повинна бути близькою до нуля, а значення C повинно бути великим.

Отож одним з показників діяльності ринку, можна запропонувати величину

$$\alpha = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \alpha_i, \quad (3.5)$$

що характеризує частку цінних паперів фондового ринку, які перебувають у вільному продажі.

Аналіз цієї величини дає змогу визначити напрям подальшої поведінки державного регулятора фондового ринку. Якщо α не є близьким до нуля чи одиниці, то ринок можна оцінювати як стабільний. Якщо $\alpha \approx 0$, то необхідно терміново приймати заходи з збільшення обсягу випуску нових ЦП, щоб заохотити інвестиційну діяльність і забезпечити інвесторам можливість вибору. Якщо ж $\alpha \approx 1$, то ситуація потребує детального аналізу. Можливі причини: складність доступу інвесторів, непопулярність цінних паперів, загальна економічна криза. У першому випадку можливо варто зняти законодавчі обмеження, що перешкоджають розвитку даного сектору економіки. У другому – варто розглянути причини непопулярності: це може бути невдала інформаційна політика держави, ненадійність і корумпованість ринку, або ж низька дохідність цінних паперів, що засвідчує кризу фондового ринку. Останній, третій, випадок є найскладнішим з погляду його подолання і потребує значних зусиль усіх органів влади і, можливо, зміни урядової політики.

Нагадаємо, що всі розглянуті величини, що характеризують фондовий ринок загалом, змінюються з часом. Зміни здійснюють окремі інвестори, коли вкладають свої кошти у цінні папери чи ж оголошують про бажання продати цінні папери, якими вони володіють. Завдання органів державного управління – випереджати рішення окремих учасників, приймаючи такі заходи, що будуть здійснювати керування ситуацією на ринку з метою досягнути бажаної мети –

притоку інвестицій. Проте вплив держави, при всій його потужності, є дуже інерційним. Як би оперативно не приймалися закони та підзаконні акти, доки їх буде обговорено, прийнято, та доки вони вступають у дію, інвестор, передусім іноземний, давно може покинути ринок. Тобто регулюючі органи повинні здійснювати постійне спостереження за характеристиками ринку, щоб приймати своєчасні рішення.

Розглянемо механізм взаємодії окремих емітентів на фондовому ринку, що характеризується величинами X_i , P_i , R_i , σ_i , α_i , $C = C^e + C^p$. Виокремимо декілька категорій інвесторів. Перші не мають у своїй власності жодних цінних паперів і готові їх придбати – так звані потенційні інвестори. Другі продають частину свого пакета ЦП з метою придбати інші, кращі з їхнього погляду, – так звані спекулятивні інвестори. Треті продають свої папери з метою припинити свою діяльність на ринку – їх взагалі не варто вважати інвесторами, оскільки вони припиняють свою інвестиційну діяльність. Зазначимо, що кожного інвестора другої категорії з погляду моделі можна ототожнити із двома інвесторами третьої та першої категорій, адже він спершу продає, а згодом купує. Проте саме критерій, на основі якого учасник ринку вирішує перерозподілити свої вкладення між новими цінними паперами, значно впливатиме на поведінку пересічного учасника ринку.

На жаль, не існує способу виокремити та чисельно виміряти усі чинники, що визначають рішення інвестора вкладати чи не вкладати капітал в обіг на фондовому ринку. Проте з впевненістю можна сказати, що інвестор матиме тим більшу нагоду здійснити інвестиції, чим більший у нього вибір, тобто одним з чинників, що сприяють вкладенню коштів, є величина C^e . Припускаючи лінійну залежність із деяким коефіцієнтом пропорційності $\tilde{\gamma}$ у загальному випадку маємо

$$K = \tilde{\gamma}C^e, \quad \tilde{\gamma} \geq 0.$$

Тут умова невід'ємності коефіцієнта відображає той факт, що інвестор позитивно реагує на розширення вибору цінних паперів.

Розглядаючи на ринку M інвесторів, для кожного з них можна записати відповідну рівність

$$K_j = \gamma_j C^e, \quad j = 1..M. \quad (3.6)$$

Коефіцієнт $\tilde{\gamma}$ для j -го інвестора позначимо γ_j .

З іншого боку саме сукупність вкладених за період інвестицій і забезпечує приріст ефективної вартості ринку, тобто:

$$\gamma_0 \sum_{j=1}^M K_j = \frac{dC^e}{dt}, \quad (3.7)$$

де γ_0 – коефіцієнт, що узгоджує розмірності лівої і правої частин рівності і залежить від ефективного проміжку часу. Підставляючи вираз (3.6) у залежність (3.7), отримуємо диференціальне рівняння виду:

$$\frac{dC^e}{dt} = \gamma C^e, \quad (3.8)$$

де $\gamma = \gamma_0 \sum \gamma_j$. Звідси, як наслідок, отримуємо закон мультиплікативності інвестицій. Справді, розв'язком (3.8) є експоненціальна функція:

$$C^e(t) = c \exp(\gamma t), \quad (3.9)$$

де c – довільна константа.

Запишемо цю рівність для двох моментів часу t_1 та t_2 і поділимо почленно ці співвідношення. Отримаємо:

$$C^e(t_2) = \exp[\gamma(t_2 - t_1)] C^e(t_1), \quad (3.10)$$

тобто об'єм інвестицій у деякий момент часу t_2 є пропорційним до об'єму попередньо вкладених інвестицій та показниковим чином залежить від часу.

Очевидно, що така простота отриманих співвідношень є наслідком досить „грубих” наближень: по-перше, залежність K від C^e приймалась лінійною; по-друге, поза розглядом залишали інші чинники; по-третє, нехтували взаємодією між інвесторами; по-четверте, розглядали процес у шкалі відліку певного ідеалізованого часу t . Спробуємо розглянути можливі уточнення та узагальнення цієї моделі.

Перші два наближення є подібними з погляду способів їхнього уточнення та вирішення. Якщо виокремити інші чинники, що впливають на надходження капіталу, то вони також модифікують і співвідношення (3.6). Зазначимо, що тепер, розглядаючи не окремого інвестора, а сукупність із M інвесторів, варто говорити про сумарні інвестиції та їх позначатимемо

$$K = \sum_{j=1}^M K_j .$$

До чинників, що не мають конкретного числового виміру, можна зачислити якість і кількість законів, що регулюють діяльність фондового ринку, структуру та тактику дій державних органів, що беруть участь в управлінні ринком, інформаційну політику держави, кілька аспектів психологічного плану тощо. Здебільшого, отримання кількісних виразів для оцінювання ситуації та вироблення рекомендацій видається сумнівним отож отримані результати матимуть переважно якісний, описовий характер.

Розглянемо один чинник, що неявно був присутнім і раніше. Сумарний об'єм коштів, залучених на фондовий ринок, або C^P , є величиною, що залежить від притоку інвестицій і впливає на нього, хоча останній вплив не є явним. Він пов'язаний із формуванням певних психологічних стереотипів: учасники почуватимуться значно впевненіше та цікавитимуться фондовим ринком тим сильніше, чим більше він розвинений, чим більше інвесторів вклало кошти, – оскільки на новому ринку учасники не схочуть ризикувати. Отож K буде пропорційним також і до C^P :

$$K = \gamma C^e + \bar{\gamma} C^P . \quad (3.11)$$

В отриманому вище співвідношенні (3.7) розглянуто миттєві значення величин K і C^e . Тепер розглянемо їх протягом певного часу. Нехай протягом деякого періоду часу об'єм чистих інвестицій становить K . Це означає, що такий об'єм було переведено з категорії C^e у категорію C^P , тобто прирости цих величин

$$\Delta C^e = -K, \quad \Delta C^P = K . \quad (3.12)$$

Враховуючи такі залежності у (3.11), отримаємо:

$$\Delta K = \gamma \Delta C^e + \bar{\gamma} \Delta C^p = (-\gamma + \bar{\gamma})K. \quad (3.13)$$

Подальший розвиток ситуації на ринку залежатиме від знака виразу $(-\gamma + \bar{\gamma})$.

Якщо цей коефіцієнт додатний, тобто $\bar{\gamma} > \gamma$, то вкладені інвестиції заохочуватимуть інших інвесторів, якщо ж $\bar{\gamma} < \gamma$, то ресурси пропозиції на ринку вичерпуюватимуться і приріст ринку матиме тенденцію до зменшення.

Досі розгляд здійснювали з погляду на фондовий ринок як певну замкнену систему. Завданням органів державного управління є забезпечення приросту цінних паперів за рахунок нових емісій. Сучасне законодавство не передбачає важелів прямого впливу, які б стимулюватимуть утворення нових АТ чи нові випуски існуючих, хоча непрямий вплив, зазвичай, можна здійснювати; виняток становлять державні цінні папери. За притоку \tilde{u} нових ЦП отримуємо:

$$\Delta C^e = -K + \tilde{u},$$

що модифікує (3.13) до вигляду:

$$\Delta K = \gamma \Delta C^e + \bar{\gamma} \Delta C^p = (-\gamma + \bar{\gamma})K + \gamma \tilde{u},$$

тобто саме забезпечення появи нових цінних паперів є одним зі шляхів стимуляції фондового ринку. Очевидним є те, що при підтриманні C^e на сталому рівні темпи зростання залишатимуться сталими.

Таке втручання модифікує (3.8) до вигляду:

$$\frac{dC^e}{dt} = \gamma C^e + u, \quad (3.14)$$

де параметр u є пропорційним до \tilde{u} . Фактично із автономної системи ми отримуємо певну систему із зовнішнім керуванням. Розглядаючи, незалежно від C^e , також залежність C^p від поведінки інвесторів, для цієї величини отримуємо аналогічне співвідношення:

$$\frac{dC^p}{dt} = (\gamma + \Delta)C^p + u_{\Delta}, \quad (3.15)$$

де наявність параметра Δ вказує, що коефіцієнт залежності для C^p , загалом, є відмінним від коефіцієнта для C^e .

Падіння C^e , спричинене інвестиціями і буде одним із факторів, що обмежують розвиток фондового ринку. Ці тенденції не обов'язково є негативними. Стримуючі тенденції необхідні, щоб ринок не піднявся занадто високо по експоненціальній кривій (3.9) у критичну область, де модель, взагалі кажучи, не є застосовною. Отож, розглянута система набуде певних рис самоорганізаційної: за дещо інтенсивнішого розвитку, ніж до цього готові емітенти, інвестори та посередники, відбудуватиметься гальмування зростання. У цьому випадку роль держави – не “розхитувати” ситуацію своїми діями, а тверезо оцінити стан ринку і втручатись лише за необхідності.

Така якість системи відобразатиметься у гармонійних коливаннях її показників з часом. Розглянемо спершу ці ефекти в автономному випадку. Врахуємо, що на основі (3.12) приріст K спричинить до зменшення C^e та зростання C^p . Отож вилучимо із попередніх співвідношень K , запишемо:

$$\frac{dC^e}{dt} = -\lambda(C^p - C_0^p), \quad (3.16)$$

$$\frac{dC^p}{dt} = \mu(C^e - C_0^e), \quad (3.17)$$

де C_0^p, C_0^e – константи. Виділивши сталу частину (C_0^e, C_0^p) на збурення (позначимо їх аналогічно до самих показників), отримаємо систему

$$\begin{cases} \frac{dC^e}{dt} = -\lambda C^p, \\ \frac{dC^p}{dt} = \mu C^e. \end{cases} \quad (3.18)$$

Виразимо з першого рівняння C^p та підставимо його у друге рівняння

$$\begin{cases} C^p = -\frac{1}{\lambda} \frac{dC^e}{dt}, \\ \frac{d}{dt} \left(-\frac{1}{\lambda} \frac{dC^e}{dt} \right) = \mu C^e, \end{cases}$$

звідки

$$\begin{cases} C^P = -\frac{1}{\lambda} \frac{dC^e}{dt}, \\ \frac{d^2 C^e}{dt^2} + \nu^2 C^e = 0, \end{cases}$$

де $\nu = \sqrt{\lambda\mu}$.

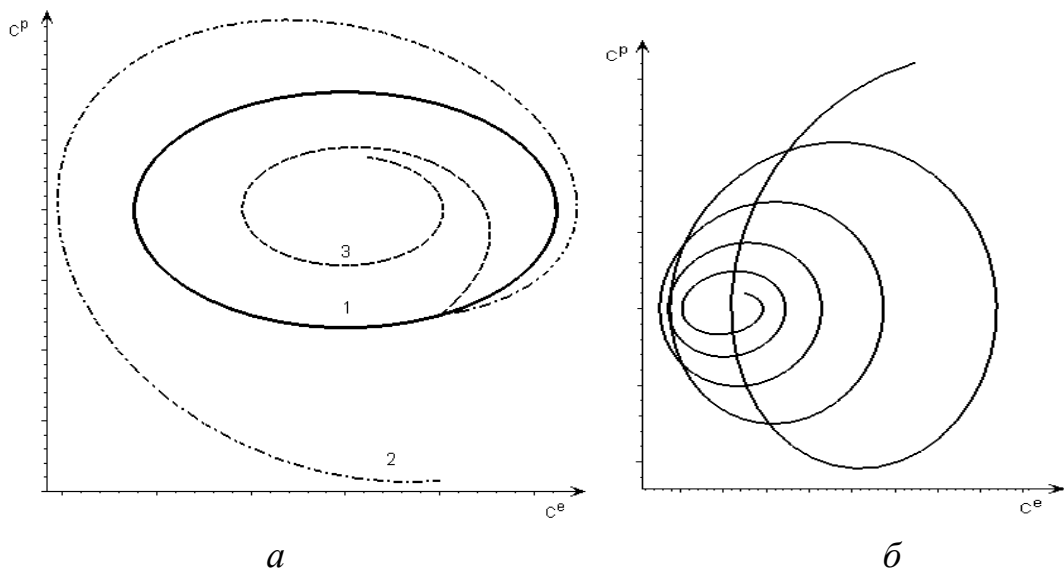
Розв'язком другого рівняння є тригонометричні функції:

$$\begin{cases} C^e(t) = C_1 \cos(\nu t) + C_2 \sin(\nu t), \\ C^P = -\frac{1}{\lambda} \frac{d}{dt} [C_1 \cos(\nu t) + C_2 \sin(\nu t)], \end{cases}$$

а, отже:

$$\begin{cases} C^e(t) = C_1 \cos(\nu t) + C_2 \sin(\nu t), \\ C^P(t) = \sqrt{\mu/\lambda} [C_1 \sin(\nu t) - C_2 \cos(\nu t)]. \end{cases} \quad (3.19)$$

Довільні сталі C_1, C_2 визначаються із даних на певний (початковий) момент часу, сталі C_0^e, C_0^P описуватимуть середні значення досліджуваних величин. Поведінку системи на фазовій площині C^e, C^P описуватиме еліпс (крива 1, рис. 3.1а).



Примітки:

1. C^e – ефективна сумарна вартість ринку,
2. C^P – пасивна сумарна вартість ринку

Рис. 3.1. Поведінка показників ринку на фазовій площині C^e, C^P при заданій функції керування

Якщо у системі присутнє керування, то відбувається відхилення від даної кривої. Це відхилення може призводити як до зростання коливань (крива 2, рис. 3.1а), так і до їхнього зменшення (крива 3, рис. 3.1а).

Розв'язок системи із керуванням (3.14), (3.15) при $\gamma = -1$, $\gamma + \Delta = 2$, $u(t) = \frac{t}{3}C^e + \frac{1}{3}C^p + e^{t/2}$, $u_{\Delta}(t) = 0$ зображено на рисунку 3.1б.

Не лише кількість цінних паперів, але й їхня якість впливатимуть на зміну притоку інвестицій, причому останній чинник нерідко є найвагомішим. Ефективна вартість ринку C^e може збільшуватись за рахунок появи цінних паперів із низькою дохідністю та високим ризиком, що негативно відіб'ється на ринку загалом.

Для ефективності застосування будь-якої математичної моделі реальної системи необхідно органічне поєднання двох протилежних методів – абстрактно-дедуктивного та абстрактно-індуктивного [25]. Перший застосовується при побудові аксіоматичної моделі, а другий – при виборі та аналізі емпіричних фактів, до пояснення яких і застосовуватиметься ця модель.

У нашому випадку дедуктивний метод застосовано під час вибору гіпотез щодо взаємозалежності показників фондового ринку. Емпірична частина досліджень – вибір коефіцієнтів і чисельних значень отриманих виразів – ґрунтується на тристоронньому аналізі: фактичне застосування формул на основі статистичних даних можна здійснити для довільного періоду часу та сектору ринку, щодо яких є вичерпні та достовірні дані, таке дослідження виходить за рамки предмету нашої роботи; друга сторона полягає в індуктивному підході до опису, виходячи із досліджених у підрозділі 2.3 принципів поведінки окремих суб'єктів фондового ринку; третій аспект аналізу можна застосувати на глобальному рівні за умови нечіткості існуючої інформації шляхом використання ітеративної схеми побудови системи державного регулювання фондовим ринком України – постановка часткових завдань (рис. 3.2) і перехід до наступних етапів по досягненні мети проміжних етапів.

На основі розв'язку (3.1), (3.2) можна розрахувати якість окремих цінних паперів і загалом усіх цінних паперів. За допомогою розробленого ще Марковіцем методу критичних ліній можна відсіяти безперспективні пакети і виокремити ефективну множину портфелів. Кожен із присутніх на ринку інвесторів вкладатиме капітал в оптимальні, на його думку, папери, керуючись своїм поняттям про граничний ризик та граничну дохідність. Отож, різні інвестори віддаватимуть перевагу різним цінним паперам. Прикладом слугує таблиця 2.4, у якій приведено портфелі, оптимальні з різних поглядів. Тільки ЦП 4 є безперспективними в усіх портфелях, інші входять хоча б в один портфель, частка деяких з них (напр., ЦП 1 та ЦП 3) є мізерною. Проте серед паперів існують і справжні лідери (ЦП 5 і 6), що формують значну частку у будь якому з портфелів. Інвестори конкуруватимуть між собою за ці папери. У моделі оцінки фінансових активів припускають, що:

- інформація доступна усім без винятку;
- для всіх інвесторів період вкладення однаковий;
- інвестори розраховують ризики та дохідності за однаковими формулами;
- безризикова ставка однакова.

Усі інвестори однаково оцінюють наявні цінні папери і виокремлюють оптимальний, „дотичний” портфель (він перебуватиме у точці дотику до ефективної множини в термінах ризику та дохідності). Тоді цінні папери, що не мають частки у дотичному портфелі, не користуватимуться попитом, і, відповідно, до ринкових механізмів, їхній курс має впасти. Це спричинить до зростання їхньої очікуваної прибутковості, і вони стануть сприйнятливішими для інвесторів. Отже, ресурси фондового ринку, починаючи із найвигідніших, вичерпаються. Водночас зменшуватиметься і кількість потенційних інвесторів, адже одні уже здійснили свої інвестиції, а інших не задовольняє максимальний рівень дохідності яку може запропонувати їм ринок, при заданому ризику. Завдання ДКЦПФР – передбачати таку ситуацію та попереджувати її. Підвищенню ефективності сприяє дослідження фондового ринку та впровадження результатів досліджень у практику (додатки Д, Ж).

Важливу роль при моделюванні механізму державного регулювання фондовим ринком відіграє визначення послідовності етапів розробки та прийняття управлінського рішення (рис.3.2).



Рис. 3.2. Схема-алгоритм механізму управління державою фондовим ринком

Кожен етап управління розпочинається із постановки мети і завдань на базі ринкових та національних інтересів і завершується, після досягнення мети етапу, постановкою нових завдань. У цій схемі важливе місце посідає зворотній зв'язок: „вивчення причин” – „аналіз стану фондового ринку”, який дає змогу проводити коректування управлінських рішень у режимі реального часу.

Як зазначає д.е.н. В. Вовк, зворотній зв'язок є впливом виходу деякої системи на її вхід або у ширшому розумінні – впливом результатів дії системи на характер цієї дії [53, с. 63].

Розробка управлінського рішення є комплексом різних управлінських дій, де кожна наступна дія є логічним продовженням попередньої. Після формулювання мети та вибору критерію оптимальності або доцільності здійснюється вибір конкретних чинників та умов, від яких залежатиме результат рішення. Обґрунтований підбір чинників є передумовою розробки ефективного рішення, що впливатиме на діяльність і розвиток ринку. Вибір моделі рішення і розробка управлінської програми створюють основу для визначення складу та напряму необхідного інформаційного потоку між елементами схеми організаційно-управлінської структури фондового ринку (рис. 2.1). Модель рішення, та інформація покликані забезпечити можливість варіантних рішень з урахуванням встановлених пріоритетів і допустимих ризиків.

Отже у процесі прийняття управлінського рішення провідну роль відіграє аналіз стану фондового ринку та правильний вибір методів регулювання.

Отже, процес прийняття управлінського рішення має ітеративне спрямування, що дає змогу поліпшити модель або варіант рішення способом послідовних апроксимацій.

Автор В. Ф. Губарев [60] створив основи ітеративного синтезу управління з селективною ідентифікацією диференціальних моделей складних систем з описом у просторі та часі. Вчений пропонує ітеративну процедуру побудови апроксимованої моделі управління, котра на кожному етапі ітерації визначається уже для уточненої моделі. Ітерації завершуються, коли ресурс управління вичерпується і подальше уточнення моделі не покращує якість управління. У наслідок цього отримуємо приблизну модель, орієнтовану на управління і погоджена з його можливостями.

Ми пропонуємо застосувати ітеративний процес управління для державного регулювання фондового ринку. У нашому випадку вихідними вважаються тільки дані відзиву регулюючої системи на здійснені впливи та зміни від законодавства. На першому етапі визначають поточний вплив керування та, відповідно до сформульованих вище положень моделі, тенденції ринку. На кожному наступному етапі для отримання бажаного результату управління враховуємо

зміни показників ринку та відповідно, коректуємо керування, будуючи таким способом апроксимовану модель. Досліджуючи ефективність бази для управління та регулювання, ми оцінюємо її по скалярному чи векторному виходу з ринку.

Оскільки регулюючі показники розташовані, зазвичай, у базі нормативно-законодавчого забезпечення діяльності фондового ринку, і, зважаючи на особливості цього сегмента економіки, можливості управління ним у ручному режимі видаються ілюзорними, то ці показники, здебільшого, неможливо описати функцією, яка містить числове значення. Одним із підходів вирішення цієї проблеми є застосування для опису елементів моделі понять нечіткої логіки. Зокрема інформаційний вплив державних рішень на процеси фондового ринку можна описувати за допомогою лінгвістичних змінних, що можуть набувати як числових, так і описово-якісних значень. Ефективність такого підходу тісно пов'язана із формуванням необхідної бази знань, що охоплює формалізований опис спектра можливих рішень, результуючих показників діяльності ринку, та закономірностей взаємозв'язку елементів цих груп. З метою виявлення таких закономірностей на базі масиву можливих рішень і результатів доцільно використання автоматизованої системи прийняття рішень та прогнозування, яку можна реалізувати, наприклад, у вигляді відповідної нейронної мережі.

У світовій практиці протягом останніх десятиліть набув значного поширення та утвердився метод моделювання об'єктів із застосуванням нейронних мереж. При цьому відчутною перевагою такого методу є здатність системи до „самонавчання”, завдяки чому можна використовувати такі моделі до вивчення процесів, закономірності та алгоритми протікання яких є складними для виявлення аналітичної залежності, методи технічного аналізу невіддзеркалюють достатньою мірою характеристики об'єкта вивчення, проте наявним є значний об'єм статистичних даних по ознаками, що досліджуються. Головні напрями застосувань нейронних мереж – системи розпізнавання образів, експертні системи та моделювання штучного інтелекту. Можливості застосування такого методу до вивчення показників ринку цінних паперів вивчають деякі дослідники [27, 109, 197, 199].

Доцільність розгляду проблем визначення архітектури нейромереж, оптимальних щодо якості розпізнавання стану ринку за параметрами його функціонування, формування критеріїв якості аналізу та створення наборів даних для налаштування і тестування мережі пов'язана із певними чинниками. По-перше, як зазначають деякі дослідники [109], негативно впливають на трейдинг емоції та психологічний чинник, отож наявність інструменту, за допомогою якого можна здійснити попередню перевірку ухвалених рішень, є вкрай бажаною для самих учасників ринку. По-друге, у сфері фондового ринку обертаються значні капіталовкладення. Отож природними та закономірними є сумніви стосовно вивіреності рішень і добросовісності рекомендацій експертів, а, отже, така система може слугувати лакмусовим папірцем при схваленні відповідальних рішень перед їхнім втіленням. Зрештою, такі дослідження мають значну теоретичну цінність, оскільки темпи зростання можливостей обчислювальної техніки забезпечують уже не лише виконання рутинних чисельних досліджень, а й логічний та семантичний аналіз і прогнозування властивостей і поведінки складних систем [75].

Найпростіша модель нейромережі складається з одного перцептрона, що містить векторний вхід (y_1, y_2, \dots, y_k) та скалярний вихід z_1 і здатний розпізнавати найпростіші образи. Окремий нейрон обчислює зважену суму вхідних даних і застосовує щодо неї певну функцію:

$$z_1 = \varphi \left(\sum_{j=1}^k w_j y_j \right).$$

У цьому випадку ваги w_j називають іноді синаптичними, а функцію φ – пороговою функцією чи функцією активації. Залежно від обчисленого значення z_1 приймається рішення стосовно класифікації вхідного сигналу, причому вихідне значення може мати як числовий (наприклад прогноз курсу цінних паперів), так і нечисловий (ринок стабільний/нестабільний) сенс. Зокрема, це значення може бути лінгвістичною змінною, згідно з визначенням теорії нечітких множин (наприклад, інфляція незначна/помітна/галопаюча/гіперінфляція [109]). Застосування такої моделі дає змогу реалізувати процес прийняття рішень

стосовно управління певним сегментом ринку (на рівні окремої структури) чи вибору заходів управління ринком заглом (на національному рівні).

Розглядаючи паралельно декілька таких нейронів різного призначення отримуємо на виході показники z_1, z_2, \dots, z_l , для аналізу яких можна використати інший нейрон. Отож отримуємо двошарову мережу.

Кожен нейрон мережі обчислює зважену суму своїх входів, застосовує до суми функцію активації та видає вихідне значення. Мережа може моделювати функцію практично будь-якої складності, причому число прошарків і число нейронів у кожному прошарку визначають складність функції та обмежуються обчислювальними можливостями і наявними даними.

Програмні моделі штучних нейромереж винайдено у 1950-х роках. Протягом наступного десятиліття відроджено інтерес до інструменту нейромереж. Дослідниками запропоновано декілька принципово відмінних моделей мереж та їхніх комбінацій (зокрема, мережа зі спрямованим випадковим пошуком, тензорна модель, мережі Кохонена, Елмана, Хопфілда тощо). У 1990 р. департамент програм інноваційних досліджень захисту малого бізнесу перелічив 16 основних та 13 додаткових напрямів, де можливе застосування нейронних мереж. Сюди зачислено класифікацію образів, задачі оптимізації, керування, прогнозування.

Стосовно фондового ринку можливі, зокрема, такі напрями застосувань цих моделей. Під час дослідження окремих цінних паперів важливим є прогнозування їхньої дохідності та ризиків щодо них (див. розділ 2). Нехай вхідні дані оберемо дані за спаданням релевантності, такі як: 1) дохідність ЦП, що розглядається протягом кількох попередніх періодів; 2) дохідність інших ЦП цього ж емітента чи цієї галузі; 3) дохідність інших ЦП, що за певними ознаками (дата випуску, термін погашення, рівень дохідності, стабільність показників) близькі до обраних; 4) дохідність усіх ЦП, що перебувають на ринку; 5) показники (індекси) світових фондових ринків; 6) додаткові дані про інші чинники (сезонний, політичний, суспільний тощо). Тоді побудовані мережі значно відрізнятимуться щодо їхньої практичної корисності. Мережу, що охоплює максимальну кількість чинників, фактично неможливо задіяти унаслідок недостатньої кількості наборів даних для

навчання. Адже чим більша розмірність вектора вхідних даних, тим вагомішою повинна бути база для визначення синоптичних ваг і вибору архітектури мережі. Отож варто вивчити можливості, які пропонують мережі із мінімальною кількістю вхідних даних, а саме випадки 1) і 2).

Побудова нейронної мережі з оптимальною структурою потребує визначення: кількості шарів; кількості нейронів у кожному шарі; типу порогової функції для кожного шару.

Окрім того, необхідно визначити критерій, за яким виконується закінчення навчання мережі та критерій адекватності мережі вхідним даним. Ураховуючи вплив методу навчання мережі на результати її роботи, доцільно також обрати метод навчання мережі, який забезпечуватиме найкращу якість класифікації та прийнятний час. Умовно роботу нейронної мережі можна розділити на дві фази: фаза попереднього налаштування (або навчання) і власне робочий режим. Ці етапи можна поєднувати, якщо у процесі роботи системи стають відомими дані, значення яких модель прогнозувала на попередніх етапах. Тоді система може продовжувати налаштування під час роботи. Щодо цього, зазвичай, враховують похибки з метою вдосконалення алгоритму роботи моделі. Характеристиками моделі слугують: кількість внутрішніх свобод мережі n (об'єм пам'яті мережі), відношення часу роботи до часу навчання v , максимальне відхилення передбачених даних від реальних значень δ_M , суму квадратів таких відхилень протягом усього періоду роботи системи δ_A^2 тощо.

Зосередимо увагу на моделях з одним і двома шарами, як таких, що найбільш частіше застосовують на практиці. Розглянемо кілька моделей, що відрізняються об'ємом вхідних даних і кількістю внутрішніх параметрів моделі. Для тестування оберемо однотипні цінні папери, а саме облігації, випущені різними банками України. Вхідні дані щодо дохідності ЦП протягом періоду 01.09.2005 р.– 23.12.2005) наведено у відповідній таблиці додатку Л. Така кількість даних може бути достатньою для навчання у випадку незначної складності мережі.

Здійснимо дослідження довільно обраного цінного паперу. Виходимо з припущення, що історія зміни дохідності ЦП може певною мірою визначати зна-

чення дохідності цього ЦП в актуальний момент часу, тобто цей показник визначається як функціонал на власній історії. Отож для вивчення дохідності можна запропонувати наступну схему: вхідними даними слугує вектор із послідовно обраних значень показника протягом k періодів, що передують j -му періоду. Щодо цього j змінюється від $k+1$ до T . Вхідні дані позначимо x_1, \dots, x_k , вихідні – y_j .

Якщо вихід y_j має сенс числового значення параметру, то його можна буде порівняти із дохідністю R_j . Інший можливий варіант застосування моделі – отримання на виході прогнозу щодо зростання чи спадання, показників обраних ЦП. У цьому випадку вихід y_j набуде значення, скажімо, між -1 і 1 , пороговою функцією слугуватиме $\text{th}(\cdot)$ – тангенс гіперболічний.

Розглянемо спершу числові дослідження. Можливі такі варіанти: із фіксованим періодом навчання (R^f), із додатковим налаштуванням в процесі роботи (R^v) та із додатковим налаштуванням в процесі роботи за фіксованого об'єму пам'яті (R^t): $R^f(t) = F\left(t; \{R(i)\}_{i=1}^k\right)$, $R^v(t) = F\left(t; \{R(i)\}_{i=1}^{t-1}\right)$, $R^t(t) = F\left(t; \{R(i)\}_{i=t-k}^{t-1}\right)$. Останній варіант дає змогу змінювати налаштування системи під час роботи, причому результати залишаються порівняльними із першим випадком, оскільки використовується сталий об'єм пам'яті моделі.

Оберемо нейронну мережу, що складатиметься із одного нейрона, оберемо вхідний вектор k -компонентним і навчання протягом k періодів. Пороговою функцією слугуватиме тотожна функція $\phi(t) = t$. У початковий момент часу ваги ініціалізуємо малими випадковими числами з інтервалу $[-0,5; 0,5]$. Навчання триває протягом 50 періодів, наступних 25 періодів здійснюється прогнозування і передбачені результати порівнюємо з реальними даними. Модифікація ваг здійснюється ітеративно протягом 5-ти етапів, на кожному з яких відбувається чисельна мінімізація (без урахування стійкості процедури) за всіма вхідними даними для певного значення результату.

У цьому випадку $n = k$, $v = (T - k) / k$. Результати дослідження, а також дисперсію σ вхідних даних наведено у таблиці 2.5.

Результатів по ЦП 2 для випадку $k = 5$ не наведено, оскільки даних виявилось недостатньо для навчання системи (дисперсія дохідності для ЦП 2 близька до нуля, формальне застосування мережі, ініційованої малими випадковими величинами спричинить до завідомо хибних результатів). Виконані аналогічні дослідження ілюструють, що модель на основі співвідношення для $R^f(t)$ не є адекватною вихідному об'єкту. Виконаємо дослідження для моделі із змінними вагами на основі співвідношення для $R^t(t)$, що продовжує навчання у процесі роботи. Результати дослідження наведено у таблиці 3.1

Таблиця 3.1

Точність прогнозування дохідності ЦП перцептроном

ЦП	$R^f(t)$						$R^t(t)$		σ
	$k = 5$		$k = 10$		$k = 15$		δ_A^2	δ_M	
	δ_M	δ_A^2	δ_M	δ_M	δ_A^2	δ_M			
ЦП 1	1,48	10,06	4,43	76,24	24,90	3,5E3	2,48	0,69	0,093849
ЦП 2	–	–	0,16	0,23	0,14	0,15	0,10	0,02	0,000155
ЦП 3	7,41	185,23	354,05	5,65	129,78	5,04	6,29	0,71	2,400435
ЦП 4	3,16	17,14	26,99	1,93	17,47	512,31	3,17	0,0044	2,816185
ЦП 5	12,15	514,86	1,64	14,08	68,96	1,44	17,93	6,58	0,063296
ЦП 6	0,90	2,56	3,91	64,84	1,72	18,03	5,88	0,96	0,022515
ЦП 7	3,25	28,32	658,72	8,25	296,23	2,25	3,82	32,83	0,559917

Як бачимо, система, що навчається у процесі роботи, продукує помітно точніші результати у сенсі середньоквадратичного відхилення, хоча похибки щодо окремих значень можуть бути більшими, ніж для $R^f(t)$. Детальні дослідження на базі формули для $R^v(t)$ засвідчують, що просте зростання інформаційної ємності системи не в усіх випадках передбачає уточнення моделі.

Наступний етап дослідження полягає у розширенні бази вхідних сигналів на врахування даних про дохідність інших ЦП цієї ж галузі. Під час розрахунку поведінки ЦП одного з емітентів використано дані щодо цього емітента, а також

по інших шести емітентів, наведених у додатку Л, табл. Л.3. Результати представлено у таблиці 3.2 та у додатку М.

Таблиця 3.2

Точність прогнозування дохідності ЦП двошаровою мережею

ЦП	$k = 5$		$k = 10$		$k = 15$		σ
	δ_M	δ_A^2	δ_M	δ_A^2	δ_M	δ_A^2	
ЦП 1	0,77	0,1126	1,16	0,4397	1,4094	0,4948	0,093849
ЦП 2	0,25	0,0003	0,56	0,0002	0,6264	0,0004	0,000155
ЦП 3	5,11	1,9345	8,93	15,2157	13,7702	22,0450	2,400435
ЦП 4	0,25	0,0028	1,12	0,0400	2,0018	0,5375	2,816185
ЦП 5	0,30	0,0054	0,29	0,0049	0,4418	0,0133	0,063296
ЦП 6	0,28	0,0038	0,28	0,0050	0,5252	0,0142	0,022515
ЦП 7	3,79	1,1299	4,31	1,7962	2,8839	0,8378	0,559917

Якщо мережа генерує прогноз стосовно зростання/спадання курсу, у якості моделі можна застосувати перцептрон Розенбалата [164, 183, 184], що вважають історично першою моделлю нейромереж. В залежності від значення вихідного сигналу y_j ухвалюють рішення: +1 – вхідний сигнал належить класу А, -1 – вхідний сигнал належить класу В. У цьому випадку порогова функція набуватиме дискретних значень з множини $\{+1; -1\}$, наприклад, як функція $2\theta(x) - 1$, де $\theta(x)$ – функція Хевісайда. Функція $\text{th}(\cdot)$ набуде усіх значень з проміжку $[-1; +1]$ вона є неперервно диференційованою. Обираючи множник з аргументом цієї функції, можна наблизити нею дискретнозначну функцію.

Застосування систем, здатних до навчання, та технологій нейромережевого моделювання є перспективним з огляду на можливість застосування таких систем до роботи з вхідними даними різної природи та структури, виявлення прихованих залежностей і тенденцій, котрі не можна описати засобами фундаментального, регресійного чи спектрального аналізу [23, 109, 181, 191].

3.2. Державне регулювання фондового ринку України в умовах глобалізації світової фінансової системи

Термін „глобальний” походить від французького *global* - всезагальний, той, що охоплює всю земну кулю. На рубежі XIX – XX ст. світове господарство сформувалося як цілісна система. Наприкінці XIX ст. світ став глобальним тобто почав існувати як система [72]. У цей період сформувалась система глобального капіталізму. Англія постачала вугіллям в половину країн світу; кайзер Вільгельм II намагався проводити *Weltpolitik* – світову політику. Світ був відкритий для комерсантів і мандрівників. Цей етап, що відзначився економічним переділом світу, поділом світового господарства на протилежні системи та їхнім протистоянням, одержав назву структурної глобалізації.

Сьогодні ми спостерігаємо послідовну форму глобалізації, що розвивається в умовах світового господарства з ринковою системою. Людство пройшло внутрідержавний / макро- (в рамках імперії), міждержавний / мезо- (колонії - метрополії) і дійшло до міжрегіонального / мікрорівня (промислово розвинені держави), але є ще вищий, так званий “макро з макро” – мегарівень.

Однак існує й інший підхід, за яким історія розвитку глобалізації розпочинається у XX ст., коли виходять на арену загальнопланетарні проблеми, новітні технології, розширюється світовий фінансовий простір та інше.

Отже, термін „глобалізація” став розповсюдженим у 80-х роках XX ст. і зрештою саме сьогодні він несе як позитивні, так і негативні наслідки.

Автор З. Луцишин [104] зазначає, що головними проблемами сучасної глобалізації вважають економічну взаємозалежність та інформаційну глобалізацію.

Розвиток економіки країн на теперішньому рівні прогресу значною мірою корелюється з розвитком фондового ринку, як одного із найдинамічніших і найсучасніших секторів економіки. Розвиток останнього, у свою чергу, сприяє швидшим темпам адаптації країни до кардинальних змін, що відбуваються на світовому ринку. Така адаптація дає змогу підтримувати сталі темпи зростання

економіки і при цьому отримувати кращі результати щодо розвитку інформаційної, соціальної чи правової політик країни.

Глобалізація світової економіки сприяє формуванню єдиного ринку капіталів. Фондовий ринок є одним з головних механізмів акумулювання та перерозподілу капіталу у національній економіці та світовій.

Світовий досвід не дає однозначної моделі ефективної бази регулювання і контролю державою фондовим ринком, оскільки фондові ринки різних країн функціонують за різними моделями, мають свої власні правила роботи, структуру і систему органів управління. Однак, незважаючи на розбіжності, організаційна побудова системи регулювання у переважній більшості держав базується на концепції дворівневої системи органів регулювання. Перший рівень формують органи державного регулювання (державно-правове регулювання), другий рівень утворюють окремі інститути – саморегулятивні організації, створені професійними учасниками фондового ринку (інституційно-правове регулювання) [85].

У розвинутих країнах системи державно-правового регулювання поділяють на системи “необмеженої” та “обмеженої” свободи дій. Перша передбачає, що учасник фондового ринку може приймати будь-які не заборонені законом рішення щодо своєї поведінки на ринку. Основоположним принципом системи такого типу є принцип “дозволено все, що прямо не заборонено законом” (США, Великобританія, Франція, Німеччина, Канада, Австралія). Система “обмеженої” свободи дій базується на принципі “дозволено лише те, що прямо дозволено законом”. Учасник фондового ринку розглядає неврегульованість певних ринкових відносин або відсутність явно вираженого дозволу на здійснення певних дій як заборону на їхнє здійснення (Японія) [88].

Зі світового досвіду відомо, що понад 30 країн з розвиненими фондовими ринками близько 50% мають окремі самостійні відомства: США – комісії з цінних паперів та фондових бірж; Японія – Бюро з цінних паперів; Німеччина – Федеральне управління по банківському нагляду; Великобританія – Рада з цінних паперів та інвестицій; Франція – Комісія з біржових операцій; Корея – Комісія з цінних паперів, біржі і Спостережна рада з цінних паперів. Міністерство фінансів

несе відповідальність за фондовий ринок приблизно у 15% країн. У таких країнах як Німеччина, Австрія, Бельгія головну відповідальність за фондовий ринок несе Центральний банк та орган банківського нагляду. У Швейцарії немає жодного державного органу, що централізував би регулювання фондового ринку [114, 141].

Світовий досвід засвідчує, що причиною економічної, а нерідко й політичної кризи є слабозвинений фінансовий сектор країни. Відповідно, фондовий ринок спроможний надати фінансові послуги, необхідні для виживання в умовах глобалізації.

Значна популярність фондового ринку спостерігається в США. Незважаючи на злети і падіння, нестабільність економічного розвитку в США, бюджетний дефіцит в ЄС, війни, терористичні акти за останні три роки, сьогодні на американському ринку акцій простежується тенденція до зростання: за підсумками 2003 р., індекс „блакитних фішок” Dow Jones Industrial Average, додав 25,3%; індекс компаній S&P 500 підвищився на 26,4%; індекс Russell 2000 зріс на 38%; Nasdaq Composite підскочив на 50% [195].

Отже, зростаюча глобалізація підштовхує вітчизняних емітентів та інституції ринкової інфраструктури до звернення все більшої уваги на події, що відбуваються на світових фондових ринках.

Сьогодні фондовий ринок України перебуває на етапі переходу із механізму зі статусом обслуговування процесів перерозподілу капіталу в повноцінний, глобальний сегмент економіки, що слугує головним мірилом розвитку та багатства країни; необхідні вирішальні зусилля щодо перетворення його у механізм залучення та збереження коштів населення, засіб накопичення та перерозподілу активів від неприбуткових до прибуткових галузей промисловості та окремих суб'єктів господарювання.

Лауреат нобелівської премії з економіки Джозеф Стігліц [157] вважає, що, крім песимізму, ринки можуть виявляти також надмірний оптимізм, і ця проблема, зачислена до ринкових недосконалостей, передусім проявляється на ринках капіталу; вона потребує широкого набору інтервенцій. Вчений наводить приклад фондового ринку в Таїланді, де невинуватене похвалення спричинило

до створення “бульбашок”, які щораз збільшувалися, а іноді і взагалі створювалися унаслідок припливу в країну “гарячих” спекулятивних грошей. Надмірне пожвавлення змінилося надмірним песимізмом, коли потоки капіталу зненацька змінили напрям на протилежний.

Особливу вагу набувають питання розвитку фондового ринку та його державного регулювання під впливом глобалізації економіки країни. Необхідно врахувати національні інтереси суспільства та для цього зберегти важелі впливу на протікання процесу глобалізації в окремій країні.

Сьогодні фондові ринки існують майже в усіх країнах Європейського Союзу. Серед країн Східної Європи найрозвиненішими є фондові ринки Угорщини, Польщі та Чехії.

Початок двадцять першого століття відзначається глобалізацією соціально-економічного розвитку та посиленням взаємозв'язку між різними країнами світу. Цій проблемі присвячено наукові розробки М. Мальського, І. Михасюка [117], В. Плиси [133, 134], О. Білоуса, Д. Лук'яненка [30], А. Бичкова [47], С. Долгова [70], С. Лушина [105], М. Долішнього [71], В.Геєць [74], А. Гальчинського [55], С. Панчишина [129], С. Реверчука [137] та інших науковців. Під глобалізацією вони розуміють сукупність таких процесів і явищ, як транскордонні потоки товарів, послуг, капіталу, технології, інформації і міждержавне переміщення людей, панування орієнтації на світовий ринок у торгівлі, інвестуванні й інших трансакціях (на рівні фірми), територіальна та інституціональна інтеграція ринків, а також виникнення глобальних проблем екологічної деградації чи надмірного зростання народонаселення, для розв'язання яких потрібна всесвітня співпраця [117].

Глобалізація — це найяскравіший прояв прогресу, що несе незліченні економічні та соціальні новації. Новації ці, здебільшого, перспективні, причому не тільки за критерієм достатку невідомих раніше благ і послуг, але й з урахуванням обрисів нового вигляду людства, що потроху починають простежувати [130, с.7].

Інакше кажучи, глобалізація – це процес, спрямований на створення більш інтегрованої та взаємозалежної світової економіки. Глобалізація є процесом, котрий неможливо спинити [117, с.8] і котрий немає вороття назад. Цей процес дав поштовх для покращення економічного життя держави загалом.

Загалом глобалізація фондових ринків передбачає широке розповсюдження інвестиційних фондів, розрахованих на дрібних вкладників та, акумулюючи значні кошти, великі накопичення пенсійних фондів і страхових компаній, на процеси приватизації в багатьох країнах, унаслідок яких ринки поповнюються новими цінними паперами [47].

Фондовий ринок Угорщини – один з „найстаріших” ринків з усіх східноєвропейських країн. У червні 1990 р. відкрилася перша у Східній Європі фондова біржа – Будапештська (БФБ). Законодавством передбачено випуски акції трьох видів: звичайних, привілейованих та акції трудового колективу. Реєстр, зазвичай, здійснює сам емітент.

Органом, що регулює фондовий ринок Угорщини, з 1998 р. є Комісія з цінних паперів, яка виникла на базі об'єднання Комісії з цінних паперів і бірж та банківського регуляторного органу.

Польський фондовий ринок відзначається наявністю різноманітних цінних паперів: акції (пред'явницькі та іменні, в готівковій і безготівковій формі), облігації (державні облігації та казначейські облігації, що випускаються на один рік). Учасники ринку: банки і компанії з цінних паперів. Основний орган регулювання – Комісія з цінних паперів. Комісія реєструє випуски цінних паперів приватних емітентів. Різні вимоги до розкриття інформації пред'являються до цінних паперів, призначених для відкритої підписки та обігу на біржі, і цінних паперів, розміщених по закритій підписці, обертатимуться на позабіржовому ринку. Комісія ліцензує діяльність компаній з цінних паперів і банків і має право позбавляти їх ліцензій. Комісія також ліцензує фахівців фондового ринку.

Польський закон щодо цінних паперів передбачає штрафи і тюремне ув'язнення на термін до 5-ти років за введення інвесторів в оману при випуску цінних паперів чи при торгівлі з використанням інсайдерівської інформації. За дії,

результатом яких стає штучне підвищення чи зниження цін на фондовому ринку, передбачено 3 роки ув'язнення.

Закон про цінні папери Чеської Республіки припускає емісію як іменних, так і пред'явницьких акцій. Найпоширенішими є акції в бездокументарній формі випуску. Практично всі операції з ними реєструються тільки в Депозитарному центрі. Ринок державних облігацій порівняно невеликий, що пояснюється виваженою політикою держави.

Празька фондова біржа – єдина біржа країни – організована у формі акціонерного товариства.

Сучасний фондовий ринок України є складною у функціональному та інституціональному аспектах системою, яка, з одного боку, має ринкові механізми саморозвитку і самоорганізації, а з іншого – слугує об'єктом досить жорсткого державного регулювання. В режимі свого нормального функціонування фондовий ринок позитивно впливає на економіку будь-якої країни, а в періоди відхилень від такого режиму відчувається негативний вплив не тільки на економічні, але й на соціальні процеси [65].

Значно новішим явищем для глобалізації фондових ринків є випуск євроакцій та єврооблігацій. Їхнє виникнення спричинене введенням євровалюти на початку 60-х років нового етапу в розвитку міжнародного фондового ринку. Його специфіка полягає у тому, що сфера руху євроакцій та єврооблігацій створюється не внаслідок взаємодії національних ринків, а як більш або менш самостійна надбудова над ними [46].

Питання глобалізації досліджували також і зарубіжні вчені, зокрема, Джозеф Стігліц [157, с. 16], Дж. Сорос [155, с.58] та інші. За їхньою версією, глобалізація – усунення бар'єрів для вільної торгівлі й тісніша інтеграція національних економік – може бути доброю силою, і що вона має потенціал, щоб зробити багатшим кожного у світі, зокрема – бідних [157, с.16].

За порівняно короткий проміжок часу у постсоціалістичних країнах, на відміну від еволюційного формування класу власників в економічно розвинутих країнах, приватизувалися тисячі підприємств, які становили основу економік

країн Центральної та Східної Європи. Для розміщення акцій приватизованих підприємств не існувало навіть базової інфраструктури фондового ринку [193].

Автори Р. Набок та О. Шитко [122] зазначають, що розбіжності у методах приватизації, термінах виникнення та розмірах фондових ринків у країнах з перехідною економікою породжують розподіл цих країн на чотири групи (таблиця 3.3).

Таблиця 3.3

Групи країн із перехідною економікою за місцем фондового ринку в процесі приватизації

Група 1	Група 2	Група 3	Група 4
Болгарія	Естонія	Азербайджан	Албанія
Литва	Латвія	Вірменія	Боснія і Герцеговина
Македонія	Польща	Казахстан	Білорусь
Молдова	Словенія	Киргизстан	Грузія
Румунія	Угорщина	Польща (до 1996 р.)	Таджикистан
Словаччина	Хорватія	Росія	Туркменістан
Чехія		Узбекистан	
		Україна	

■ - Країни-нові члени ЄС

Аналіз розвитку фондових ринків у зазначених групах країн засвідчив, що методи приватизації визначили відмінні ступені розвитку фондового ринку та обсяг операцій на ньому (рис.3.3).

Поштовхом до створення фондових бірж слугувала масова приватизація. В Україні з кожним роком спостерігається значний розвиток процесу приватизації.

Фондовий ринок на Україні розпочав свою діяльність з часу прийняття одного з перших нормативних документів щодо фондового ринку – Закону України „Про цінні папери та Фондову біржу” (1991 р.). Відповідно до цього закону, засновано Українську Фондову біржу з філіями практично в усіх областях України, яка тривалий час була єдиним в Україні фондовим інструментом.

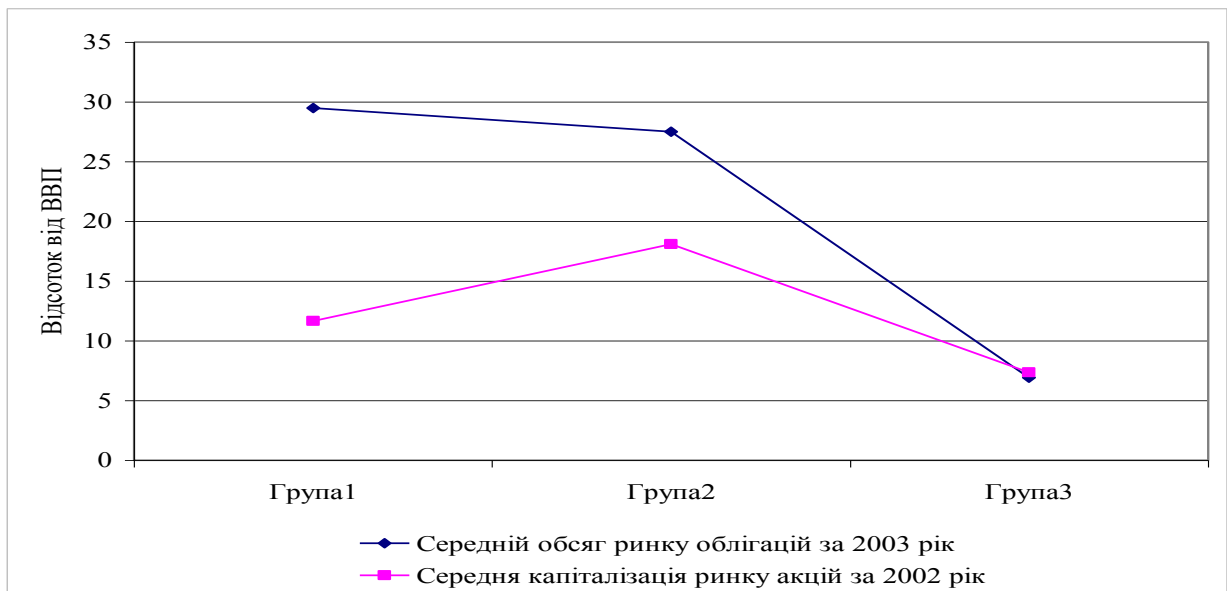


Рис. 3.3. Окремі показники фондового ринку у групах країн

Положення Закону унеможлилювали виникнення та функціонування інших фондових інститутів України. Згодом передчасність централізації фондового ринку та неефективність його уніфікованого функціонування стали очевидними. Зі зміною діючого законодавства, в Україні виникають інші фондові інститути. Регулювання фондового ринку з 1 квітня 1998 р покладено на незалежну Комісію з цінних паперів (до цього регулюванням займалося Міністерство фінансів) [93].

Станом на 01.01.2005 року ліцензіями на здійснення діяльності з організації торгів на ринку цінних паперів володіло 10 суб'єктів підприємницької діяльності (далі – організатори торгівлі) – 8 бірж та 2 торговельно-інформаційні системи. За підсумками торгів у 2004 році найбільшим організованим ринком є Перша фондова торговельна система, на частку якої припадає – 74,66%, та УФБ (16,02%); на частку інших організаторів припадає менше 3%. Порівняно з 2003 роком зменшилась питома вага укладених угод майже на всіх біржах і збільшилась тільки на УФБ - 5,42% [202].

Як і у попередні роки, провідну позицію на фондовому ринку України серед фінансових інструментів за обсягами зареєстрованих випусків займають акції та облігації. Зауважмо, що протягом останніх чотирьох років спостерігалась тенденція щодо стабілізації обсягів випуску цінних паперів і перетину межі у 110 млрд грн.

Діяльність державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку у сфері міжнародних зв'язків здійснюється відповідно до загальнодержавної політики у сфері зовнішніх відносин, орієнтованої на запровадження в Україні світових стандартів регулювання економіки та розширення співробітництва з Європейським союзом у рамках програми інтеграції України до ЄС.

Значний внесок для прискорення процесу вдосконалення національного фондового ринку може надати міжнародний фондовий ринок, який засвідчує, що жорстке незалежне державне регулювання є вкрай необхідним для успішного розвитку ринку цінних паперів. Причому перші кроки ринків цінних паперів у розвинутих країнах, перед введенням жорсткого державного регулювання, були спричинені значними порушеннями, що втратили довіру до цих ринків. Зазвичай, це призводило до невтішних результатів.

У додатку К подано показники дохідності акцій “найблакитніших” американських компаній, які здебільшого не можуть похвалитися бодай мінімальною прибутковістю для своїх інвесторів. Індекс ринкових цін 12-ти із наведених 16-ти компаній, обчислений відповідно до останнього 4-річного періоду, засвідчує на втрату цими акціями ринкових позицій. Основні причини – загальний занепад американського ринку цінних паперів, спричинений терористичними нападами 2001 року та загрозою їхнього рецидиву, а також фінансовою кризою на світовому ринку телекомунікацій.

З огляду на зміни у законодавстві та численні корпоративні скандали у США ринок цієї країни виявляв тенденції до поновлення. З погляду корпоративної етики 2003 рік у США став роком примирення. Близько десяти найбільших банків країни заявили про те, що на добровільних засадах (однак під впливом Комісії з цінних паперів та бірж (SEC)) компенсують інвесторам втрати від таких гучних банкрутств, як Enron або Tyco. Незважаючи на те, що у жовтні – грудні 2003 року в США розгорнулись нові корпоративні скандали за участю найбільших інвестиційних фондів, ринок продемонстрував тенденції до зростання. За рік NASDAQ 100 зріс практично на 70%, а S&P 500 – лише на 20%, що можна вважати підтвердженням сильних позицій технологічного бізнесу в США. Проте загальні

перспективи фондового ринку США виглядають менш привабливо. Хоча на сьогодні можна спостерігати безперервне зростання загального індексу S&P 500, темпи його зростання загалом відстають від зростання технологічного сектора. Очевидно, таке відставання спричинене тим, що вартість акцій цих компаній зростає і знижується з більшими темпами, ніж у середньому по ринку [176].

Якщо розрахувати коефіцієнти кореляції між рухом основних американських індексів та індексом ПФТС за динамікою за 2003 рік, то за всіма парами між українським індексом та американськими індексами можна спостерігати позитивну і доволі кореляційну залежність. Причому рівень різниці залежності є досить невисоким (див. табл. 3.4).

Таблиця 3.4

**Коефіцієнти кореляції між основними
фондовими індексами в США та індексом ПФТС за 2003 рік [177]**

Індекс	Dow Jones Industrial Average	Dow Jones Composite Index	S&P 500	NASDAQ Composite Index	AMEX Composite Index	Індекс ПФТС
Dow Jones Industrial Average	100,0	990,69	99,30	97,40	95,35	88,04
Dow Jones Composite Index	99,69	100,00	99,54	97,83	95,51	88,66
S&P 500	99,30	99,54	100,00	97,70	95,47	87,55
NASDAQ Composite Index	97,40	97,83	97,70	100,00	95,52	90,69
AMEX Composite Index	95,35	95,51	95,47	95,52	100,00	91,12
Індекс ПФТС	88,04	88,66	87,55	90,69	91,12	100,00

Найбільша кореляційна залежність простежується по AMEX Composite Index (91,12 %) та NASDAQ Composite Index (90,69%), найнижча – по S&P 500 (87,55%). Що ж наближує індекс ПФТС до AMEX, NASDAQ і дещо віддаляє від S&P? Різницю у схильності зміни українського індексу до зміни американських індексів можна пояснити істотною різницею у кількості емітентів. Зауважимо, що до S&P зачислено 500 емітентів, а до індексу ПФТС – лише десять [176].

Незважаючи на розбіжності між ринками США та України, на них можна спостерігати однакові тенденції. А висока позитивна кореляційна залежність засвідчує на прямий вплив подій, які відбуваються на американському ринку, на вітчизняний.

Очевидно, з розвитком вітчизняного ринку ступінь його кореляції із розвиненим американським ринком тільки зростає. Ефект залежності підсилюють не лише чисельні нерезиденти, а й вітчизняні фінансові інститути, які досить часто потай працюють за кордоном під прикриттям офшорних компаній. Сьогодні вже нікого не дивує наявність у США брокерських фірм та інвестиційних банків, які мають у штаті російськомовний персонал, головний обов'язок якого – обслуговування клієнтів із країн СНД. Гіпотетично в Україні існують фізичні та юридичні особи, що працюють на кількох ринках водночас. Така робота також сприяє паралельному рухові наших ринків [176, с. 16].

Отже, український капітал, потрапляючи за кордон, знову повертається в Україну проте у формі „іноземних” інвестицій. Втім, юридично довести належність офшорів до банківських структур практично неможливо. І навіть незважаючи на обмеження з боку НБУ, капітал усе одно вивозиться з України.

На нашу думку, головною підставою прямого вивезення українського капіталу за кордон є недосконала система валютного контролю, яка потребує змін і доповнень, а також відсутність досконалого регулювання та нормативно-законодавчої бази. Передусім важливим є контроль за здійсненням операцій з деривативами. Комісія з фондового ринку США та британське Агентство фінансових послуг вважає, що жорсткий контроль за цією сферою є обґрунтованим і необхідним. У зв'язку з цим зростає роль НБУ у регулюванні фондового ринку. Однак природа такого регулювання нині зазнає значних змін, спричинених постійними інноваціями.

Заступник голови Банку Англії Д. Клементі зауважив, що „у світі, де німецький торговець може торгувати на біржі в Лондоні з партнером зі США, який використовує французького технологічного провайдера і бельгійського

розрахункового агента, навряд чи можна бути впевненим у тому, що всі учасники процесу ефективно регулюються” [198].

Друге місце після США за обсягами торгівлі займає фондовий ринок Японії. Токійська фондова біржа є однією з трьох самих найбільших бірж світу та успішно конкурує з нью-йоркською фондовою біржею. Членами Токійської фондової біржі, котра здійснює брокерсько-дилерські операції, є 124 брокерсько-дилерські фірми. Особливістю біржі є те, що з квітня 1999 року токійська фондова біржа перейшла на систему “CORES”, а також “FORES” – електронні комп’ютерні системи. Завдяки комп’ютеризації Токійська фондова біржа спроможна проводити за один робочий день понад 5 мільярдів торгових операцій [79].

Питання про вдосконалення відповідного законодавства наприкінці 2000 року порушив відомий у Європі банкір (колишній керівник Банку міжнародних розрахунків і бельгійського центробанку) барон А. Ламфелюзі. Його міркування стосувалися, зокрема, модернізації системи регулювання фінансових ринків, побудови відкритого і прозорого європейського ринку цінних паперів, створення загальноєвропейських фінансових продуктів, забезпечення необхідного захисту їхніх споживачів тощо. У лютому 2001 року ідеї А. Ламфелюзі та очолюваної ним групи фахівців набули цілком конкретної пропозиції щодо створення комісії Євросоюзу із цінних паперів, яка сприяла б посиленню європейського ринку капіталу в його очікуваному змаганні із заокеанськими конкурентами. Наявність такої комісії, на думку А. Ламфелюзі, не знімає потреби у створенні чи вдосконаленні національних органів контролю та нагляду за фондовим ринком [177].

Все це має тільки підсилити паралельний рух вітчизняного та розвинених ринків і, очевидно, наблизити ринок України до європейських ринків.

Порівняно з ринками інших країн, можна стверджувати, що український ринок перебуває серед лідерів. Тільки у 2002 році український ринок зріс на 50%, водночас основні світові фондові індекси Dow Jones та NASDAQ продовжували своє падіння. За останні три роки український фондовий ринок зріс на 37%. Отож за темпами зростання Україна перебуває серед лідерів поряд з іншими країнами Центральної та Східної Європи [145].

У 2004 році на українському фондовому ринку продовжувалась співпраця з Міжнародною організацією Комісій з цінних паперів (IOSCO). Комісія є постійним членом зазначеної організації (починаючи з вересня 1996 року). Сьогодні метою цього співробітництва є підписання багатостороннього меморандуму щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією. Двостороннє співробітництво Комісії з органами регулювання ринків цінних паперів інших країн здійснюється в рамках Меморандумів про взаєморозуміння з відповідними організаціями. Зокрема, в 2004 році Комісією було підписано Меморандуми про взаєморозуміння з Комітетом з цінних паперів при Раді Міністрів Республіки Білорусь, Державною комісією при Уряді Киргизької Республіки з ринку цінних паперів [202]. Отож при здійсненні міжнародних економічних зв'язків, відповідно до загальнодержавної політики у сфері зовнішніх відносин, фондовий ринок набуває глобального розвитку.

Нині Західна Європа – найдинамічніший регіон світу, економічне зростання якого з кожним роком збільшується. Зауважимо, що для загальноєвропейського фондового ринку визначальними є не кількісні, а якісні показники. Вони передусім, залежать від законодавчої бази, створеної в країні, а також від рівня розвитку економічних відносин з іншими країнами, технологічної бази та інших важливих чинників.

Зважаючи на це, внутрішні фондові ринки О. Шаров поділяє на три види [177]:

- розвинуті, до яких належать, передусім, Великобританія, Швейцарія, Австрія, Німеччина та інші країни Європейського Союзу;
- конвергуючі, зокрема: Греція (яка нині переживає своєрідний фондовий бум), Туреччина (незважаючи на її нинішню фінансову кризу), а також країни, які досягли успішних результатів ринкових реформ – Польща, Угорщина, Чехія і певною мірою Словаччина;
- виникаючі ринки, вони перебувають на стадії становлення. Причини такого стану різні, а саме: недостатній рівень капіталізації у країнах Балтії, триваючі війни на Балканах, спекулятивний і нестійкий характер доволі великого

російського ринку, відсутність справжніх ринкових реформ в інших східноєвропейських країнах (зокрема, в Україні).

Загальновідомо, що ЄС – прихильник вільного та легального переливання капіталів. Європейським брокерам все одно, звідки надходять гроші на рахунок клієнта, аби тільки не було відмивання грошей. В Україні сьогодні реально представлено кілька відомих європейських портфельних інвесторів: ING Group, UniCredito Italiano, RZB Group, HVB Group та ін. Здебільшого – це фінансові посередники, які частково інтегруються в банківський сектор країни. Передусім їх приваблює „дорогий” український кредитний ринок, на якому досить вигідно можна розмістити ресурси. Промисловий профільний інвестор тільки розпочинає з’являтися в Україні [176].

Зокрема, фондові ринки європейських країн із перехідною економікою можна поділити на такі групи:

- група країн, ринки яких утворилися під час масової приватизації та подальшої концентрації капіталу внаслідок укладення угод на вторинному ринку. Сюди зачислено такі країни: Чехія, Словаччина, Болгарія, Литва, Румунія, Югославія;

- ринки, які створювалися шляхом первинних публічних пропозицій емітованих акцій із доволі високою ліквідністю (Хорватія, Естонія, Латвія, Польща);

- група країн, ринки яких утворилися внаслідок масової приватизації (масовий випуск акцій на фондових ринках країн третьої групи відсутній). Сюди належить Україна та Росія [177].

Якщо охарактеризувати соціально-політичні проблеми країни, то українська економіка виглядає значно краще, ніж Великобританія, Німеччина чи Франція. Порівнюючи з американським ринком, ринки цих країн є більш нестабільними і незбалансованими. І хоча вони частково об’єднані єдиною валютою, яка показала непогані темпи зростання, їхні перспективи у майбутній світовій економіці виглядають не дуже впевнено.

У 2003 році європейські ринки пережили гучні скандали. Наприклад, за офіційними повідомленнями Deutsche Bank – одного з найбільших банків ЄС, одразу два високопосадовця банку перебувають під підозрою в корпоративних махінаціях при поглинанні [176].

Ненайкращими є справи й у Credit Lionas, який сьогодні належить до групи Credit Agricole. Банк звинувачують у незаконних угодах з акціями каліфорнійської страхової компанії Executive Life у 1991-1994 рр. На вимоги прокурора штату Каліфорнія, банку та кільком посадовцям загрожує штраф у розмірі близько \$4 млрд. Французький уряд намагався розв'язати проблему на рівні міжурядових переговорів, однак зміг лише зменшити цю суму штрафу до \$0,5 млрд. Проте американська сторона ще не поставила остаточної крапки на відкритому процесі і вимагає видачі посадовців банку та кількох бізнесменів, звинувачених у кримінальному злочині. Пікантність ситуації з Executive Life полягає у тому, що у схемі був задіяний голова Європейського центрального банку Жан Клод Тріше. У жовтні – листопаді 2003 року в ЄС суди всіх інстанцій виправдали посадовця, однак судове вирішення справи створило певні проблеми для корпоративної еліти Франції, оскільки серед колишніх невдалих банкірів опинились міністр фінансів Франції та посадовці кількох відомих міжнародних фінансово-кредитних організацій [176].

Схильність європейських ринків до нестабільності підсилили банкрутства інформаційної імперії Кірха у Німеччині та італійської компанії Parmalat. Наприкінці 2003 року на європейських ринках відчувало напруження, і якщо в Нью-Йорку ринок обвалювався навіть при виникненні підозрілого диму в метро, то в Європі аналогічну реакцію можна було спостерігати після повідомлення відомих компаній про допущені помилки в опублікованій фінансовій звітності.

Загальний аналіз ситуації на європейських ринках останніми роками засвідчує особливу нестабільність ринку в Німеччині. Аналітики вважають, що невпевненість інвесторів у позитивних трендах розвитку німецької економіки була об'єктивною і зумовлювалась щонайменше двома чинниками – надвисоким курсом євро та долара і проблемою дефіциту бюджету ФРН. Втім, аналогічні

проблеми у Франції залишили її головний фондовий індекс САС – 40 у відповідному руслі.

Передусім в країнах ЄС намагалися визначити оптимальну кількість підприємств, що мають знаходитись у державній власності. Зокрема, Франція, Італія та Великобританія обґрунтували доцільність існування значної кількості державних підприємств, насамперед за необхідності монополій. У Німеччині, де перша хвиля приватизації пройшла у 60-х, у 1979 р. у державній власності перебувало 900 компаній. У цьому ж році Великобританія вперше спробувала змінити цю практику, розпочавши приватизацію державних підприємств, які раніше розглядалися як „природні державні монополії”. Після їхньої приватизації цей досвід набув поширення і серед інших країн Європи [101, с. 15].

Приватизація на сході ФРН забезпечувалась суворим дотриманням і виконанням накреслених завдань, а саме: протягом першого року належало оцінити державне майно, яке підлягає приватизації; протягом другого року – продати все те, що можна було продати, підготувати до продажу інші об’єкти, паралельно проводячи пошук нових покупців; продати підприємства після передприватизаційної підготовки. Здійснюючи приватизацію, заборонялось повернення об’єктів у державну власність, а невиконання умов бізнес-планів тягло за собою накладення значних штрафів.

Як і будь-який перерозподіл власності, східнонімецька приватизація не обминула конфліктів і незадоволення скептиків. Однак вона не була локомотивом економічних перетворень. Насправді, інвестиційний клімат та умови ведення бізнесу у східній Німеччині вже через кілька років після об’єднання не відрізнялись від умов ФРН загалом: стабільна валюта, справно функціонуюча судова система, ринкові закони регулювання природних монополій, економічна політика ринкового типу були цілком нормальним явищем на всій території Німеччини. Окрім того, держава заощаджувала ведення бізнесу в цьому регіоні, надаючи субсидії та інші неринкові стимули. Приватизація у східнонімецьких землях була органічно вписаною частиною загальних економічних перетворень на шляху до ринку, новими власниками ставали переважно західнонімецькі фірми.

На відміну від німецької, українська приватизація завжди йшла на кілька кроків попереду інституційної реформи, стимулюючи її впровадження. Саме приватизація суттєво змінила економічне обличчя країни, спонукаючи конкуруючих нових власників і владу до економічних реформ та ринкового регулювання економіки [101].

Підтримуючи лібералізацію, що відбувалася в кількох (хоча й не в усіх) країнах Європейського Союзу, Європейська комісія повинна була надати гарантії вільної торгівлі і забезпечення послуг у рамках ЄС. Із цією метою розпочалася підготовка різноманітних директив, які уможливили лібералізацію ринку, передусім таких, які допускають існування зовнішніх конкурентів на ринку, що раніше належали державним монополіям. Однак європейське законодавство не вимагає приватизації колишніх державних монополій. Хоча цей процес і відбувається за підтримки національних законодавців аби забезпечити доступ до ринку капіталу та залучити приватних інвесторів.

Отож, як засвідчує досвід країн з перехідною економікою, успішний розвиток національних фондових ринків значною мірою залежить від активної політики держави щодо їхньої розбудови.

Одним з головних завдань економічної політики є визначення орієнтирів державної політики на фондовому ринку. Наприклад, ДКЦПФР спільно з Агенцією США з міжнародного розвитку та Financial International, Inc. (FMI) започаткували роботу над створенням „Програми розвитку фондового ринку України на 2001 – 2005 роки” [65].

Згідно з Програмою, головними тенденціями розвитку фондового ринку України є: створення міжнародних торговельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу; технологія ринків капіталів через використання новітніх інформаційних і фінансових технологій; інтернаціоналізація та регіоналізація регулювання фондових ринків.

У 2002 році обсяг вторинних торгів акціями на ринку ПФТС зменшився на 51% порівняно з 2001 роком. Проте, незважаючи на це, котирування „блакитних фішок” минулого року значно зросло. Наприклад, ціна акцій „Центренерго”

зросла на 481%, „Нижньодніпровського трубопрокатного заводу” – на 271%, „Дніпроенерго” – на 120%, „Західенерго” – на 95%, „Укрнафти” – на 23%. Проте загальна динаміка могла бути значно кращою, якби не вплив низки негативних чинників у другій половині 2002 року (зокрема падіння російського та інших зарубіжних фондових індексів) [145].

Підсумовуючи короткий огляд розвитку та державного регулювання фондового ринку Європи, важливо зауважити, що Україна опинилася в третій – найслабшій за розвитком – групі країн. Найважливіше те, що наявний відрив лідерів від аутсайдерів із часом, очевидно, лише збільшуватиметься. Невтішні перспективи мають спонукати до кардинальних змін на вітчизняному фондовому ринку, передусім стосовно вдосконалення законодавчої бази, регулятивної політики, структурних реформ. Це потребує повсякденної уваги і значного фінансування як з боку державної влади, так і з боку самих учасників ринку. Без цього Україна може назавжди втратити можливість інтеграції в загальноєвропейський ринок, і не тільки фондовий [177]. На думку зарубіжних експертів, сьогодні склалася сприятлива ситуація для залучення в Україну іноземних інвестицій.

Отож, фондовий ринок у розвинутих країнах є надто зарегульованим, і це правильно, оскільки його стан визначає безліч процесів в економіці. З іншого боку, державне регулювання не є самоціллю, а підпорядковане реалізації та захисту інтересів громадян. Щодо цього держава поводить себе цивілізовано: встановлює правила гри на фондовому ринку, обов’язкові для всіх, зокрема і для себе; не змінює ці правила заднім числом; громадяни мають реальні можливості звертатися за забезпеченням своїх прав до суду.

На нашу думку, одна з головних причин негараздів фондового ринку України полягає в тому, що Закони та нормативні акти ДКЦПФР майже не враховують особливості перехідної економіки. Адже в перехідних економічних системах діють зовсім інші механізми впорядкування суспільного життя, ніж в економічно розвинених країнах. Отож механічне перенесення на непідготовлений ґрунт схем, моделей та інших атрибутів, що відмінно працюють у розвиненій економіці, в наших умовах не даватиме аналогічного результату. Здебільшого, такі схеми

потребують відповідної адаптації, оскільки їхнє функціонування в умовах розвинених ринків суттєво спирається на інструменти та інститути, котрі в економіці, що розвивається, можуть бути просто відсутніми. Прикладом такої адаптації може слугувати побудована модель Квазі-Шарпа.

Стабільність ринку, висока культура його функціонування зміцнюють довіру населення, торговців цінними паперами, інституційних інвесторів, організаторів торгівлі цінними паперами та потенційних іноземних інвесторів до органів державної влади, що безперечно, сприяє залученню нових інвестицій, конче необхідних зараз для вітчизняної економіки. А доки на ринку існуватимуть конфлікти інтересів, які, за своїм змістом, є природними і потребують значних еволюційних змін у законодавчій системі, розвиток фондового ринку буде загальмовано.

Отже, невпорядкована глобалізація на ринку, її надмірна асиметрія, породжена динамічним зростанням і подальшим ускладненням фінансового стану на фондовому ринку за відсутності дієвих інституційних рамок його регулювання, об'єктивно вимагають посилення міжнародних механізмів регулювання капіталопотоків. Координація національної економічної політики та інтересів глобального капіталу має базуватися на визнанні реальної ролі емерджентних ринків, врахуванні тенденції перетворення ринків, що народжуються, у повноцінні фондові ринки.

Здійснення державою ефективної фінансової політики, спрямованої на стимулювання інвестиційної активності, необхідно базуватись на чіткому розумінні структури інвестиційного ринку, його ключових елементів і процесів. Оскільки головними учасниками фондового ринку є підприємства – емітенти цінних паперів, індивідуальні інвестори, інституціональні інвестори та професійні учасники, державну інвестиційну політику доцільно спрямувати на розвиток, підтримку, захист і стимулювання їхньої діяльності, на розвиток інфраструктури ринку.

Сьогодні вважають, що необхідними у чинному законодавстві нашої країни є зміни, які: нададуть дрібним акціонерам більші права; введуть інститут незалежних директорів, право вето з боку міноритарних акціонерів і параметри

нової емісії; спричинять до змін у системі голосування на зборах акціонерів за посадовців, заборону впливової участі на ринку капіталів в Україні офшорних компаній та компаній з юрисдикцій, де можна скористатись послугами номінального директора; зумовлять подальше забезпечення прозорості та інформаційного забезпечення ринку [175, с. 8].

На нашу думку, з метою забезпечення ефективного функціонування та розвитку фондового ринку, офіційне, державне регулювання розкриття інформації повинно гарантувати її чітку, вичерпну та своєчасну підготовку компаніями. Рівень практичної корисності інформації, що публікується, повинен бути достатнім настільки, щоб існуючі і потенційні фінансово зацікавлені особи зуміли спостерігати за процесом управління організації, а також за якістю її виробничої та фінансової діяльності.

Ймовірно, що ситуація залишатиметься незмінною, доки національний орган регулювання в особі ДКЦПФР не змінить стратегію регулювання на дещо жорсткіше регулювання. Прикладом таких змін може бути Росія, де ФКЦБ жорстко поставила під контроль банки, які активно працюють на ринку корпоративних цінних паперів, водночас однозначно вирішивши питання про розподіл повноважень регулювання між Центральним банком РФ та самою Комісією [175].

Сьогодні весь тягар виникає унаслідок, нереалізованості у найближчому майбутньому національної консолідації та оптимізації взаємодії соціально-політичних сил. Взяти, наприклад, хоча б країни ЄС. Їхній потенціал настільки сильний, що здатний, за необхідності, регулювати попит, підвищуючи чи знижуючи його на території всього європейського континенту. Через Європейську валютну систему і грошовий союз формується система міжнародного фінансового порядку [117, с. 8]. Це, звичайно, впливає на інструменти, які використовують на фондовому ринку. Виникає можливість боротьби з несправедливістю та беззаконністю.

Світовий розвиток фондових ринків пред'являє все жорсткіші вимоги до оборотності цінних паперів. Нові інформаційні технології спричинили створення

нових технологій і на ринку цінних паперів. Технічний прогрес виявився чинником, який стимулював розвиток централізованих комп'ютерних систем. Він забезпечив випуск та обіг цінних паперів у формі електронних записів, підвищив ефективність розрахунків. Країни, в яких сформувався та функціонував ринок цінних паперів, у 80 – 90-х роках відчули, що його подальший розвиток можливий лише в глобальних масштабах. Фактично розпочалася інтернаціоналізація ринків капіталів, яка супроводжувалася реформуванням національних ринків і пристосуванням їх до глобальних систем ціноутворення та обігу цінних паперів. Проте специфічність національних ринків цінних паперів, іноді навіть принципові розбіжності законодавства щодо обігу цінних паперів однієї країни від іншої значно ускладнювали вирішення цієї проблеми. Звичаї та практика діяльності місцевих ринків значно відрізнялися, що заплутувало і збивало іноземних учасників. У зв'язку зі швидким розвитком міжнародного бізнесу з цінними паперами ускладнювалося становище стосовно вимог щодо відповідної міжнародної ідентифікації фінансових інструментів. Отож із зростанням міжнародної торгівлі критично важливим стало виконання вимоги щодо стандартизації всіх видів діяльності на ринку капіталу і, передусім, на ринку цінних паперів [169].

Світова практика засвідчує, що ринок капіталів неминуче еволюціонує від хаотичності та роздрібненості до централізації та регулювання з боку держави. Це притаманне для фінансової системи ринкових відносин загалом – як у межах однієї країни, так і в межах фінансових відносин. Україна має унікальну можливість не повторювати помилок з досвіду інших країн, а одразу розвивати національний фондовий ринок за кращими світовими зразками, керуючись міжнародними принципами біржової торгівлі цінними паперами та світовими нормами економічної культури [132, с.8].

Отож вважаємо, що на фондовому ринку, як і в країні, зокрема, необхідно сформувати і підтвердити законодавством економічну культуру поведінки суб'єктів ринку.

Економічна культура – це система цінностей і принципів, стереотипів

функціонування учасників ринку, котрі своєю чесністю та вмінням відтворюють домінуючі способи і моделі соціальної та економічної діяльності.

Перелічимо головні особливості економічної культури. Передусім, вона охоплює ті цінності, та переваги, які виникають з потреб економіки та справляють на неї значний вплив. Друга особливість економічної культури стосується поведінки суб'єктів ринку цінних паперів (організатори торгівлі, банки, торговці цінними паперами тощо).

Формування в Україні економічної культури на фондовому ринку передбачає досягнення не тільки значного економічного ефекту, а й водночас слугуватиме перешкодою розвитку негативних процесів у соціально-політичній сфері. Сьогодні важливим є не дотримання певних концепцій розвитку чи інтеграція ринку заради інтеграції, а побудова юридичного поля та інформаційно вільної зони на базі сектора економічної інформації, які б водночас працювали з урахуванням інтересів інвесторів, та інсайдерів. А також на формування негативного ставлення до цінних паперів суттєво вплинули фінансові піраміди [26].

Здебільшого у розвинутих країнах проводять жорстку боротьбу за неприпустимість використання інсайдерівської інформації. В законодавчих актах, правилах фондових бірж закладено положення, згідно з якими таке використання тягне за собою відповідальність і неминуче досить жорстке покарання – аж до цілковитого вилучення обвинуваченого з фондового ринку без будь-якого права повернення на нього [172, с. 8].

В Україні цей важливий аспект інформаційної взаємодії на фондовому ринку законодавство й досі обходить стороною. Лише у Правилах Української фондової біржі містяться положення про заборону використання інсайдерівської інформації.

Пріоритетну роль в ефективному функціонуванні фондового ринку України відіграє економічна активність населення. Мільйони українців зберігають вдома значні суми коштів, оскільки не довіряють банкам і фондовому ринку. А створення довіри до інвестиційних компаній і фондового ринку загалом є необхідною умовою для залучення на ринок населення. Отож у нашій країні

склалася ситуація, коли довіра населення до державних інститутів, а також недержавних секторів досить низька. Це зумовлено невдалими діями суб'єктів економіки, а також низьким ступенем адаптації переважної частини населення України до ринкових відносин. Для вирішення цієї немаловажної проблеми необхідно вжити заходів щодо посилення захисту прав інвесторів і відповідальності професійних учасників, підвищення прозорості бірж, підвищення рівня економічної культури суб'єктів підприємницької діяльності, прискорення приватизаційних процесів й більш відкрите їхнє провадження. Усе це сприятиме зростанню рівня економічної активності населення нашої держави.

Отже, для підвищення ефективності функціонування фондового ринку необхідно посилити вимоги до інформаційного забезпечення акціонерів і учасників інвестиційних фондів, розвивати інформаційну інфраструктуру не заради інформаційної прозорості, а заради того, що саме ця прозорість несе для ринку. Адже тільки інформаційна відкритість ринку здатна забезпечити певний рівень захисту інвесторів. Необхідно зважити й на те, що наймасовіший інвестор на фондовому ринку – це населення, котре, зазвичай, не має ні спеціальних знань, ні спеціальних кваліфікацій у царині обігу цінних паперів.

На нашу думку, важливою проблемою в розкритті інформації на фондовому ринку України є недоступність до інвестиційної інформації громадськості, або ж доступ із запізненням, тобто коли інформація вже втрачає свою актуальність. Учасники фондового ринку недостатньо розуміють також важливість систематичного та комплексного оприлюднення інформації, що й спричинює дефіцит на ринку регулярної, достовірної, вичерпної, актуальної інформації. До того ж учасники фондового ринку докладають чимало нераціональних зусиль і витрат на виконання існуючих вимог. Зокрема, значного покращення потребує якість аудиту публічної фінансової звітності емітентів.

Саме тому Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинна забезпечувати зацікавленим особам вільний доступ до інформації про фондовий ринок та його учасників, а також створювати атмосферу довіри як серед учасників фондового ринку, так і серед потенційних інвесторів. Причому інформацію

необхідно розкривати зрозуміло, суттєво та своєчасно. Адже чим вищий рівень одержуваної інформації, тим менша ймовірність помилки, а, отже, і ризику фінансової операції.

В Україні лише зароджується інститут фондових консультантів. Спеціалізованих компаній, які могли б кваліфіковано подавати оперативну інформацію про український фондовий ринок, ще немає. Першими спробами сформуванню консультаційну компанію можна вважати інформацію, яка є на українських сайтах Інтерфакс-Україна, Український фінансовий сервер, Finance.com.ua. Однак це тільки початок. Здебільшого інформація на цих сайтах не є аналітичною, а суто інформаційною. Щоб зробити правильну оцінку ситуації на ринку, передусім за конкретним видом цінних паперів, приватному інвестору доводиться самостійно аналізувати отриману інформацію. До того ж, на цих сайтах цілковито відсутня інформація, необхідна для фундаментального аналізу. А інформація щодо динаміки цін подається не дуже вдало (що стосується проведення технічного аналізу) [127, с. 6].

Отже, інформаційна інфраструктура фондового ринку в Україні розвивається досить повільно. В нашій країні тільки відбувається формування інформаційних центрів, тому саме сьогодні важливо підтримати формування інформаційної інфраструктури ринку цінних паперів, яка з часом буде гарантом підвищення його ліквідності та інтегрованості у світовий ринок. Причому у кожній країні національний фондовий ринок паперів доводиться до світових стандартів, зазвичай, з метою сприяння інтеграційним процесам, і в цьому провідну роль відіграє інформатизація ринку та ринкових відносин на ньому.

На шляху розбудови державного регулювання фондового ринку України існує безліч проблем і труднощів. Відсутність послідовної та виваженої політики держави на фондовому ринку, недостатність політичних волі та ресурсів для забезпечення його державного регулювання можуть спричинити до значних суспільно-політичних наслідків, що негативно впливатиме на економічний розвиток країни. Отже на сучасному етапі становлення фондового ринку в Україні перед органами регулювання постало чимало завдань. Зокрема, це

підтримання інформаційної відкритості та прозорості ринку, обов'язкове оприлюднення даних, що впливають на вартість цінних паперів; забезпечення всім учасникам рівних умов доступу на ринок; гарантування з боку емітентів для всіх інвесторів рівності прав; здійснення учасниками ринку принципів, що забезпечують зниження ризиків; наявність контролю з боку держави за дотриманням зазначених правил.

У сучасній структурі фінансової системи країн – нових членів ЄС місце фондового ринку відіграє ще не найважливішу роль (рис.3.4).

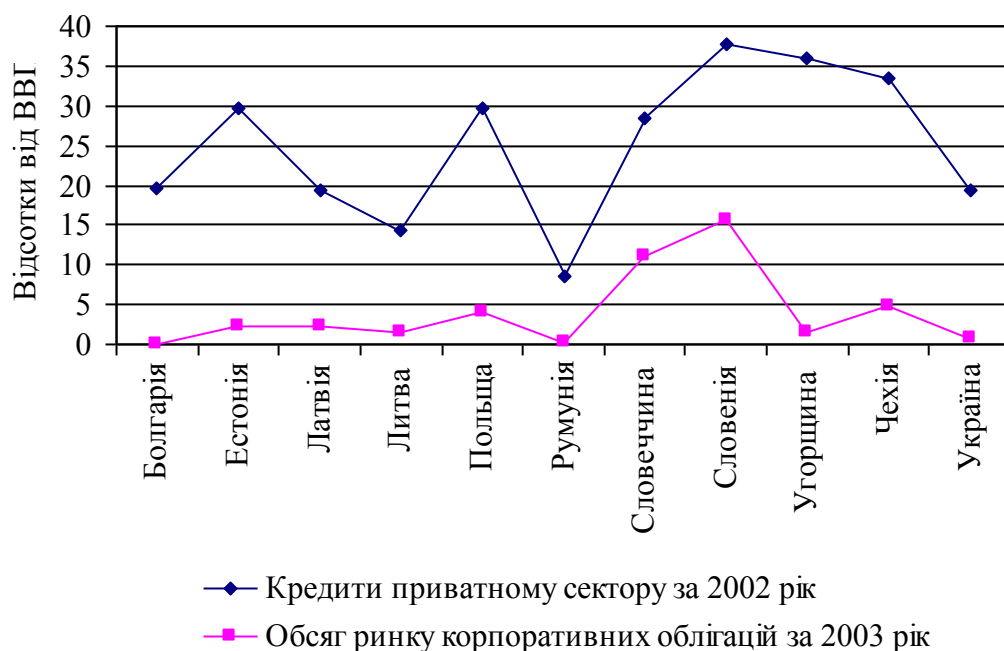


Рис. 3.4. Основні джерела залучення ресурсів реальним сектором економіки країн ЄС та України

Зазначимо, що і в розвинутих країнах здійснюється процес постійного вдосконалення системи регулювання фондового ринку. Наприклад, в Німеччині він полягає у посиленні регулювальної ролі держави на ринку. Зокрема, формується система контролю за використанням учасниками ринку цінних паперів нерозкритої інформації, яка містить заходи попереджувального спрямування; в чотирирівневій структурі “федерація – федеральні землі – біржі – комерційні банки” налагоджено взаємодію органів контролю на кожному рівні при чіткому розмежуванні функцій; системою контролю охоплені біржовий і позабіржовий сегменти ринку;

об'єктами контролю є не лише юридичні, а й фізичні особи – інвестори. Така система підвищує ступінь відкритості ринків і довіри інвесторів до них [149, с.96].

В Японії Рада з цінних паперів та бірж, Рада з питань бухгалтерії підприємств, Рада з вивчення фінансової системи, Рада зі страхування та Рада з валютних та інших операцій на період з 1996 року до 2001 року розробили план комплексної реформи фінансової системи, яка налічує як сміливі заходи щодо дерегулювання, так і дії в напрямі забезпечення прозорості й надійності ринку. Реформа має здійснюватися на засадах свободи (вільний ринок, що працює за ринковими принципами), справедливості (прозорий та надійний ринок) та глобалізації (передовий ринок в аспекті інтернаціоналізації) [148].

Негативні зміни теперішнього стану і структури економіки України здебільшого пояснюються стихійністю процесів і відсутністю обґрунтованої та виваженої політики державного регулювання. Саме тому процес глобалізації на політику державного регулювання ринку є вкрай необхідними для ще молодій незалежній держави.

Як відповідь на глобальні тенденції в Україні прийнято Закони „Про цінні папери та фондову біржу”, „Про господарські товариства”, розглядається проект Закону „Про цінні папери та фондовий ринок”. Акцент на біржову торгівлю сприймався як ознака ринкових перетворень. Щодо цього, фундаментальні передумови існування біржової торгівлі, які створювались в інших країнах десятиріччями, вважалось, виникнуть самі собою. Відсутність систем виконання угод і обліку прав власності зумовили ухвалення низки законодавчих (Укази Президента України №247/94, 160/96 тощо) і нормативних документів. Цей поступовий розвиток спричинив до появи Закону України „Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” та Указу Президента України від 22 червня 1999 року N 703/99 „Про загальні засади функціонування Національного депозитарію України”.

Необхідно визнати, що й досі ринкова інфраструктура в Україні формувалась безсистемно та контролювалась різними державними установами. За допомогою різних міжнародних організацій в Україні намагалися запровадити ринкові

інфраструктури. Проте, на жаль, кожний з цих інфраструктурних елементів не враховував українське законодавство і національні особливості.

Вчений О. Мозговий [119, с. 12] вважає, що тільки належний контроль забезпечить створення цілісного, високоліквідного, ефективного та регульованого державою фондового ринку в Україні, здатного інтегруватися у світові фондові ринки.

На нашу думку, одним з головних гальмуючих чинників, що перешкоджають розвитку вітчизняного фондового ринку, є відсутність правопорядку та жорсткого контролю. Необхідно посилити регулювання державою фондового ринку, вдосконалюючи законодавство та встановлюючи дещо жорсткіші норми контролю і покарання у разі правопорушень. Підводячи ринок до чіткого закону і порядку, перетворюючи його в об'єкт правового регулювання, політика управління державою на фондовому ринку зобов'язана забезпечити ефективне функціонування глобальних відносин на ринку, ліквідувати різноманітні номенклатурні привілеї, створити найкращі умови конкурентоспроможності. Щодо цього слід врахувати національні інтереси громадян та економічну культуру.

Жодна окрема національна держава не здатна сьогодні ні встановлювати правила глобальної гри, ні порушувати їх без великих негативних наслідків для себе. До певної міри винятком є Сполучені Штати – “остання держава, що зберегла в значній мірі національний суверенітет. Саме вашингтонські політичні діячі та їх радники встановлюють правила глобальної інтеграції в широкому спектрі торгової, соціальної, фінансової та валютної політики” [107].

За відсутності єдиного в країні фондового центру майже неможливою стає прозорість ринку. Прозорість ринку цінних паперів дає інвесторам впевненість у правильності свого вибору. Інвестор не віддасть своїх грошей туди, де від нього приховують інформацію. Зазначені недоліки суттєво впливають на фінансову довіру дрібних інвесторів і на розміри залучених коштів.

Принцип цілісності ринку потребує впровадження єдиних підходів до функціонування організованих ринків на всій території України. Світова практика засвідчує, що ринок неминуче еволюціонує від хаотичності і роздробленості до

цілісності, централізації. Це притаманно для всієї фінансової системи ринкових відносин - як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансово-економічних відносинах [169].

Україна має унікальну можливість не повторювати помилок з досвіду інших країн, а одразу розвивати національний фондовий ринок за кращими світовими зразками, керуючись міжнародними принципами біржової торгівлі цінними паперами та світовими нормами економічної культури.

Щоб запобігти виникненню основних проблем, що перешкоджають потенційному розвитку фондового ринку, на шляху його державного регулювання, ми пропонуємо застосувати такі фактори управління та керування: стратегію самовиживання – пошук шляхів скорочення витрат і збільшення доходів; встановлення зв'язків, об'єднання – стратегія спрямована на розвиток ринку шляхом встановлення зв'язків із фондовими ринками країн-сусідів; злиття або поглинання кількох бірж.

Отже, вплив глобалізації на політику державного регулювання фондового ринку є наслідком: процесів трансформації економічної системи, які відбувалися в Україні протягом останніх років; політики держави як емітента при здійсненні випуску держаних цінних паперів; впливу на український фінансовий ринок криз останніх років на світових фінансових ринках. Зрозуміло, що можливості України впливати на глобальну ситуацію вельми скромні. Проте відстежувати неминучі в найближчому майбутньому позитивні зміни, обертати їх собі на користь і сприяти позитивним зрушенням – головне завдання людства сьогодні.

3.3. Напрями підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку в Україні

Український фондовий ринок не може існувати без переходу до нової економічної політики управління та регулювання, наслідком якої є підвищення економічного зростання. Позитивні зрушення від напрямів стимулювання економічного зростання переважають негативні наслідки, пов'язані з викривленням вільного ринкового перерозподілу ресурсів, нарощуванням “нестабільних” кредитів, відливом частини грошей на валютний ринок і за кордон, централізованим прийняттям рішень у державному апараті, частина яких має позаекономічний характер. Учасники фінансових відносин чітко реагують на зміни ситуації у фінансовому світі, виробництві, політиці, що визначає високу мобільність фінансового капіталу і швидке його перетікання у зони більшої прибутковості.

Узгодження між економічною ефективністю та соціальною справедливістю може здійснюватися у досить широкому діапазоні залежно від „наявної в тій чи іншій моделі соціально-економічного устрою держави системи цінностей” [108].

На думку деяких економістів, у країнах з перехідною економікою, де склалася змішана модель фондового ринку, необхідно докорінно реформувати існуючу систему державного регулювання з метою удосконалення грошово-кредитних методів регулювання та побудови однакових принципів регулювання банківських і небанківських фінансових інститутів (резервні вимоги, рефінансування, нормативи, що обмежують фінансові ризики) [24, 139].

Вчений С. Бірюк [139] вважає, що головною тенденцією розвитку вітчизняного фондового ринку є значне збільшення торгівлі акціями, що слугують найважливішим інструментом ринку. На думку вченого, український фондовий ринок рухається у напрямі організованої торгівлі, і головне завдання Комісії полягає у підтримці цієї тенденції.

У своїй праці М. Бурмака [48] зауважує, що головними напрямами діяльності регулятора вітчизняного фондового ринку, яким слугує ДКЦПФР, є: активізація

законотворчої діяльності щодо розробки та прийняття низки законів, важливих для подальшого розвитку ринку цінних паперів; вдосконалення роботи за новими функціональними напрямками – сприяння розвитку корпоративного управління, ринку іпотечних цінних паперів, інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів.

На думку А. Махмудова [110, с. 3], необхідно прискорити втручання таких методів регулювання фондового ринку, які узгоджуватимуться з вимогами сучасності і міжнародними стандартами; регулювання повинно відповідати захисту інтересів держави і громадян і підтримувати процес активного формування цивілізованого національного фондового ринку; реалізацію єдиної державної політики у цій сфері необхідно здійснювати на основі централізації регулюючих зусиль і можливостей держави.

Ми погоджуємося з викладеними вище думками і додаємо, що позитивних результатів на фондовому ринку України досягнуто також завдяки Указу Президента України щодо основних напрямів розвитку ринку.

В Україні фондовий ринок, як і в цілому світі, віддзеркалює стан економіки загалом. Він характеризується ще не сформованими традиціями та правилами роботи, що зумовлюють необхідність приведення в дію системи його ефективного регулювання та управління, насамперед, з боку держави.

Важливим кроком розробки ефективної бази для управління та регулювання державою фондовим ринком є взаємодія між Фондом держмайна і Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Сьогодні головними цілями у діяльності Фонду держмайна є [202]: по-перше, підвищення ефективності управління об'єктами державної власності шляхом перетворення ФДМУ із органу приватизації в орган управління корпоративними правами держави та іншим майном; по-друге, виконання завдань із забезпечення надходжень від приватизації до державного бюджету без втрати керованості корпоративним сектором економіки; по-третє, залучення реальних коштів у розвиток підприємств з державною часткою через механізми продажу (емісії) акцій. Досягненню перелічених цілей заважають запроваджені у попередні роки

ідеологія приватизації, слабо розвинений фондовий ринок та низька корпоративна культура, що існує в Україні.

У приватизації інвестиційно привабливих підприємств переваги надавались конкурсам з продажу крупних пакетів акцій, у тім числі контрольних і блокуючих. Водночас організатори торгівлі цінними паперами (фондові біржі та ПФТС), зазвичай, продавали неліквідні пакети акцій. Наприклад, за 2004 рік на фондових біржах і ПФТС пропонувалося 256 пакетів акцій 226 ВАТ загальною номінальною вартістю 641,6 млн грн. З них було продано 100 пакетів акцій на суму 202,3 млн грн. Все це призвело до фактичного занепаду фондового ринку.

Вагомим кроком до підвищення ефективності розвитку фондового ринку стало підписання в 2005 році Угоди між Фондом державного майна України і Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку про взаємодію у напрямі розвитку фондового ринку в Україні.

Аїеаїеіє о³еуїє о а³уеуїїñ³ Оїіао ааѳааїїаї іаеїа ° [202]:

- і³ааеуіаїу аааеоаїїñ³ оїѳаае³іу іа³°еаіє ааѳааїїї аааїїїñ³ еуїї іаѳаоаїѳаїу Оїіао ааѳааїїаї іаеїа ³ѳ іѳааіо іѳеааоєао³ї а іѳааі оїѳаае³іу еїѳїѳаоаеїеї іѳаааїє ааѳааае оа³ієї іаеїї;

- аеїїаїїу ѳааааїї ³ѳ ѳаааѳа÷аїїу іааѳіаааїї а³а іѳеааоєао³ї аї ааѳааїїаї аѳааоо ааѳ аоѳаоє еаѳіааїїñ³ еїѳїѳаоаеїеї ñаеоїѳї аеїїї³е;

- ѳаео÷аїїу ѳааеуїеѳ еїѳ³а о ѳїѳаеоїе і³аїѳе³іñ³а ѳ ааѳааїїї ÷аїѳеїї аааїїñ³ ÷аѳаѳ іаѳаї³ѳіє іѳіааао (аї³ñ³ї) аеѳ³е.

У своїй праці В. Семенюк [202] зазначила, що метою спільних дій Фонду та Комісії є необхідність підвищення прозорості фондового ринку та рівня корпоративного управління, що в кінцевому випадку сприятиме залученню інвестицій. Співпраця двох установ має сприяти уникненню проблем, які останнім часом спостерігалися у сфері приватизації та ринку цінних паперів. В Україні повинна існувати ідеологія розвитку сильного фондового ринку, який даватиме змогу достатньо прозора здійснити приватизацію державного майна.

На думку голови ДКЦПФР А. Балюка, Комісія та Фонд є одними з головних державних органів, які регулюють правовідносини у сфері власності, їхня

співпраця сприятиме упорядкуванню державної та приватної власності, а також стимулюватиме розвиток ринку цінних паперів. Однак необхідно вирішити питання оновлення законодавства щодо функціонування фондового ринку, вдосконалити його інфраструктуру, підвищувати ефективність судової системи.

Ми вважаємо, що підписання угоди про взаємодію між ФДМУ та ДКЦПФР є досить ефективним і сприятиме значному розвитку фондового ринку.

Президент України В. Ющенко [210] вважає необхідним створити в Україні концепцію фондового ринку і продумати його інфраструктуру. За словами Президента, сьогодні в Україні невирішеним залишається питання, мобілізації десятків мільярдів доларів, які, за оцінками експертів, знаходяться у населення. Щорічний приріст банківських вкладів в Україні становить 50% у гривнях та 17% у доларах, що говорить про недовіру громадян до банків. На думку Президента, ці гроші вигідніше залучити саме на біржу.

Мільйони українців зберігають вдома свої кошти, оскільки не довіряють банкам і зовсім не є обізнаними про діяльність фондового ринку. І хоча володіючи мінімальними заощадженнями, можна отримати значно більші прибутки, вкладаючи свої кошти у цінні папери чи в банк, українці все ж таки вирішують не ризикувати. На нашу думку, одна з головних причин – недостатня прозорість інформації.

Сьогодні інформаційна інфраструктура ринку цінних паперів України розвивається досить повільно, причому 60% інформації, що надається учасниками ринку цінних паперів до Дежрфінмоніторингу, містить помилки [147, с.7]. Отже, поживавлення у цій сфері вкрай необхідне.

У другій половині 2001 року приведено у дію юридичний механізм захисту інвесторів у США, оскільки, група інвесторів виграла процес, на якому Morgan Stanley Dean Witter – один з найбільших інвестиційних банків – визнано винним у свідомих махінаціях через інвестиційних радників. Суть позову полягала у тому, що названий банк був андерайтером у кількох технологічних компаніях і рекомендував інвесторам вкладати кошти в їхні акції при очевидному падінні

курсів цих акцій. Цього разу, тільки завдяки прозорості ринку цінних паперів, юридичний механізм спрацював. Тобто інвестори знали, що банк був андерайтером, знали, що за наказом Комісії з цінних паперів банк повинен був попередити інвесторів про свою зацікавленість, але не зробив цього [172].

Отже, з досвіду ринку цінних паперів у розвинених країнах можна висунути гіпотезу, що інформаційна сфера є основою формування фондового ринку.

Для українського фондового ринку інформаційний простір розвинути назвати сьогодні ще не можна.

З самого початку своєї практики Українська фондова біржа видає біржову газету: з лютого по жовтень 1992 року – “Гермес”, з жовтня 1992 р. по червень 1994 р. – “Факт”, з липня 1994 року – інформаційну сторінку УФБ у газеті “Ділова Україна”. Тут публікують біржові бюлетені за наслідками торгів цінними паперами, аукціонів, торгів опціонами тощо, висвітлюють діяльність біржі, стан українського та зарубіжних ринків цінних паперів; подають нормативні, методичні та інформаційні матеріали. Традиційним стало проведення на Українській фондовій біржі прес-конференцій для українських і зарубіжних журналістів. Зауважимо, що свою першу прес-конференцію УФБ провела ще у березні 1992 року. Прес-конференції присвячуються як загальним питанням, так і окремим проблемам фондового ринку [126, с. 123]. Сьогодні, відповідно до рішення ДКЦПФР від 8 грудня 2000 р. № 228, Український інститут розвитку фондового ринку визначено продавцем трьох офіційних видань Комісії: бюлетеня “Цінні папери України”, газети “Цінні папери України”, журналу “Ринок цінних паперів України”. Саме тут можна знайти інформацію про діяльність бірж, зареєстровані випуски цінних паперів, найновіші відомості фондового ринку. Комісії надано право залучати до роботи спеціалістів органів державної виконавчої влади, провідних фахівців і вчених, безкоштовно одержувати необхідну для її діяльності інформацію. Одним з головних завдань Комісії є організаційне забезпечення запровадження системи заходів щодо захисту інтересів суб’єктів фондового ринку, упорядкування діяльності емітентів, торговців цінними паперами та інших фінансових посередників.

Усі суб'єкти підприємницької діяльності сьогодні подають фінансову звітність до структур Держкомстату України й податкових органів, а відкриті акціонерні товариства ще й до Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України.

Проте інформація від усіх суб'єктів підприємницької діяльності, яка подається до структур Держкомстату України також доступна. Інформація ж податкових органів щодо суб'єктів підприємницької діяльності закрыта.

Отже ефективна система розкриття інформації на фондовому ринку нашої країни, яка спроможна задовольнити інформаційні потреби ринку, знаходиться у стадії формування.

Відомий вчений В. Оскольський [126, с. 123] зазначає, що складність формування інформаційної стратегії полягає в тому, що вона періодично коригується з урахуванням мінливих зовнішніх умов. Ця обставина потребує від професіоналів фондового ринку вміння вільно орієнтуватися в економічному інформаційному просторі та реагувати на зміни, що відбуваються в умовах трансформаційної перебудови вітчизняної економіки.

У 2001 році в Україні відбулися певні інформаційні зрушення, які водночас сприяли розвитку, інформатизації та інтеграції національного ринку цінних паперів: значно зросла інформаційна кількість послуг ПФТС (“Позабіржова фондова торговельна система”); у ретроспективі чітко спостерігається рух ПФТС до інформативної Інтернет-платформи, яку як базу вже давно обрали американські AMEX, NASDAQ, NYSE та європейська Euronext. Щодо цього в інформаційній діяльності ПФТС відчувається не тільки технічний прогрес, а й течії у бік інтеграції. Наприклад, за інформацією Reuters, серед передплатників інформаційних послуг ПФТС ще у 2000 році було чимало іноземних інвесторів, яких фактично можна розподілити на дві групи: з великою часткою участі і малою часткою участі по країнах (рис. 3.5).

З діаграми бачимо, що найбільшим попитом інформація ПФТС, за каналами Reuters, користувалась у США (37,93%), Великобританії (35,86%) та Люксембурзі (11,03%). До другої групи можна зачислити Італію (6,90%), Швейцарію та

Німеччину (по 2,76%, відповідно) [172].

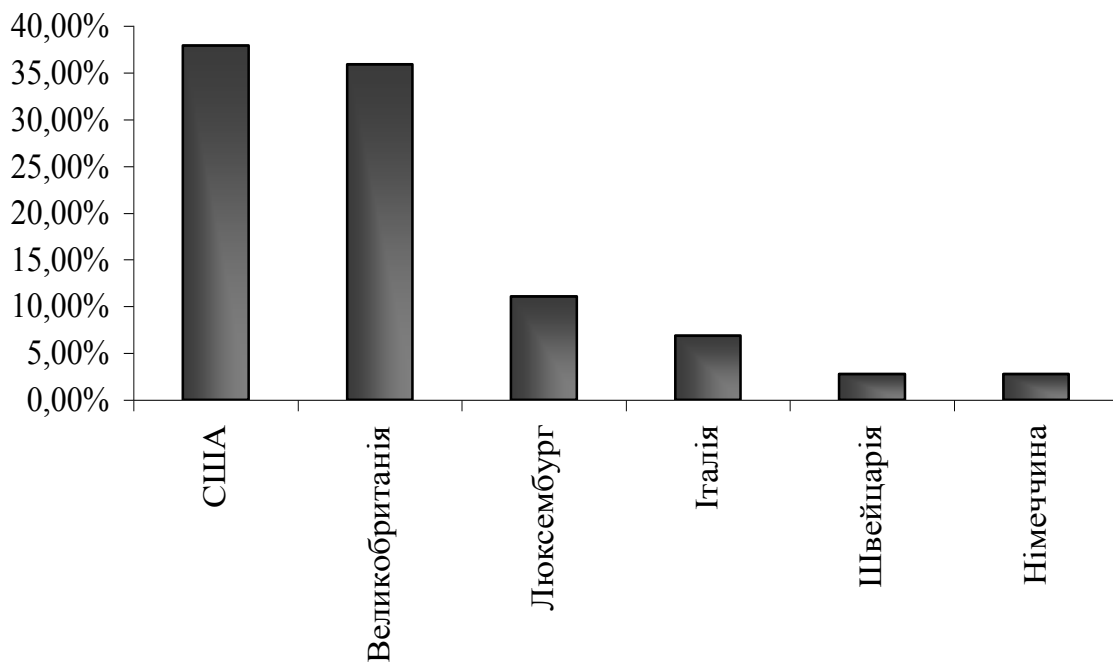


Рис.3.5 Частка іноземних передплатників інформаційних послуг ПФТС

В Україні вже є перший аналог бази даних звітності емітентів, створений Державною комісією цінних паперів фондового ринку. Проте якість цієї бази та інформаційний зміст звітності є досить скороченим порівняно з аналогічними базами Європи та США.

Сьогодні в Україні лише зароджуються інститути фондових консультантів. Затверджено Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 10.02.2000 № 5 (зі змінами та доповненнями внесеними Рішенням Комісії від 24.06.03 №295, яке зареєстровано Міністерством юстиції України 23.07.03 за №635/7956) Положення „АФР-Особлива-295” про надання особливої інформації акціонерними товариствами та підприємствами – емітентами облігацій. Положення розроблено відповідно до Законів України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, „Про цінні папери і фондову біржу”, „Про господарські товариства”. Проте спеціалізованих компаній, котрі могли б кваліфіковано подавати оперативну інформацію щодо українського фондового ринку, ще не існує. Як перші спроби сформуванню такого механізму фондового ринку можна оцінити аналітичну інформацію, яка є на українських сайтах Інтерфакс-Україна, Український фінансовий сервер, Finance-com.ua [172].

Проте інформація є недостатньо прозорою і відкритою. До того ж, цілковито відсутня аналітична інформація, є вкрай необхідна для інвестора.

В більшості розвинутих країн йде жорстка боротьба з використанням інсайдерівської інформації. В законодавчих актах, правилах фондових бірж закладені положення, згідно з якими таке використання тягне за собою відповідальність і неминуче досить жорстке покарання – аж до повного вилучення винуватого з фондового ринку без права повернення на нього у будь-якій якості [172].

Хоча в Правилах Української фондової біржі містяться положення про заборону використання інсайдерівської інформації, інсайдерська торгівля та маніпулювання ринком контролюються вкрай недостатньо. Понад 50% розрахунків за угодами щодо акцій здійснюється через офшорні фірми. Відповідно до інформації, що надається з офіційних джерел, через ПФТС відбувається приблизно 90-95% від обсягу торгівлі акціями на організованому вторинному ринку, хоча в загальному обсязі торгівлі акціями частка операцій, які здійснюються через ПФТС, не перевищує 15-20% обсягів укладених угод.

Пріоритетну роль в ефективному функціонуванні фондового ринку України відіграє економічна активність населення, котре є головним носієм інформаційної прозорості ринку. В нашій країні склалася ситуація, коли довіра населення до державних інститутів, а також недержавних секторів є досить низькою. Це зумовлено, невдалими діями суб'єктів економіки та низьким ступенем адаптації переважної частини населення України до ринкових відносин. Підвищення рівня економічної культури суб'єктів підприємницької діяльності, прискорення приватизаційних процесів і більш відкрите їхнє проведення значно сприяло б зростанню рівня економічної активності населення нашої держави.

Розвиток фондового ринку України відбувається за кількома напрямками, які передбачають: формування цінних паперів з новими властивостями та реквізитами; розвиток вторинного ринку; удосконалення процедури та документального супроводу обігу цінних паперів; раціональний розподіл функцій між учасниками фондового ринку; забезпечення конкурентного середовища; створення оптимальної інфраструктури; упорядкування обліку та звітності на

підставі репродукування стандартів світового фондового ринку; спрощення процесу оформлення документів на всіх стадіях емісії та обігу цінних паперів; упровадження електронних інформаційних систем; зниження ринку інвестицій у цінних паперах; запобігання порушенням правил і норм; узгодження фондового законодавства з іншими (суміжними) державними актами. Позитивною тенденцією є те, що з кожним роком зростає загальний обсяг торгів на фондовому ринку (рис.3.6).

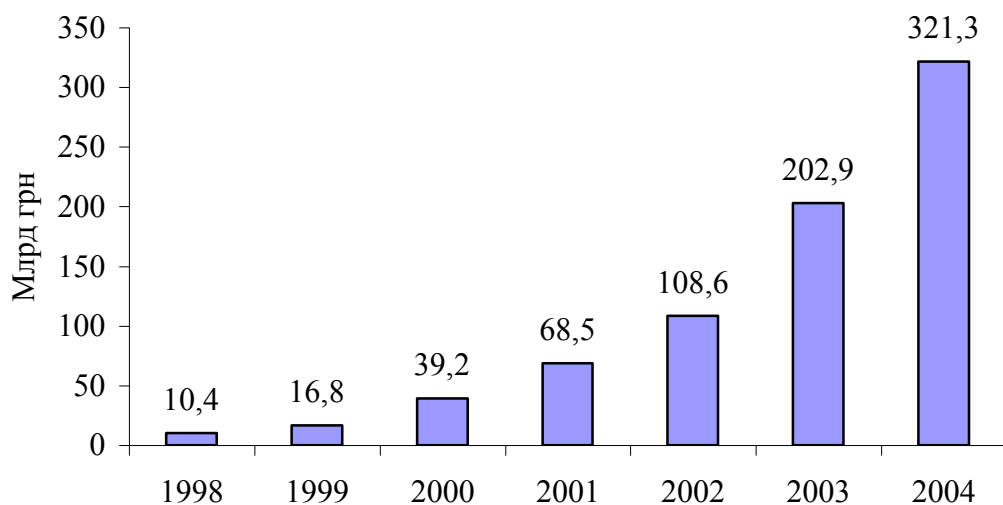


Рис.3.6. Обсяги торгів на фондовому ринку 1998-2004 рр. [19]

Протягом січня-березня 2005 року зареєстровано 3 значні за обсягом випуски акцій, які мали суттєвий вплив на загальну структуру. Протягом січня 2005 року було зареєстровано випуск акцій закритого акціонерного товариства „Комерційний банк” та „ПриватБанк”, який становив 12,00% щодо загального обсягу випусків зареєстрованих центральним апаратом Комісії протягом січня-березня 2005 року, а також протягом березня випуски акцій відкритого акціонерного товариства “Екомобіль” та відкритого акціонерного товариства “ДніпроАЗОТ”, обсяги випусків яких становили 10,04% та 9,77%, відповідно. Сумарна вартість зареєстрованих протягом січня-березня 2005 року центральним апаратом Комісії випусків акцій, що випускаються з метою залучення коштів відкритими та закритими акціонерними товариствами (Положення 07-01/98 та Рішення 167/02), склала 2729,120 млн грн, що становить 70,85% від загального

обсягу зареєстрованих випусків. Порівняно з минулим роком, протягом 2005 року загальний обсяг зареєстрованих випусків акцій, які випускались з метою залучення коштів, збільшився на 1580,224 млн.грн [202].

Перше місце за кількістю зареєстрованих реєстраторів займає Київська область та м. Київ. У процентному відношенні це становить 31,34% від загальної кількості реєстраторів. Відповідно, цьому регіону належить і більша кількість емітентів, реєстри яких ведуть реєстратори, що становить 30,43% від загальної кількості емітентів. Друге місце за кількістю реєстраторів займає Дніпропетровська область, яка має 9,54% від загальної кількості реєстраторів та емітентів 12,28%. Третє місце належить Харківській області, яка має 6,81% реєстраторів від їхньої загальної кількості і ведуть вони реєстри 6,83% емітентів від їхньої загальної кількості. На усій території України діє розгалужена система підпорядкованих підрозділів реєстраторів. Дані отриманої інформації засвідчують, що здійснення діяльності шляхом створення підпорядкованих підрозділів найпритаманніше для банківських установ, що мають ліцензію на право здійснення діяльності щодо ведення реєстрів власників іменних цінних паперів. Загальна кількість підпорядкованих підрозділів у реєстраторів за станом на 01.01.05 становить 107 установ [202].

Емітентів, що зареєстрували у 2004 році найбільші випуски облігацій, наведено у таблиці 3.5.

Частка емітентів, що зареєстрували випуски облігацій понад 100 млн грн становить 36,5 % від загального обсягу випусків. Частка випусків обсягом від 25 до 100 млн грн становить 33,87% [202].

Сьогодні фондовий ринок в Україні ще не став такою частиною фінансового ринку, що суттєво впливає на його стан. Фінансова криза як світова, так і в сусідній Росії, також суттєво вплинула на Україну. Проте у нас досягнуто певного рівня взаємовідносин між учасниками фондового ринку. Зокрема емітенти розуміють необхідність прозорості фондового ринку, що дуже важливо для роботи з інвесторами.

Таблиця 3.5

**Перелік емітентів, які здійснили найбільші випуски облігацій
протягом 2004 року (за даними ДКЦПФР)**

№ з/п	Емітент	Обсяг випуску, млн грн	% від загального обсягу емісій
1	Державне підприємство „Енергоатом”	430,04	10,47
2	Спільне українсько-швейцарське підприємство ТЗОВ „Метален”	200,00	4,87
3	ТОВ Каштанове місто	189,34	4,61
4	ТОВ Територіальне міжгосподарче об'єднання „ЛІКО-ХОЛДІНГ”	182,75	4,45
5	ТОВ СКВО	156,00	3,80
6	ТОВ Атраком	134,28	3,27
7	ТОВ Трансан Термінал Компані	106,60	2,60
8	Страхова компанія „Лемма” у формі АТЗТ	100,00	2,44

Сучасний фондовий ринок у нашій країні незначний за обсягами, зарубіжних і національних інвесторів на ньому обмаль.

Згідно з Концепцією функціонування та розвитку фондового ринку в Україні, державне регулювання фондового ринку повинно здійснюватися у таких напрямках [15]:

- забезпечення обов'язкового оприлюднення усієї суттєвої інформації про фондовий ринок (умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності, стан управління діяльністю емітентів, обсяг, характер і тенденції в торгівлі цінних паперів тощо);

- ліцензування і регулювання діяльності фінансових посередників, у тім числі тих, які займаються довірчою діяльністю на фондовому ринку; нагляд за її здійсненням, встановлення економічних нормативів щодо адекватності власних фінансових ресурсів посередників, обсягу і характеру операцій, які вони здійснюють;

- нагляд за діяльністю організованих систем торгівлі цінними паперами, встановлення у разі потреби обов'язкових для виконання правил торгівлі,

контроль за дотриманням антимонопольного законодавства на ринку цінних паперів;

– притягнення до адміністративної та кримінальної відповідальності осіб, які використовують внутрішню інформацію (яку не було оприлюднено, з метою отримання доходу чи запобігання збиткам по операціях з цінними паперами;

– забезпечення прав власників цінних паперів, насамперед пайових, доступ до фінансової звітності емітентів, участь в управлінні (реалізація права голосу, безперешкодне та швидке засвідчення прав власності на цінні папери тощо).

Отже, процес регулювання фондового ринку повинен містити комплекс правових, адміністративних, економічних, технічних та інших методів, які оформлені в загальнообов'язкові правила діяльності, закріплені в нормативно-правових актах держави.

Характеризуючи стан державного регулювання фондового ринку сьогодні, можемо відзначити, що, активний розвиток фондового ринку потребує збільшення адміністративних повноважень Державної комісії цінних паперів фондового ринку у питаннях правозастосування; діюче законодавство надає органам виконавчої влади повноваження суттєво впливати на діяльність учасників фондового ринку через прийняття нормативно-правових актів з питань розміщення (видачі) цінних паперів (облігацій місцевих позик, векселів тощо). Наслідки такого впливу органів виконавчої влади на фондовий ринок можуть виявитися не передбачуваними; ДКЦПФР має у своєму розпорядженні обмежені фінансові, телекомунікаційні та трудові ресурси, потерпає від значної плинності кадрів і недостатньо високого рівня підготовки персоналу.

На нашу думку, головним напрямом підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку є практична діяльність держави за визначеним переліком створених пріоритетних програм і розроблення заходів щодо їхнього контролю та підтримки. Цільові державні програми підтримки діяльності та розвитку фондового ринку в Україні необхідно спрямувати передусім на: створення глобальних торговельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу; зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів

спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій; формування ефективної системи захисту прав та інтересів вітчизняних та іноземних інвесторів; гармонізацію політики держави на фондовому ринку з іншими політичними сферами.

Комісією у 2004 році здійснено заходи за наступними пріоритетними напрямками [19]:

- удосконалення засад державного регулювання ринку цінних паперів і захисту прав інвесторів;
- посилення конкурентоспроможності фондового ринку України, у тім числі шляхом підвищення ролі організаційно оформленого фондового ринку;
- розвиток Національної депозитарної системи;
- розвиток корпоративного управління;
- удосконалення механізмів функціонування інститутів спільного інвестування.

Відбувається адаптація законодавства України до законодавства Європейського Союзу. Метою адаптації є досягнення відповідності правової системи України (*acquis communautaire*) з урахуванням критеріїв, що висуваються Європейським Союзом до держав, які мають намір вступити до нього. Державна політика України щодо адаптації законодавства формується як складова частина правової реформи в Україні та спрямовується на забезпечення єдиних підходів до нормопроєктування, обов'язкового врахування вимог законодавства ЄС під час нормопроєктування. Комісія при підготовці законопроектів вивчає законодавство ЄС та враховує основні положення правових актів Європейського Союзу. Наприклад, проектом Закону України „Про цінні папери та фондовий ринок” враховано положення Директиви Ради „Щодо узгодження регулювання внутрішніх (інсайдерівських) операцій” 89/592/ЄЕС від 13 листопада 1989 року в частині передбачення поняття “інсайдерівської інформації” та запровадження механізмів боротьби з інсайдерівськими операціями [19].

Згідно з програмою розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки [14, с. 20], державне регулювання фондового ринку необхідно здійснювати в наступних напрямках:

- забезпечення захисту прав інвесторів, прозорості, справедливості та ефективності фондового ринку, зниження ризиків учасників ринку по операціях з цінними паперами;
- сприяння добросовісній конкуренції на фондовому ринку, збільшення ринкової капіталізації та економічне зростання держави;
- створення атмосфери довіри як серед учасників фондового ринку, так і серед потенційних інвесторів;
- створення сприятливих умов і забезпечення рівних можливостей для учасників фондового ринку, що відповідають чітко визначеним критеріям допуску;
- заохочення нових учасників до діяльності на фондовому ринку, оптимізація процедур входження на фондовий ринок;
- сприяння процесам впровадження нових фінансових інструментів;
- реалізація єдиного системного підходу до розвитку законодавства щодо фондового ринку;
- забезпечення вільного доступу до інформації, яка перебуває в межах її компетенції.

Головним напрямом підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку є узгодження інтересів усіх суб'єктів фондового ринку встановленням необхідних обмежень і заборон у їхніх взаємовідносинах, а також непрямым втручанням у їхню діяльність. Важелями непрямого втручання держави у фондовий ринок є: по-перше, податкова політика, що впливає на ділову активність, а відтак – на потребу у фінансових ресурсах; по-друге, регулювання грошової маси й обсягів кредитів впливом на ставку позикового відсотка; по-третє, зовнішньоекономічна політика – регулювання операцій з іноземними валютами, експортно-імпортних операцій тощо; по-четверте, гарантії держави на ринок позикових капіталів, що створює пряму конкуренцію між державою та підприємствами-емітентами.

Важливим напрямом запобігання порушенням законодавства в економічній сфері та забезпечення дотримання правил добросовісної конкуренції на ринку є прийняття та дотримання учасниками ринків правил професійної етики. Такі правила залежать, передусім, від стану конкуренції, який склався на ринку. Доволі вагомою для України є практика прийняття правил професійної етики на фондовому ринку. Зокрема, Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв рішенням від 4 квітня 1997 р. № 1 затвердила Положення про Комісію з питань етики та вирішення суперечок Професійної асоціації реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД). Асоціація “Перша фондова торговельна система” затверджена рішенням від 1 липня 1997 р. Важливим документом для визначення засад функціонування фондового ринку, захисту прав і законних інтересів його учасників, визначення порядку виявлення порушень на ринку, їхнє розслідування та припинення, є Концепція запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку, схвалена рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 14 січня 2003 р. № 21. Ця концепція містить положення та рекомендації щодо нормативно-правового, організаційного та технічного забезпечення досягнення поставлених завдань.

На наш погляд, головним чинником, що стримує формування та розвиток фондового ринку, є відсутність програми державної підтримки діяльності учасників на фондовому ринку. Головними напрямками такої підтримки вважаємо:

- формування нормативно-правової бази біржової діяльності (прийняття законів „Про цінні папери та фондовий ринок”, „Про акціонерні товариства”);
- створення та законодавче підтримання бази з кредитного плеча на державному рівні;
- формування інфраструктури учасників фондового ринку.

Важливу та пріоритетну роль у законодавчому регулюванні національного фондового ринку відіграють міжнародні правові акти – договори, угоди, укладені міжнародними організаціями та фінансовими інститутами у сфері розвитку, функціонування й регулювання ринку цінних паперів. Участь України в укладанні

таких актів сприяє подальшій інтеграції нашої держави у міжнародні ринки капіталу.

Звичайно, на шляху розбудови державного регулювання фондового ринку України існує безліч проблем і труднощів. Проте відсутність послідовної та виваженої політики держави на фондовому ринку, недостатність політичної волі та ресурсів для забезпечення його державного регулювання можуть спричинити до тяжких суспільно-політичних наслідків, що поставить під загрозу продовження економічних реформ в Україні.

Стрижнем державного регулювання фондового ринку є принцип законності. Отже, компетенцію державних органів щодо регулювання фондового ринку необхідно визначити у законах або підзаконних актах. Державні органи повинні діяти так, аби, не порушувати межі своєї компетенції. Головний обсяг робіт у справі регулювання фондового ринку між державними органами лежатиме на Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку. Вона ж несе й основний тягар відповідальності. Оскільки державно-правове регулювання за своїм характером є загальнообов'язковим, субординаційним і базується на можливості застосування примусу, державні органи, які здійснюють таке регулювання у сфері фондового ринку, повинні дотримуватися у своїй діяльності правила “дозволено лише те, що дозволяється законом”. Важливу роль у прискоренні регулювання фондового ринку матиме прийняття Верховною Радою України Закону “Про цінні папери і фондовий ринок”.

Висновки до Розділу 3

1. Проаналізовано ефективність функціонування фондового ринку в умовах ринкової трансформації економіки України. Визначено показники ефективності управління державою фондовим ринком. Запропоновано визначення ефективності управління державою здійснювати з урахуванням кількості порушень прав акціонерів, що запобігатиме негативним явищам на фондовому ринку: маніпулюванню ринком, неправомірному використанню інсайдерівської інформації, нечесній торговій практиці і порушенням етики стосунків на фондовому ринку (с. 121-123).

3. Методом економіко-математичного моделювання описано поведінку інвестора на фондовому ринку та взаємодію різних інвесторів між собою у рамках діючого фондового ринку (с. 124-134).

В результаті дослідження удосконалено методику управління портфелем цінних паперів шляхом обчислення прибутковості цінного паперу на основі відомих статистичних даних з урахуванням актуальності окремих показників у задачі оптимізації портфеля цінних паперів. Встановлено поведінку фондового ринку за наявності (відсутності) керування у сучасних умовах розвитку економіки (рис. 3.1).

4. З метою залучення інвесторів через механізм регулювання фондового ринку і поліпшення інвестиційного клімату запропоновано створити ефективну систему для державного регулювання фондового ринку України (рис.3.2), котра налічуватиме створення досконалої нормативно-правової бази, а саме усунення розбіжностей, які трапляються у законодавстві. Як наслідок дослідження, зроблено висновок, що у процесі прийняття управлінського рішення провідну роль відіграє аналіз стану фондового ринку та правильний вибір методів регулювання (с. 135-136). На підставі проведених спостережень розроблено модель взаємодії різних інвесторів у межах діючого фондового ринку та запропоновано перехід до ітеративної апроксимуючої моделі для розрахунку

стану ринку. Отримана модель описує поведінку фондового ринку під дією взаємодії між інвесторами за умови регулятивного впливу держави (с.136-137).

5. Використовуючи підходи та моделі нейронних мереж, досліджено напрямки застосування цього інструменту до оцінки параметрів фондового ринку, зокрема характеристик цінних паперів, автоматизації процедур попереднього аналізу ринку загалом та окремих його сегментів, вибору стратегії управління ринком (с.138-145).

6. Розглянуто розвиток фондового ринку України та механізм його державного регулювання у взаємозв'язку зі світовою економікою в умовах сучасної глобалізації. Встановлено відповідність між розвитком фондового ринку та впливом ефектів глобалізації на економіку України. Вважаємо, що фондовий ринок спроможний надати фінансові послуги, необхідні для виживання в умовах глобалізації, однак він зазнає значних впливів з боку світових ринків, що має як позитивні, так і негативні наслідки (с.146-162).

7. Розкрито необхідність розвитку економічної культури поведінки суб'єктів ринку (с. 163-167). Це дозволить запобігти використанню та розвитку інсайдерівської інформації. Проаналізовано основні проблеми розкриття інформації на фондовому ринку України. Запропоновано змінити органам ДРЦПФР стратегію регулювання на більш жорстке регулювання.

8. Виявлено основні напрямки підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку в Україні (с. 174-189).

9. Проаналізовано сьогоdnішній стан державного регулювання фондового ринку України (с. 180-192). На основі цього відзначено: необхідність (потребу) збільшення адміністративних повноважень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у питаннях правозастосування; діюче законодавство надає органам виконавчої влади повноваження суттєво впливати на діяльність учасників фондового ринку через прийняття нормативно-правових актів з питань розміщення (видачі) цінних паперів (облігацій місцевих позик, векселів тощо).

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукового завдання – дослідження ефективності державного регулювання фондового ринку України, що продемонстровано в обґрунтуванні авторської моделі взаємодії інвесторів на ринку, а також механізмів управління інфраструктурою фондового ринку і портфелем цінних паперів.

Проведене дослідження дало підстави сформулювати такі висновки:

1. В умовах формування фондового ринку важливе значення набуває державне регулювання економіки. Оптимальне поєднання різних підсистем регулювання ринкового механізму та фондового ринку зможе забезпечити прискорення розвитку фондового ринку. Об'єктивна необхідність впровадження ефективних механізмів зумовлена тим, що в Україні державні заходи впливу на розвиток фондового ринку здійснюються несистемно і не комплексно. Окрім того, вони є суперечливими, що різко знижує результативність функціонування фондового ринку і, відповідно, показники розвитку вітчизняної економіки.

2. Під час дослідження сутності фондового ринку виявлено деякі розбіжності в тлумаченні категорій і понять. Найчастіше фондовий ринок ототожнюють з ринком цінних паперів. Аналізуючи відмінності між цими поняттями, у роботі запропоновано визначення фондового ринку як механізму ринкових взаємовідносин, де здійснюються операції з середньо- і довготерміновими цінними паперами, під час яких відбувається взаємодія фінансового, кредитного та інвестиційного секторів економіки, внаслідок чого між його суб'єктами динамічно нагромаджуються та перерозподіляються ринкові ресурси – потоки грошових резервів.

3. Важливим напрямом покращення механізму державного регулювання фондового ринку України є цільові державні програми підтримки діяльності та розвитку фондового ринку в Україні, котрі необхідно спрямувати передусім на створення глобальних торговельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу; зростання ролі інституційних

інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій; формування ефективної системи захисту прав та інтересів вітчизняних та іноземних інвесторів; гармонізацію політики держави на фондовому ринку з іншими політичними сферами.

4. На кожному етапі розвитку механізму державного регулювання фондового ринку охарактеризовано діяльність регулятивних органів. Встановлено, що для формування ефективного механізму та прискорення розвитку фондового ринку в Україні його державне регулювання є необхідним і принциповим.

5. Розроблено схему організаційно-управлінської структури фондового ринку в умовах вітчизняної економіки. Запропоновано створити єдину систему управління фондовим ринком, що налічує державні, громадські та приватні суб'єкти ринку. Така модель значно спрощує механізм державного регулювання фондового ринку на регіональному і національному рівнях.

6. Методом економіко-математичного моделювання описано поведінку інвестора на фондовому ринку та взаємодію різних інвесторів між собою у межах діючого фондового ринку. На підставі виконаних досліджень розроблено модель такої взаємодії та запропоновано перехід до ітеративної апроксимуючої моделі для розрахунку стану ринку. Як наслідок, розвиток фондового ринку визначено як динамічний багатоваріантний циклічний процес, який має спіралеподібну форму і виявляється через кількісні та якісні зрушення у структурі системи при збереженні її цілісності. Його стійкість забезпечується лише за умов державного регулювання.

7. Як наслідок дослідження етапів розроблення та прийняття державою управлінських рішень у визначеній послідовності, зроблено висновок, що у процесі прийняття управлінського рішення провідну роль відіграє аналіз стану фондового ринку та правильний вибір методів регулювання.

8. Використовуючи підходи та моделі нейронних мереж для аналізу об'єктів, досліджено напрями застосування цього інструменту щодо оцінки параметрів фондового ринку з погляду вибору стратегії управління ринком та автоматизації попереднього аналізу ринку, а також окремих його сегментів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Закон України „Про антимонопольний комітет” від 26.11.93 №3659-ХІІ, ст. 1.
2. Закон України „Про банки і банківську діяльність” від 20.03.91 №872-ХІІ (зі змінами і доповненнями) // Закон України. – К., 1996.
3. Закон України „Про господарські товариства” від 19.09.1991р. № 1576-ХІІ.
4. Закон України „Про приватизацію майна державних підприємств” від 4.03.92 №2163-ХІІ.
5. Закон України „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.96р. № 448/96-ВР.
6. Закон України „Про цінні папери і фондову біржу” // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – С. 308.
7. Указ Президента України „Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність” від 25.05.94р. №247/94.
8. Указ Президента України “Про корпоратизацію підприємств” від 15.06.1993р. №210.
9. Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Затверджено указом Президента України від 12 червня 1995р. №446/95 // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 1995. – № 8.
10. Положення про Міністерство фінансів України // від 27.02.1993 № 147 (зі змінами і доповненнями).
11. Тимчасове положення про Фонд державного майна в Україні // від 07.07.1992 № 2558-ХІІ, П. 1, 2.
12. Порядок переміщення валюти через митний кордон України. – Національний банк України і Державний митний комітет України, №19029/381 від 14.03.1993р. і №11/1-530 від 17.03.1993р.
13. Про умови здійснення комерційними банками діяльності з випуску та обігу цінних паперів – Національний банк України і Мінфін України, №16042/04-306 від 22.11.1991р.

14. Програма розвитку фондового ринку України на 2001-2005 роки // Цінні папери України. – 2000. – №52. – С. 7-22.
15. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні. Постанова Кабінету Міністрів України від 29 вересня 1994 р. №277 // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 1994. - №8.
16. Концепція запобігання маніпулюванню ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку. Доступний з <http://www.smida.gov.ua/law/11/2003-01.11.21.txt>.
17. Перша фондова торговельна система. Річний звіт 2001. – К.: ПФТС, 2002. – С.10-11.
18. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. Річний звіт 2001. – К.: ДКЦПФР, 2002.
19. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004 рік – <http://www.smida.gov.ua/1/4/>
20. Звіт ФДМУ про управління державними корпоративними правами у господарських товариствах у першому кварталі 2005 р.
21. Абалкин Л. Роль государства и борьба с экономическими догмами // Экономист. – 1998. – № 9. – С. 3-4.
22. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 352 с.
23. Арженовский С.В., Молчанов И.Н. Статистические методы прогнозирования. Учебное пособие. – Ростов-н-Д., – 2001. – 74 с.
24. Ахтямов Р. Новая концепция для нового рынка // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 23. – С. 10-14.
25. Башнянин Г.І. Про періодичну матрицю економічних систем. – Львів: Видавництво ЛКА, 2003. – 115 с.
26. Бевзенко В.А., Битюк А.В., Поддубный В.И. О строительстве пирамид // Фондовый рынок. – 1999. – № 24. – С. 17-20.
27. Бэстенс Д.Э., Ван ден Берг В.М., Вуд Д. Нейронные сети и финансовые рынки: принятие решений в торговых операциях. – М.: ТВП, 1997. – 236 с.

28. Белозорова Л.С., Калиниченко Н.М. Шляхи розвитку фондового ринку // Фінанси України. – 2001. – № 12.– С. 106-111.
29. Бизнес, коммерция, рынок. Словарь-справочник / Автор-составитель Г.С.Саркисянц. – М.: Информпечать, 1993. – 320 с.
30. Білоус О.Г., Лук'яненко Д.Г. Глобалізація і безпека економічного розвитку. – К.: КНЕУ, 2001. – 733 с.
31. Блага Н.В. Інформаційна прозорість фондового ринку України // Фінанси України. – 2005. – № 3. – С. 90-95.
32. Блага Н. Проблеми становлення та перспективи розвитку фондового ринку в Україні // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного інституту Міністерства фінансів України. Серія: економічні науки. Випуск 5. – Чернівці, 2004. – С. 275-288.
33. Блага Н. Напрями та заходи підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку в Україні // Формування ринкової економіки в Україні. Спецвипуск 15. Ч. 1. Львів: Інтереко, 2005. – С. 251-255.
34. Блага Н.В. Основні засади державної політики розбудови фондового ринку // Науковий вісник Львівської національної академії ветеринарної медицини імені С.З.Гжицького Т. 5, Ч. 4. – Львів, – 2003. –С. 208-211.
35. Блага Н.В. Проблеми розвитку фондового ринку // Матеріали міжнародної наукової студентсько-аспірантської конференції „Актуальні проблеми формування економічної системи України”. – Львів, 2002. – С. 10-11.
36. Блага Н.В. Державна політика регулювання фондового ринку в Україні // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції „Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи”. – Львів, 2003. – С. 29-30.
37. Блага Н. Оптимізація доходів на фондовому ринку // Матеріали міжнародної наукової студентсько-аспірантської конференції „Інтеграція країн з перехідною економікою у світовий економічний простір: стан і перспективи”. – Львів, 2005. – С. 23-24.

38. Блага Н. Основні напрямки розвитку фондового ринку в Україні // Вісник національного університету “Львівська політехніка”. – 2002. – № 448. – С. 48-54.
39. Блага Н. Розвиток фондового ринку України в аспекті загальноєвропейських тенденцій // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 32. 2003. – С. 70-77.
40. Блага Н. Економіко-інституційні принципи державного регулювання фондового ринку в різних господарських системах // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 33. 2004. – С. 305-311.
41. Блага Н. Державне регулювання фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 7. – С. 89-93.
42. Богачев В.И, Дидоренко Э.А. Экономико-правовые вопросы рыночных отношений. – Луганск, 1998. – 172 с.
43. Бондарев Б.В., Шурко И.Л. Финансовая математика. – Донецк: Кассиопея, 1998. – 164 с.
44. Бороздин П.Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок: Учебное пособие. – М.: МГОУ, Ин-т экономики и права, 1994. – 170 с.
45. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
46. Буклемишев О. В. Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999. – 232 с.
47. Бычков А. Глобализация экономики и мировой фондовый рынок // Вопросы экономики. – 1997. – № 12. – С. 82-93.
48. Бурмака М. О. Регулювання фондового ринку в Україні // Фінанси України. – 1998. – № 11. – С. 78-83.
49. Вітлінський В., Верченко П., Шатарська І. Ентропійний підхід до аналізу фондового ринку // Ринок цінних паперів України. – № 11-12. – 2004р. – С. 3-8.
50. Витин А.Г. Инфраструктура: потребности и рыночные факторы развития, эффективность (краткий анализ опыта США) // Проблемы функционирования и развития инфраструктуры народного хозяйства. Сборник трудов ВНИИСИ, вып.6, 1991, С. 45-50.

51. Внукова Н.Н. Управление развитием рыночной инфраструктуры (методологической и организационный аспекты): Монография. – Харьков: Форт, 1998. – 132 с.
52. Вовк В.М. Математичний аналіз економічних процесів // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції „Ринкова трансформація економіки України”. – Львів, 2003. – С. 47-48.
53. Вовк В.М., Дрогомерецька З.Б. Основи системного аналізу: Навчальний посібник. – Львів, Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2002. – 248 с.
54. Волощук Г.А. Инфраструктура рынка: сущность, проблемы, перспективы // Торговля в рыночной экономике: Юбилейный сб. науч. Трудов. – Киев: КТЭИ, 1991. – С. 30-48.
55. Гальчинський А., Геєць В. та ін. Інноваційна стратегія українських реформ. – К.: Знання України, 2002. – 336 с.
56. Гикс. Дж. Стоимость и капитал: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – 488 с.
57. Голиков Н.Ф., Двоскин Б.Я. Инфраструктурно-территориальный комплекс: (теория, методы, практика). – Алма-Ата: Гылым, 1990. – 224 с.
58. Григоруک А.А., Палюх М.С., Литвин Л.М., Літвінова Т.Д. Основи економічної теорії – http://www.tspu.edu.ua/Kurs_lekcij/Economics/
59. Гринів Л. Теорія просторово-економічного аналізу: нові моделі, функції та оцінки // Обліково-аналітичні системи суб'єктів господарської діяльності в Україні. – Львів: Інтереко, 2005. – С. 37-42.
60. Губарев В.Ф. Итеративный синтез управления с селективной идентификацией модели // Проблемы управления и информатики. – 2004, № 3. – С. 5-15.
61. Лукасьян Г.М. Ключевые вопросы в курсе общей экономической теории: Учебное пособие. – СПб.: Из-во СПбУЭФ, 1997. – 204 с.
62. Демин А.А. Государственно-монополистический капитализм: проблемы, тенденции, противоречия. – Л., 1983. – 115 с.

63. Давидов О., Карайченцева Г. Фінансова глобалізація і стратегія формування фондового ринку в країнах з перехідною економікою // Стратегічна панорама. – 2001. – № 1 – 2. – С. 284.
64. Давимука С.А. Теоретико-методологічні аспекти приватизації та механізми її реалізації в Україні. – Львів, 1998. – 399 с.
65. Денисенко М., Кабанов В., Ковтун І., Недбайло О. Державна політика розбудови фондового ринку // Ринок цінних паперів України. – 2003. – № 1-2 – С. 3 – 8.
66. Денисенко Н., Кабанов В., Любунь А. Проблем столько, что обозначить их можно лишь телеграфным стилем... // Финансовые услуги. – 2002. – №11-12 – С. 60-63.
67. Державне регулювання економіки: Навчальний посібник / С.М.Чистов, Никифоров А.Є., Т.Ф.Куценко та ін. – К.: КНЕУ, 2000 – С. 13-14.
68. Дідківська Л.І., Головка Л.С. Державне регулювання економіки: навч. посібник. – К.: Знання-Прес, 2000. – 214 с.
69. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика: Пер. с англ. – СПб.: Питер ком, 1994. – 496 с.
70. Долгов С.И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? – М.: ОАО “Издательство “Экономика”, 1998. – 215 с.
71. Долішній М. Фінансова політика і стабілізація економіки України // Регіональна економіка. – 2000. – № 1. – С. 16-20.
72. Долльфюс О. Система Мир // Мировая экономика и международные отношения. – 1995. – № 6. – С. 77.
73. Економіка підприємства: Підручник // За ред. С.Ф.Покропивного: Вид. 2-ге, перероб. та доп.. – К.: КНЕУ, 2001. – 328 с.
74. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / за ред. акад. НАН України Геєця В.М. – К.: Ін-т економ. прогнозування: Фенікс, 2003. – 1008 с.
75. Єлейко В.І. Економіко-статистичні методи моделювання і прогнозування. Навч. посібник. – Київ: УМК ВО, 1998. – 88 с.

76. Загорський В.С. Ринок цінних паперів: принципи, організації і механізм функціонування. – К.: ІСДО, 1995. – 171 с.
77. Злупко С. Розвиток економічної теорії в Україні: минуле, сучасне, майбутнє // Вісник львівського університету. Серія економічна. – 2003. – Випуск 32. – С. 3-17.
78. Инфраструктура и интенсификация экономики / Под ред. В.П. Красовского – М.: Наука, 1980. – 192 с.
79. Інтерфакс / <http://www.interfax.ru/>
80. Калина А.В., Корнеев В.В., Кощеев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика): Учебное пособие. – К.: МАУП, 1997. – 216 с.
81. Карсекін В., Сипливий Ю. Удосконалення організаційно-економічного механізму державного регулювання діяльності підприємств сфери послуг // Економіка України. – 1996. – № 8. – С. 67-72.
82. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической классики. – М.: ЭКОНОВ, 1993. – 486 с.
83. Кісельов А.П. Основи бізнесу: Підручник. – К.: Вища школа, 1997. – 191 с.
84. Клименко В.В. Державне регулювання фондового ринку // Фінанси України. – 2001. – №10. – С. 57-62.
85. Клименко В.В. Фондовый рынок Украины у контексті фінансової безпеки держави. – К.: КНУДТ, 2003. – 188 с.
86. Ковалюк О. Стратегія використання фінансових інструментів організації економічного зростання в Україні в умовах глобалізації // Обліково-аналітичні системи суб'єктів господарської діяльності в Україні. – Львів: Інтереко, 2005. – С. 31-37.
87. Колесник В.В. Введение в рынок ценных бумаг. – К.: А.Л.Д., 1995. – 176 с.
88. Колесник В.В. Ринок цінних паперів і принципи правового регулювання. – К.: ІДП АН України, 1993. – С. 12.
89. Кондрашихін А. Розрахунок ефективності управління угодами з цінними паперами // Економіст. – 2003. – №1. – С.61 – 63.

90. Коноваленко І. Чи дійсно фондовий ринок – слабка ланка фінансового сектору економіки України? / <http://www.liga.net/ligabusinessiform/>
91. Корбанколева І. Прямые контакты плюс развитие инфраструктуры // Риск – 1991. – № 2. – С. 20-24.
92. Костіна Н.І., Марахов К.С. Проблеми формування фондового ринку в Україні // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 30-36.
93. Котляров С. Фондові ринки країн, що розвиваються в умовах інтернаціоналізації та глобалізації // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 1-2. – С. 7 – 18.
94. Кравченко Ю. Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах / Учебное пособие. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2003. – 528 с.
95. Крупка М.І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. Львів: Видавничий центр львівського національного університету імені Івана Франка, 2001. – 608 с.
96. Ксакина Н.Г. Инфраструктура рыночной экономики // Сборник научных работ аспирантов Харьковского университета. – Х., 1993. – С. 62-66.
97. Кузнецов Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
98. Кузнецова А.Я. Фінансування інвестиційно-іноваційної діяльності. – Львів, Львів. банків. ін-т НБУ, 2005. – 367 с.
99. Курс економіки: Учебник / Под ред. Б.А.Райзберга. – М.:Инфра-М, 1997. – 720 с.
100. Лапішко М.Л. Основи фінансово-статистичного аналізу економічних процесів. – Львів: Світ, 1995. – С. 249.
101. Левченко З. Державний сектор у розвинених країнах // Цінні папери України. – 2004. – № 6. – С. 15.
102. Лившиц А.Я. Никулина И.Н., Груздева О.А. и др. Введение в рыночную экономику. – М.: Высшая школа, 1994. – 408 с.
103. Лугчин Н.П., Миронюк А.К. Статистика фінансів. Навч. посібник. – Львів: „Новий Світ – 2000”, 2005. – 324 с.

104. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: Видавничий центр “ДрУк”, 2002. – 320 с.
105. Лушин С.И. Финансовая глобализация // Финансы. – 2001. – № 2. – С. 61-63; №3. – С. 60-62.
106. Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги. – Д.: Сталкер, 1998. – 320 с.
107. Мартин Г.-П., Шуманн Х.. Западня глобалізація. – М.:Издательский дом “Альпина”, 2001. – 335 с.
108. Марцин В. Економічне регулювання інноваційної діяльності // Фінанси України – 2005. – № 5. – С. 44-53.
109. Матвійчук А.В., Аналіз та прогнозування розвитку фінансово-економічних систем із використанням теорії нечіткої логіки. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 206 с.
110. Махмудов А. Проблемы развития фондового рынка Украины // Фондовый рынок. – 1999. – № 8. – С. 2 – 5.
111. Мельник А.Ф., Васіна А.Ю. Організаційні та економічні аспекти розвитку малого бізнесу в сфері послуг. – Тернопіль: Збруч, 1996. – 186 с.
112. Мендрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 152 с.
113. Мещерова Н.В. Организованные рынки ценных бумаг: Учебное пособие для студентов вузов. – М.: Логос, 2000. – 200 с.
114. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 550 с.
115. Михасюк І., Мельник А., Крупка М., Залога З. Державне регулювання економіки / За ред.. д-ра екон. наук, проф., акад. АН Вищої школи України Михасюка І.Р. / Львівський національний університет ім. І.Франка, Львів: “Українські технології”, 1999. – 640 с.
116. Михасюк І.Р., Бочан І.О. Менеджмент глобальної економіки. Навчальний посібник / Львівський національний університет ім. Івана Франка. Вища школа інформатики і управління в Жешуві. – Львів: 2004. – 190 с.

117. Михасюк І.Р., Мальський М.З. Основи глобальних економічних відносин. Навчальний посібник / Львівський національний університет ім. Івана Франка. Вища школа інформатики і управління в Жешуві. – Львів: “Українські технології”, 2003. – 192 с.
118. Мікловда В.П. Ринкова трансформація економіки регіону. – Ужгород: Карпати, 2000. – 330 с.
119. Мозговий О. М. Фондовий ринок. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
120. Мозговий О. Пріоритетні напрями підвищення законодавчого рівня захисту прав акціонерів в Україні // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 3-4. – С. 5-8.
121. Мозговий О.М. Формування системи регулювання фондового ринку України. Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук. – Київ. – 1999.
122. Набок Р., Шитко О. Фондові ринки у країнах – нових членах ЄС: становлення і перспективи // Вісник національного банку України. – 2005. – № 7. – С. 29-33.
123. Нестеренко А. Государство и рынок в посткоммунистической экономике // Мировая экономика и международные отношения. – 1993. – № 10. – С. 27-38.
124. Новошинська Л., Стасюк Ф. Антологія українського ринку цінних паперів // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 5-6. – С. 3-16.
125. Осипенков П. Экономическая природа инфраструктуры и возможности усиления ее роли в повышении эффективности производства // Экономические науки. – 1983. – № 6. – С. 24-30.
126. Оскольський В.В. Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. – К.: КСУ, 1996. – 148 с.
127. Охріменко О. Приватний інвестор на фондовому ринку України // Цінні папери України. – 2000. – № 39. – С. 6.
128. Павлов В.І., Пилипенко І.І., Кривовязюк І. Цінні папери в Україні: Навчальний посібник. – Видання 2-ге, доповнене. – К.: Кондор, 2004. – 400 с.
129. Панчишин С. М. Макроекономіка. – К.: Либідь, 2005. – 616 с.
130. Пахомов Ю. Україна і виклики глобалізації // День. – 2001. – № 139. – С. 7.

131. Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. – К.: Знання, 1999. – 262 с.
132. Піддубний Д. Деякі аспекти розвитку фондового ринку України // Цінні папери України. – 1998. – № 19 – С. 8.
133. Плиса В.Й. Інтеграція страхового ринку України у світовий страховий простір // Фінанси України. – 2002. – № 7. – С. 94-103.
134. Плиса В.Й. Проблеми регулювання страхових відносин в умовах ринкової трансформації економіки України // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції „Ринкова трансформація економіки України”. – Львів, 2003. – С. 209-210.
135. Порохня В.М. Моделювання економіки: монографія. – ЗДІА, – Запоріжжя, 2001. – 384 с.
136. Ральф Т. История возникновения и развития финансовых рынков // Politekonom. Российско-германский журнал по экономической теории и практике. – 2000. – № 2. – С. 112-119.
137. Реверчук С.К. Инвестология: Наука про інвестування: Навч. посібник. – К.: Атіка, 2001. – 264 с.
138. Реверчук С. К., Крупка М. І. Анатомія малого бізнесу. – Львів.: Діалог, 1996. – С.31-34.
139. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 240 с.
140. Ромашко О.Ю. Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ в економіці // Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні. – 1998. – № 3.
141. Рубцов Б. Мировой фондовый рынок // Мировая экономика и международные отношения. – 2001. – №8. – С. 35-46.
142. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – 448с.
143. Румянцев С. Проект Закону „Про акціонерні товариства”: шляхи розв'язання конфлікту інтересів // Цінні папери України. – 2004. – №7.– С. 10.

144. Румянцев С. „Ринок капіталу України - 2004” // Цінні папери України. – 2004. – № 26. – С. 12.
145. Румянцев С. „Блакитні фішки” фондового ринку // Цінні папери України. – 2003. – № 20 – С. 10.
146. Румянцев С. Ринок капіталу України – 2004 // Цінні папери України. – 2004. – № 26. – С. 12.
147. Румянцев С. Розвиток фондового ринку у світлі нового законодавства // Цінні папери України. – 2004. – № 9. – С. 6 – 7.
148. Рынок ценных бумаг в Японии. – DAIWA SECURITIES CO. LTD. – 1998. – С. XII-1 – XIX-10.
149. Рынок ценных бумаг: шаг России в информационное общество / Н.Т. Клещев, А.А. Федулов, В.М. Симонов и др. – М.: ОАО Изд-во „Экономика”. – 1997. – 559 с.
150. Савчук В., Дудка В. Оптимізація фондового портфеля – <http://www.management.com.ua/finance/fin013.html>.
151. Сакс Д., Пивоварський О. Економіка перехідного періоду: Уроки для України / Пер. з англ. Пивоварський О. – К.: Основи, 1996. – 345 с.
152. Синяева И. Комплекс экономической полноценности (анализ элементного состава рыночной инфраструктуры в сфере товарного обращения средств производства) // РИСК. – 1996. – № 2-3, С. 12-16.
153. Словник фондового ринку / Автори-укладачі: Головка А.Т., Кобзар В.Ф., Науменко О.О. та інші. – К., 1999. – 288 с.
154. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Антология экономической классики, т.1. – М.: 1993. – 367 с.
155. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 58.
156. Сохацька О.М. Інструменти фондового ринку: зарубіжний досвід та практика України. – Тернопіль: Економічна думка. 1999. – 46 с.
157. Стігліц, Джозеф. Глобалізація та її тягар: пер. з англ.. – К.: Вид. дім „КМ Академія”, 2003. – 252 с.

158. Сявавко М.С., Сохнич А.Я., Тібілова Л.М. Економіко-математичне моделювання у прийнятті управлінських рішень // Економіка АПК. – 2005. – № 3. – С. 13-18.
159. Табала О. Фондовий ринок: проблеми становлення та шляхи їх вирішення // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 7-8. – С. 9 - 16.
160. Танци В.. Роль государства в экономике: эволюция концепции // Мировая экономика и международные отношения. – 1999. – № 10. – С. 53.
161. Ткачук І.Г. Економічна самостійність регіону. К., 1994.
162. Третьяк О.А., Третьяк В.П. Место рыночной инфраструктуры в преобразовании современной экономики // Вестник Ленинградского университета. Серия: Экономика. – 1991. – Вып. 2. – С. 94-98.
163. Туган-Барановский М.И. Основы политической экономии. – СПб., 1911. – 58 с
164. Уосермен Ф. Нейрокомп'ютерна техніка: Теорія і практика. Переклад на російську мову, Ю.А. Зуєв, В.А. Точенов, 1992, Переклад українською, І.Ю. Юрчак, 2001.
165. Федоренко В., Маринич І., Чепінога В., Мерлиця І. Роль фондового ринку в реструктуризаційному процесі // Фондовый рынок. – 2001. – № 22. –С. 5-9.
166. Финансы: учебное пособие / Под ред. проф. А.Н. Ковалевой. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 384 с.
167. Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки: Монографія / За ред. д-ра екон. наук. А.І. Даниленка. – К.:Ін-т економіки НАНУ, 2003. – 415 с.
168. Хоронжий А.Г. Соціально-економічна база способу життя людини // Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції, Львів, 24-25 жовтня 2003 р. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2003. – С. 289-291.
169. Хоружий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів // Фінансові ризики. – 2000. – № 2 / <http://www.ndu.gov.ua/publication/content/168>

170. Ценные бумаги: Учебник / Под. ред. В.И.Колесникова, В.С. Таркановского. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 416 с.
171. Цегелик Г.Г. Лінійне програмування. – Львів: Світ, 1995. – 216 с.
172. Шапран В. Інформаційна концепція розвитку фондового ринку: чи підтримують її в Україні? // Цінні папери України. – 2002. – № 11. – С. 8.
173. Шапран В. Корпоративне управління у США: закон Сарбейнса-Окслі // Цінні папери України. – 2003. - № 21. – С. 13.
174. Шапран В. ФКЦП Росії підсилює регулятивний вплив // Цінні папери України. – 2004. – № 12. – С. 16-17.
175. Шапран Н, Шапран В. Стратегія регулювання національного фондового ринку: назріли зміни // Цінні папери України. – 2003. – № 10 – С. 8.
176. Шапран Н., Шапран В. Міжнародний фондовий ринок: перспективи відновлення // Цінні папери України. – 2004. – № 7. – С. 16 – 17.
177. Шаров О. Тенденції розвитку європейського фондового ринку // Вісник НБУ. – 2001. – № 10. – С. 38-42.
178. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1997. – 1008 с.
179. Швайка М.А. Банківська система України: шляхи реформування та підвищення ефективності. – К. Парламентське видавництво, 2000. – 196 с.
180. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 359 с.
181. Швагер Джек Технический анализ. Полный курс. – М.: Альпина Паблишер, 2001. – 768 с.
182. Экономическая теория: Учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, Н. Эрнашвили. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 278 с.
183. Юринець В.Є., Крупка М.І., Юринець З.В. Автоматизовані інформаційні системи у фінансах: Навч. посібник. — Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2004. — 329 с.
184. Юрчак І. Курс лекцій „Організація інтелектуальних обчислень” // <http://www.lp.edu.ua/Institute/IKN/CAD/Yurchak/html/oio/index.html>

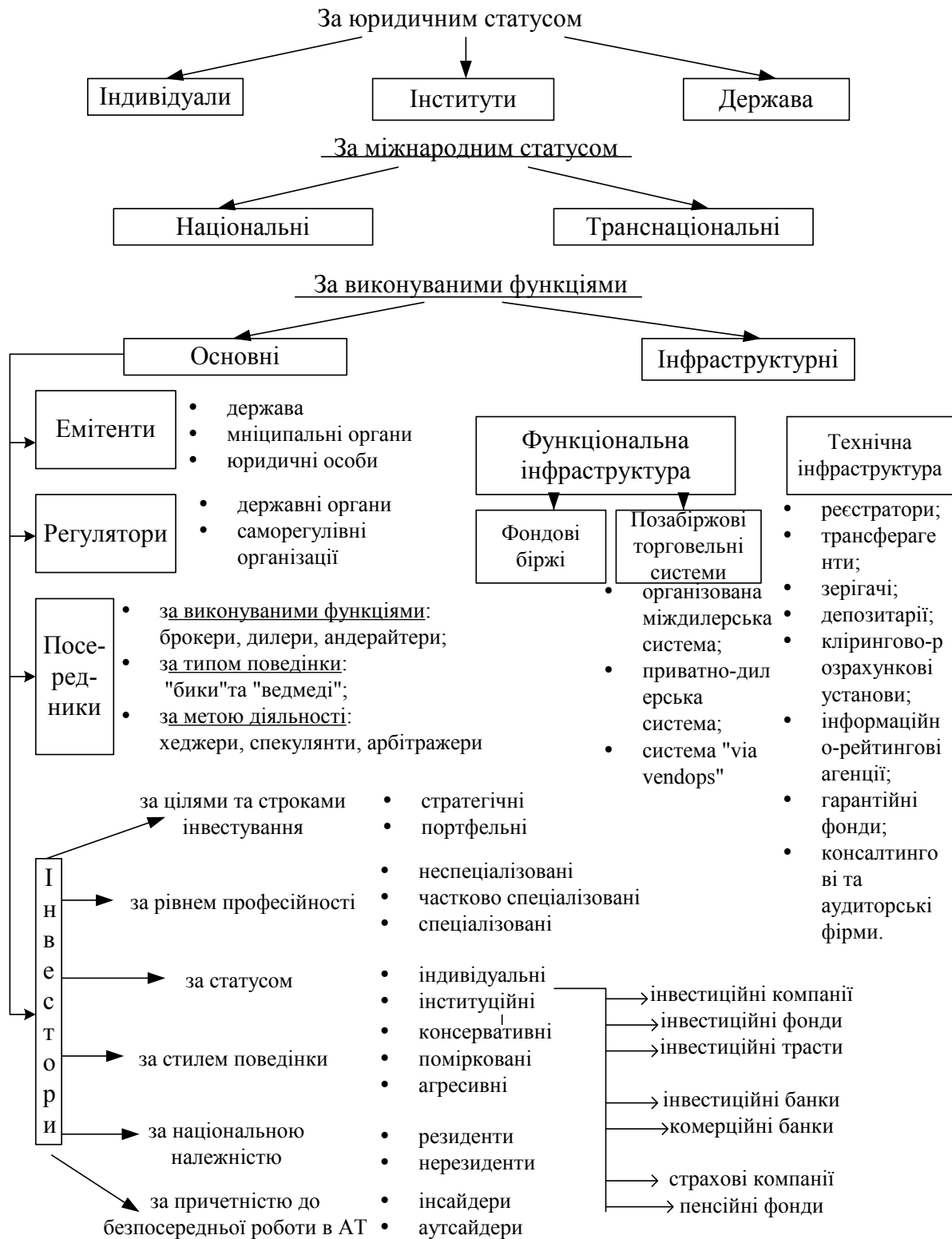
185. Юрчак І. Курс лекцій „Штучні нейронні мережі” // http://www.lp.edu.ua/Institute/IKN/CAD/Yurchak/html/neural_nets/
186. Bartholomew, David J. Stochastic Models for Social Processes, 2nd Edition. New York: Wiley, 1973.
187. Bundesaufsichtsamt den Wertpapierhandel // Wintersportverein Glonn e.V. / http://root.asv-ski.de/web-9/wsv_glonn/
188. Cambell T.S. Money and Capital markets. – Glemien (III) ets.: Scott, Foresmen, 1988. – P. 2-3.
189. Capital market study. – P.: OECD, 1967. – 261 p.
190. Christoffersen, S.E.K. and Musto, D.K., Demand curves and the pricing of money management, Review of Financial Studies, 2002, 15, 1499-1525.
191. Cobb, Loren. Stochastic Catastrophe Models and Multimodal Distributions. Behavioral Science, 1978, 23, 360–374.
192. Constantinides, G.M., Capital market equilibrium with transaction costs, Journal of Political Economy, 94, 1986, 842-63.
193. Czech Securities Commissions “An outline of the capital market in the Czech Republic”. – Prague, September 17, 2003 / <http://www.sec.cz/>
194. Dupacova J., Hurt J., Stepan J. Stochastic Modeling in Economics and Finance (Kluwer, 2002) – 394 p.
195. Economic Reports of President. Wash., Gpo, 1997. P. 4.
196. Fama E.F. Foundations of Finance. Portfolio Decisions and Securities Prices. New York: Basic Books, 1976. – P. 133.
197. Gately E. Neural Networks for Financial Forecasting. John Wiley, 1996. – 169 p.
198. Tentative steps towards greater accountability by V. Boland FT. – June 28, FT Survey, P. II
199. Trippi, R.R., Turban, E., Neural Networks in Finance and Investing, Irwin Professional Publishing, 1996. – 821 p.
200. Henning C.N. et al. Financial markets and the economy. – 3-d ed. – Englewood Clsff (N.J.), Prentice – Hall corp., 1981. – P. 11-12

201. Hiroatsu Tanaka, Naohiko Baba, Optimal Timing in Trading Japanese Equity Mutual Funds: Theory and Evidence, Bank of Japan Working Paper Series, Tokyo, No.03-E-2, October 2003.
202. <http://www.ssmc.gov.ua/> (Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку)
203. <http://www.pfts.com/ukr/news/> (ПФТС: Новини)
204. Massimo Massa Mutual fund competition and stock market liquidity. INSEAD, November 12, 2003.
205. Miller M.H., Fama E.F. The theory of finance. – N.Y., ofc. Holt Rineharta Winston, 1972. – 346 p. – P. 335
206. Securities Act of 1993. USA Law / <http://www.law.uc.edu>
207. Shreve St. Stochastic Calculus and Finance, 1997, 365 p.
208. Stoughton, N., 1993, “Moral hazard and portfolio management problem,” Journal of Finance, 48, 2009–2028.
209. Thomas Dangl, Youchang Wu, Josef Zechner, November 2005, “Market Discipline and Internal Governance in the Mutual Fund Industry” // University of Vienna / <http://www.univie.ac.at>
210. URL новости / <http://www.podrobnosti.ua/power/president/2005/07/21/228601.html>

ДОДАТКИ

Додаток А

Класифікація учасників фондового ринку [85]



Додаток Б

Основні етапи розвитку системи регулювання фондового ринку в Україні

Етапи розвитку	Роки	Основні характеристики
Перший	1991 - 1994	Головним регулюючим органом з боку держави виступало Міністерство фінансів. Повільні темпи приватизації, повна відсутність необхідної інфраструктури, недостатня правова урегульованість питань, пов'язаних з його функціонуванням.
Другий	1995 - 1998	Цей етап характеризується зростанням фондового ринку України. Прискорення темпів приватизації та створення державної системи регулювання фондового ринку; характеризується також високою дохідністю державних цінних паперів. Законодавчо було визначено принципи та шляхи розвитку ринку цінних паперів – Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів (1995 р). Комплекс перших ринкових законів України, а саме „Про цінні папери і фондову біржу”, „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (1996 р), „Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (1997 р).
Третій	1999 - 2000	Реалізація Указів Президента України „Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році”, „Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні” дозволила продовжити удосконалення системи захисту прав інвесторів; підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів; розвиток нормативно-правової бази; розбудова інфраструктури фондового ринку; розвиток системи організованої торгівлі; удосконалення діяльності інститутів спільного інвестування; удосконалення механізмів корпоративного управління
Четвертий	2001 - 2003	Продовжувалась робота щодо розвитку ефективної системи розкриття інформації на фондовому ринку України, розбудови інформаційно прозорого національного ринку цінних паперів була створена міжвідомча робоча група з опрацювання юридичних та технологічних аспектів діяльності центрального депозитарію.
П'ятий	з 2004 по сьогодні	Верховною Радою України прийнято 3 законопроекти, головним розробником яких виступила Комісія. Проведена робота щодо опрацювання проектів нормативних документів Комісії, якими встановлюються порядок та умови здійснення депозитарної діяльності, та розроблених Національним депозитарієм України стандартів документообігу щодо операцій з цінними паперами з урахуванням зауважень та пропозицій від саморегулюючих організацій – Асоціації учасників фондового ринку України (АУФРУ) і Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД), а також професійних учасників ринку цінних паперів – зберігачів, реєстраторів та організаторів торгівлі.

Додаток В

Законопроекти прийняті протягом 2004 року

Назва проекту	Коротка анотація проекту законодавчого акта
<p>1. Проект Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про державний захист працівників суду і правоохоронних органів”</p>	<p>Проектом передбачено поширення норм Закону України “Про державний захист працівників суду і правоохоронних органів” на уповноважених осіб Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, що забезпечить можливість встановлення системи особливих заходів державного захисту працівників Комісії від перешкоджання виконанню покладених на них посадових обов’язків</p>
<p>2. Проект Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу”</p>	<p>Проектом розширено перелік фінансових інструментів, обіг яких буде здійснюватись на ринку цінних паперів</p>
<p>3. Проект Закону України “Про внесення змін до статті 9 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”</p>	<p>Законопроект стосується визначення граничного терміну внесення змін до реєстру власників іменних цінних паперів після придбання цінних паперів незалежно від мети їхнього придбання</p>

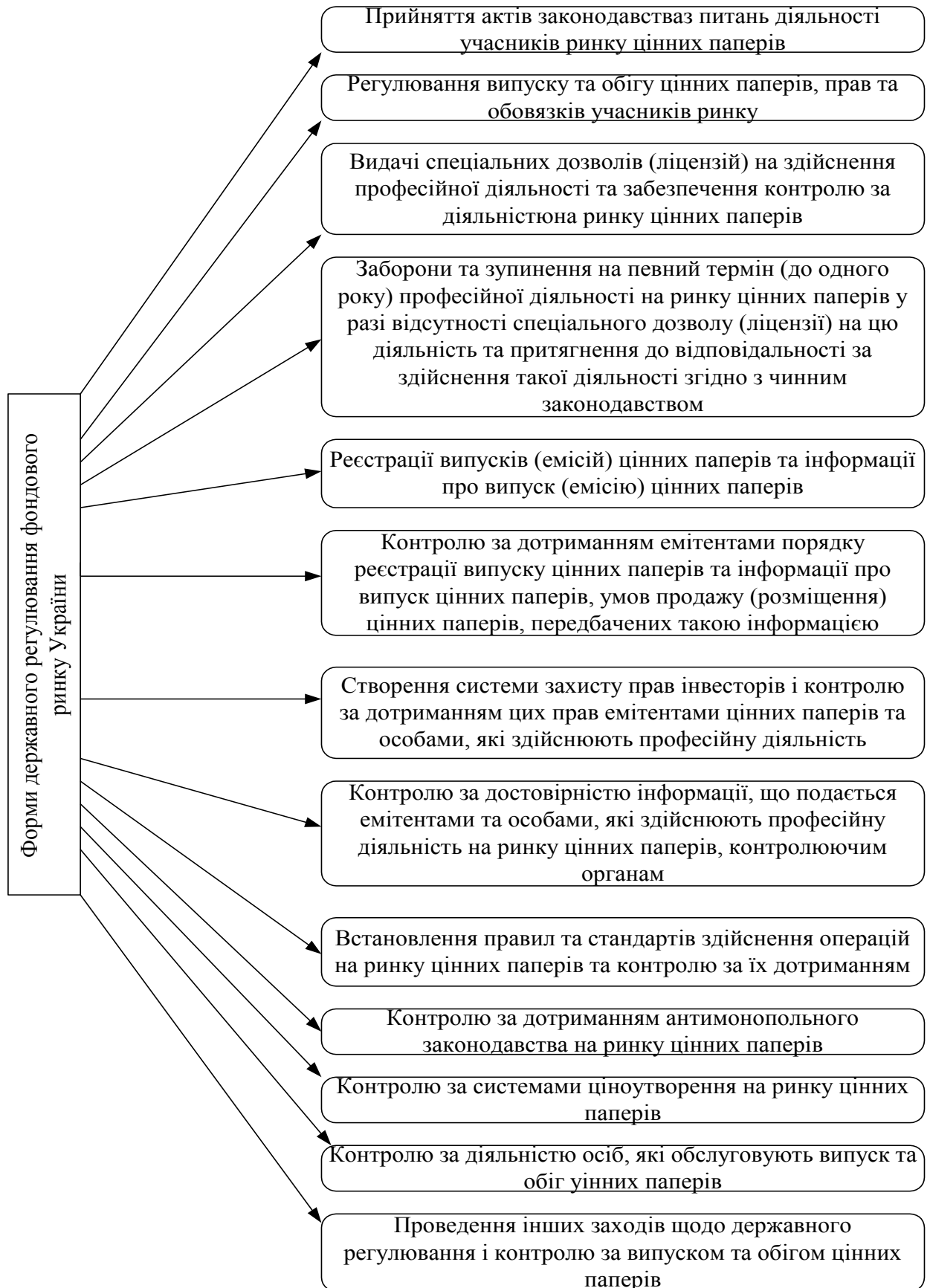
Додаток Д

Основні принципи запобігання маніпулюванням ринком цінних паперів, нечесній торговій практиці і порушенню етики професійної діяльності на фондовому ринку [16]

Нормативно-правові заходи	Визначення законодавчими та нормативно-правовими актами необхідних для регулювання та контролю термінів і понять "стандартна угода", "нестандартна угода", "моніторинг", "маніпулювання", "інсайдерівська інформація", "інсайдер" тощо.	
	Законодавче (нормативне) закріплення повноважень щодо здійснення первинного контролю дій професійних учасників ринку цінних паперів саморегулювними організаціями та організаторами торгівлі.	
	Встановлення на законодавчому рівні заборони маніпулювань та неправомірного використання інсайдерівської інформації та встановлення відповідальності та порушення заборон.	
	Затвердження порядку проведення розслідувань правопорушень на ринку цінних паперів, пов'язаних з маніпулюванням та використанням інсайдерівської інформації при укладанні угод з цінними паперами.	
	Розробка та реєстрація у встановленому порядку критеріїв та параметрів угод, які можна віднести до "нестандартних".	
	Розробка та реєстрація в Комісії внутрішніх документів організаторів торгівлі, пов'язаних із здійсненням первинного контролю: порядку здійснення перевірок, переліку критеріїв, за якими дії учасників ринку визнаються як маніпулювання, дисциплінарного кодексу.	
	Доповнення переліку дій, пов'язаних з нечесною торговою практикою, які забороняється здійснювати торговцями цінними паперами при укладанні угод з цінними паперами на вторинному ринку.	
	Встановлення відповідальності за розголошення інформації із системи реєстру.	
	Затвердження кодексу чесного ведення бізнесу на фондовому ринку України.	
	Розробка законодавчої бази та встановлення вимог до функціонування ринку похідних фінансових інструментів.	
Рівні	Організаційні заходи	Створення спеціальних підрозділів у організаторів торгівлі для забезпечення контролю за укладенням угод, цінами, об'ємами та характером заявок під час торгової сесії та виявленням угод, які підпадають під критерії "нестандартних".
		Перевірка "нестандартних угод" на предмет здійснення дій, направлених на маніпулювання цінами або ринком щодо використання інсайдерівської інформації або нечесній торговій практиці.
		Створення системи інформування Комісії про всі виявлені "нестандартні угоди" та результати їх перевірки, передача всіх матеріалів за виявленими "нестандартними угодами", за якими у організатора торгівлі немає повноважень щодо перевірки або застосування санкцій до відповідного структурного підрозділу Комісії для проведення розслідування та вжиття відповідних заходів.
		Контроль за встановленими нормативами та вимогами до учасників торгів - професійних учасників ринку цінних паперів та емітентів, цінні папери яких внесені до лістингу організатора торгівлі.
		Встановлення для організаторів торгівлі критеріїв, за якими умови організації ринку та його показники (щоденні обсяги торгів, частка у загальному обсязі організованого ринку, кількість учасників ринку тощо), що створені організатором торгівлі, можуть забезпечувати формування закономірної ринкової ціни на цінні папери.
		Організація навчання та підвищення кваліфікації фахівців професійних учасників ринку цінних паперів.
		Запровадження окремих рахунків для грошей торговця цінними паперами та грошей його клієнтів.
		Впровадження систем розрахунку, які запобігають використанню шахрайських схем та здійсненню маніпулювання цінами.
		Проведення роз'яснювальної роботи та оприлюднення шахрайських схем, які використовуються при торгівлі цінними паперами.
		Технічні заходи
Створення системи моніторингу, яка забезпечує отримання інформації в режимі реального часу на термінал, встановлений в Комісії, та обмін даними між організаторами торгівлі.		

Додаток Е

Форми державного регулювання фондового ринку [5]



Додаток Ж

Цілі державного регулювання фондового ринку в Україні



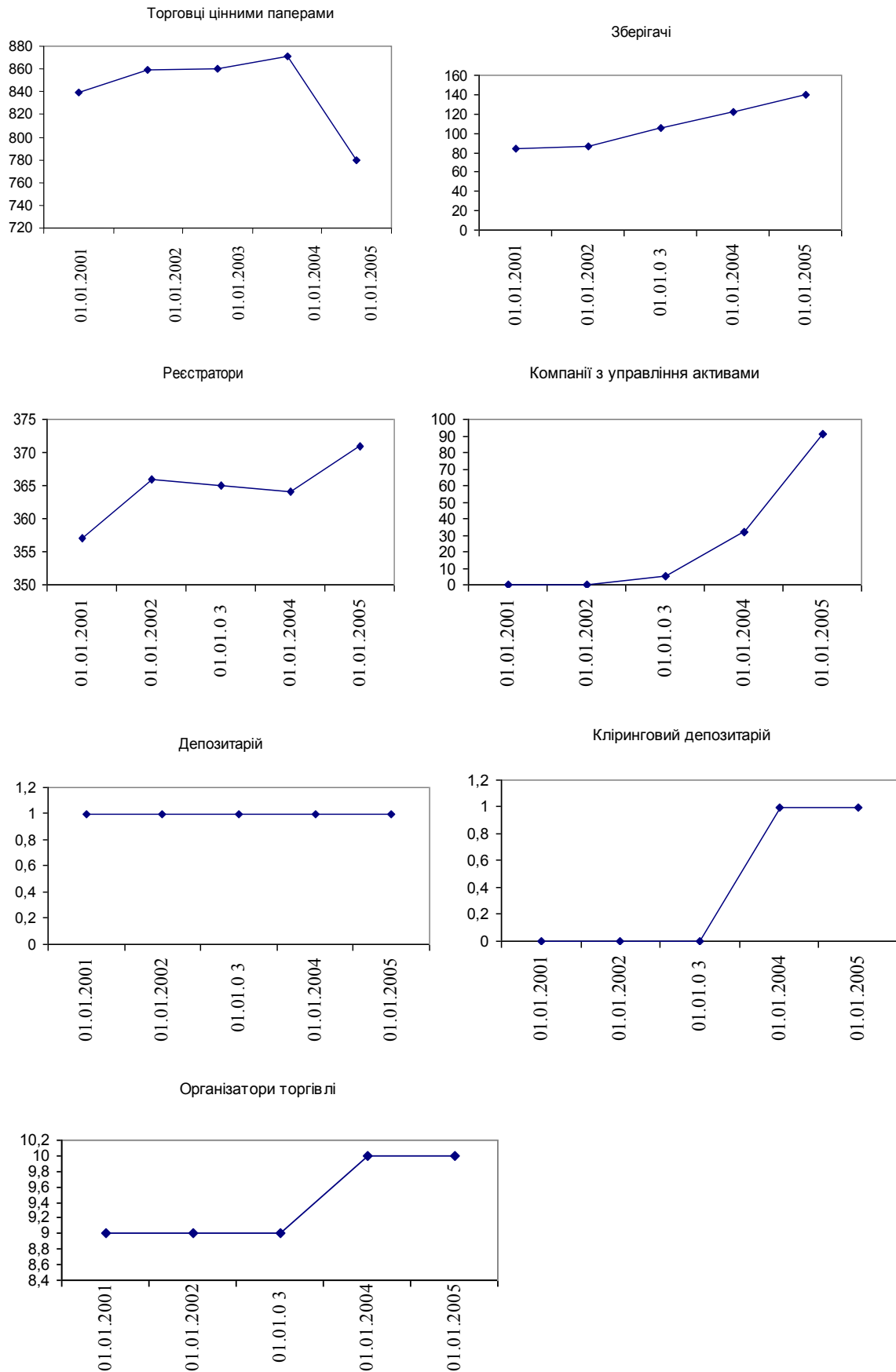
Додаток 3

Основні методи визначення дохідності та моделі вибору портфеля цінних паперів

№ п/п	Назва методу	Основні характеристики
1	Дивідендний метод	Ґрунтується на тому, що дохідність акції може бути оцінена, як дохідність будь-якого фінансового активу.
2	Дійсної вартості акції	Базується на аналізі співвідношення поточної ринкової ціни акції до величини прибутку корпорації, що припадає на одну акцію.
3	Метод МОКА	Базується на моделі оцінки капітальних активів. Він дає змогу оцінити очікувану дохідність акції на основі безризикових ринкових процентних ставок та ризику, що властивий конкретній акції.
4	Модель Марковіца	Базується на тому, що показники прибутковості різних цінних паперів взаємопов'язані: із зростанням дохідності одних паперів спостерігається одночасне зростання і по іншим паперам, треті залишаються без змін, а в четвертих, навпаки дохідність знижується. Такий вид залежності не детермінований
5	Модель Тобіна	Передбачається існування безризикового активу, прибутковість якого не залежить від стану ринку і завжди має стале значення.
6	Модель Блека	Модель Блека аналогічна моделі Марковіца, але в ній відсутня умова невід'ємності на частки активів портфеля. Це означає, що інвестор може робити короткі продажі.
7	Модель Шарпа	Модель може застосовуватися при розгляді великої кількості цінних паперів, що описують велику частку відносно стабільного фондового ринку.
8	Модель Квазі-Шарп	Модель Квазі-Шарп раціонально застосовувати при розгляді порівняно невеликої кількості цінних паперів, що належать до однієї чи кількох галузей. З допомогою її добре підтримувати оптимальну структуру вже існуючого портфеля.

Додаток И

Динаміка учасників фондового ринку які мали ліцензії на певні види професійної діяльності в Україні у 2001-2004 роках



Додаток К

Ринкова дохідність акцій провідних американських компаній
за період 2000-2003 рр¹

Компанія	Дохідність за 2000-2003 рр.	Середньорічна дохідність за 2000-2003 рр.
ALCOA INC	-0,29%	-0,07%
AMER. EXPRESS CO	-9,19%	-2,38%
BOEING CO	8,47%	2,05%
CITIGROUP	33,53%	7,49%
CATERPILLAR INC	98,77%	18,72%
DU PONT CO	-20,80%	-5,66%
WALT DISNEY CO	-17,03%	-4,56%
EASTMAN KODAK	-54,15%	-17,70%
GENERAL ELEC. CO	-35,01%	-10,21%
GENERAL MOTORS	-13,51%	-3,56%
HOME DEPOT INC.	-47,23%	-14,76%
HONEYWELL INTL	-36,61%	-10,77%
HEWLETT-PACKARD	-23,59%	-6,50%
INTL BUS MACHINE	-11,95%	-3,13%
JOHNSON & JOHNSON	19,97%	4,65%
McDonalds CORP.	-35,54%	-10,39%

¹ Розраховано за джерелом: <http://finance.yahoo.com>.

Додаток Л

Ринкова дохідність та кореляція
корпоративних облігацій українських компаній

Таблиця Л.1

Дохідність облігацій за період 05.09.2005-29.09.2005 р², %

Період	ЦП 1	ЦП 2	ЦП 3	ЦП 4	ЦП 5	ЦП 6	ЦП 7	ЦП 8	ЦП 9	ЦП 10
05.09.05	17,93	17,01	12,29	8,30	17,37	17,79	21,42	15,96	15,92	12,64
06.09.05	18,16	17,11	12,52	8,31	17,71	17,94	22,59	16,09	16,05	12,71
07.09.05	18,31	17,18	12,68	8,32	17,20	18,05	22,63	16,18	16,13	12,76
08.09.05	18,31	17,18	12,68	8,32	17,20	18,05	22,63	16,18	16,13	12,76
09.09.05	18,39	17,21	12,76	8,31	18,30	18,10	22,63	16,23	16,18	12,79
12.09.05	18,47	17,25	12,84	8,82	17,74	18,15	22,63	16,27	16,22	12,81
13.09.05	10,90	17,35	13,09	10,19	18,34	18,31	22,63	16,41	16,35	12,89
14.09.05	10,94	14,49	13,18	11,02	18,34	18,36	22,63	16,46	16,40	12,92
15.09.05	10,99	14,52	13,26	8,30	18,35	18,42	22,63	16,50	16,44	12,98
16.09.05	11,08	14,57	13,44	8,31	18,37	18,52	22,63	16,60	16,53	13,09
19.09.05	11,08	14,57	13,44	8,31	18,37	18,52	22,63	16,60	16,53	13,09
20.09.05	11,21	14,66	13,72	12,08	18,40	18,69	22,63	16,74	16,67	13,27
21.09.05	11,30	14,68	8,19	14,24	18,40	18,74	22,63	16,79	16,72	13,33
22.09.05	11,33	14,71	8,24	8,35	18,41	18,80	22,63	16,83	16,76	13,39
23.09.05	11,36	14,74	8,29	10,54	18,42	18,85	18,43	16,88	16,81	13,45

Таблиця Л.2

Емітенти ЦП

ЦП 1	ВАТ "Концерн Галнафтогаз" (серія А)
ЦП 2	СТОВ ім. Шевченка (серія А)
ЦП 3	ТОВ "Дистриб'ютор-Центр"
ЦП 4	ДАК "Чорноморнафтогаз" (серія D)
ЦП 5	КТ "Ромсат" (серія А)
ЦП 6	ДП "Галактик" (серія В)
ЦП 7	ТОВ "Гарант-лізинг" (серія В)
ЦП 8	АТ "ВАБанк" (серія D)
ЦП 9	ЗАТ "АвтоЗАЗ" (серія В)
ЦП 10	АКБ "Інтербанк"

Таблиця Л.3

Кореляція дохідності ЦП таблиці Л.1

	ЦП 1	ЦП 2	ЦП 3	ЦП 4	ЦП 5	ЦП 6	ЦП 7	ЦП 8	ЦП 9	ЦП 10
ЦП 1	1,00									
ЦП 2	0,85	1,00								
ЦП 3	0,22	0,28	1,00							
ЦП 4	-0,48	-0,40	-0,38	1,00						
ЦП 5	-0,84	-0,72	-0,23	0,43	1,00					

² Наведено за джерелом: <http://www.kinto.com.ua>

ЦП 6	-0,84	-0,83	-0,54	0,54	0,79	1,00				
ЦП 7	0,11	0,15	0,50	-0,11	-0,09	-0,27	1,00			
ЦП 8	-0,84	-0,83	-0,54	0,54	0,80	0,99	-0,27	1,00		
ЦП 9	-0,84	-0,83	-0,54	0,54	0,80	0,99	-0,27	0,99	1,00	
ЦП 10	-0,76	-0,79	-0,65	0,54	0,72	0,98	-0,36	0,98	0,98	1,00

Таблиця Л.4

Дохідність облігацій за період 01.09.2005– 23.12.2005 р³, %

Період	АКБ "Інтербанк"	АКБ "Інтерконтинентбанк" (серія А)	АТ "ВА-Банк" (серія D)	ЗАТ "Альфа-Банк" (серія В)	ЗАТ "Про-Кредит Банк" (серія Е)	ТОВ "КБ "Актив-банк" (серія В)	ТОВ "Схід. пром. ком. банк"
1	2	3	4	5	6	7	8
1	12,71	18,37	16,09	8,31	9,20	15,21	17,79
2	12,76	18,37	16,18	8,31	9,20	15,21	17,80
3	12,76	18,37	16,18	8,31	9,20	15,21	17,80
4	12,79	18,37	16,23	8,32	9,20	15,23	17,81
5	12,81	18,37	16,27	8,31	9,21	15,24	17,81
6	12,89	18,37	16,41	8,32	9,23	15,21	17,83
7	12,92	18,37	16,46	8,33	9,25	15,22	17,84
8	12,98	18,37	16,50	8,33	9,20	15,24	17,85
9	13,09	18,40	16,60	8,34	9,20	15,22	17,86
10	13,09	18,40	16,60	8,34	9,20	15,22	17,86
11	13,27	18,37	16,74	8,34	9,23	15,28	17,88
12	13,33	18,37	16,79	8,35	9,25	15,21	17,89
13	13,39	18,37	16,83	8,35	9,20	15,21	17,89
14	13,45	18,37	16,88	8,39	9,21	15,21	17,90
15	13,20	18,37	16,93	8,40	9,22	15,21	17,91
16	13,29	18,36	17,48	8,43	9,20	15,26	17,93
17	13,32	18,39	17,53	8,36	9,21	15,21	17,94
18	13,35	18,36	17,58	8,38	9,22	15,22	17,94
19	13,41	18,36	15,83	8,38	9,22	15,15	16,49
20	13,03	18,37	17,84	8,37	9,20	15,21	17,83
21	13,12	18,34	17,89	8,38	9,21	15,21	17,84

³ Наведено за джерелом: <http://www.kinto.com.ua>

Продовження табл. Л.4

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>
22	13,09	18,37	17,95	8,38	9,22	15,23	17,85
23	13,12	18,37	18,00	8,34	9,23	15,24	17,86
24	12,69	18,37	17,87	8,35	9,20	15,21	17,87
25	12,78	18,37	17,25	8,37	7,74	15,21	18,48
26	12,78	18,37	17,25	8,37	7,74	15,21	18,48
27	12,84	18,37	17,24	8,33	9,22	15,21	18,48
28	12,84	18,37	17,24	8,33	9,22	15,21	18,48
29	13,00	18,37	17,22	8,36	9,23	15,31	18,50
30	13,03	18,37	17,21	8,32	9,23	15,33	18,51
31	13,10	18,37	17,21	8,31	9,23	15,21	18,51
32	13,13	18,37	17,20	8,32	9,23	15,23	18,51
33	13,13	18,37	17,20	8,32	9,23	15,21	18,51
34	13,26	18,37	17,18	8,31	9,25	15,21	18,52
35	13,33	18,36	17,17	8,31	9,26	15,23	18,53
36	12,82	18,36	17,17	8,32	9,27	14,33	18,53
37	12,86	18,36	17,16	8,30	9,28	14,35	18,53
38	12,96	18,36	17,15	8,29	9,22	15,17	18,14
39	12,99	18,36	17,14	11,48	9,23	15,19	18,16
40	13,03	18,36	17,13	11,51	9,25	15,21	18,19
41	13,06	18,36	17,13	11,52	9,26	15,23	18,11
42	13,10	18,36	17,12	11,53	9,27	15,25	18,13
43	13,21	18,37	17,11	11,56	9,31	15,30	18,16
44	12,72	18,37	17,10	11,49	9,32	15,32	18,17
45	12,79	18,40	17,09	11,48	9,20	15,22	18,18
46	12,83	18,37	14,93	11,70	9,22	15,26	18,20
47	12,83	18,37	14,93	11,70	9,22	15,26	18,20
48	12,93	18,37	14,89	11,46	9,26	15,22	18,22
49	12,97	18,37	14,88	11,77	9,27	15,22	18,23
50	13,01	18,37	14,87	11,78	9,29	15,24	18,24

Закінчення табл. Л.4

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>
51	13,05	18,37	14,92	11,76	9,30	15,26	18,25
52	13,09	18,37	14,86	11,76	9,31	15,28	18,26
53	13,20	18,37	14,80	11,79	9,35	15,22	18,29
54	13,29	18,37	14,79	11,74	9,20	15,24	18,30
55	12,12	18,37	14,78	11,76	9,21	15,26	18,31
56	12,20	18,37	9,85	11,77	9,22	15,28	18,32
57	12,19	18,37	9,88	11,75	9,24	15,30	18,63
58	12,29	18,36	13,63	11,73	9,27	15,22	18,64

59	12,32	18,36	13,62	11,74	9,29	15,24	18,64
60	12,36	18,36	13,62	11,72	9,30	15,16	18,60
61	12,39	18,36	15,11	11,73	9,31	15,18	18,61
62	12,43	18,36	15,16	11,74	9,33	15,20	18,63
63	12,40	18,36	15,32	11,70	9,37	15,22	18,65
64	12,57	18,37	15,37	11,71	9,38	15,24	19,67
65	12,65	18,37	15,42	11,72	9,39	15,26	19,67
66	12,60	18,40	15,48	11,69	9,41	15,22	19,67
67	12,68	18,37	15,53	11,70	9,21	15,24	19,68
68	12,80	18,37	14,76	11,68	9,25	15,30	19,68
69	12,84	18,37	14,79	11,69	9,26	15,32	19,69
70	12,88	18,37	14,82	11,70	9,28	15,34	19,69
71	12,93	18,37	14,85	11,67	9,29	15,22	19,54
72	12,97	18,37	14,88	11,68	9,30	15,24	19,54
73	12,69	18,37	14,96	11,66	9,34	15,30	16,36
74	12,73	18,37	14,99	11,67	9,36	15,22	16,37
75	12,87	18,44	15,05	11,65	9,38	15,26	15,40

Додаток М

Результати моделювання фінансових показників засобами неймереж

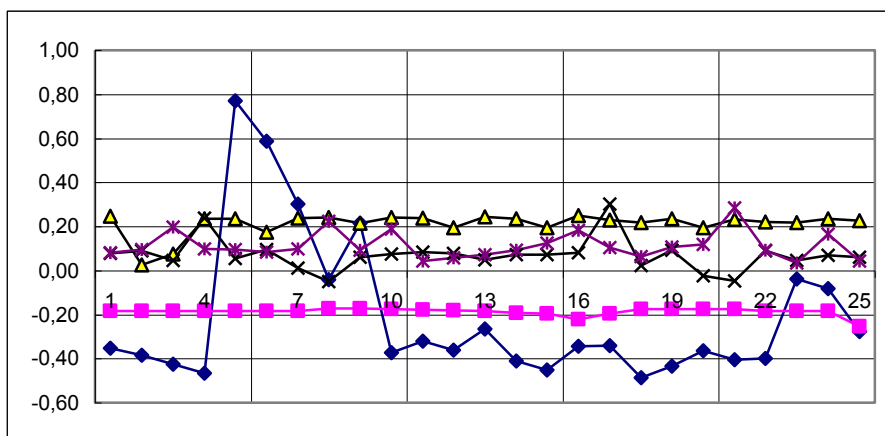


Рис. М.1

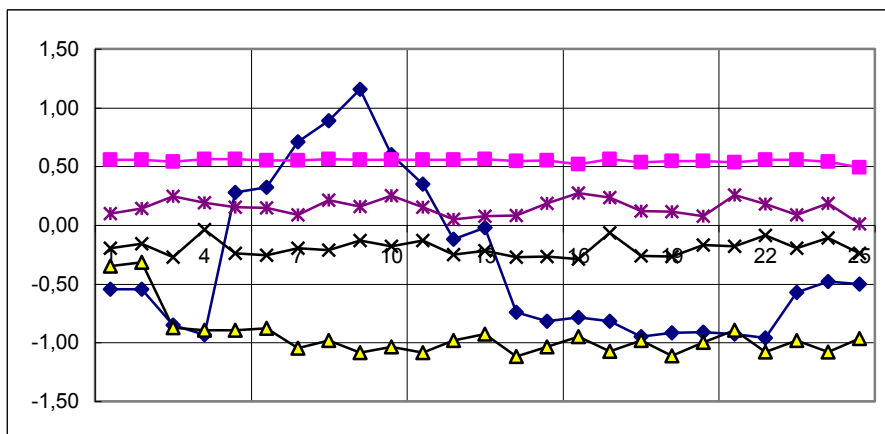


Рис. М.2

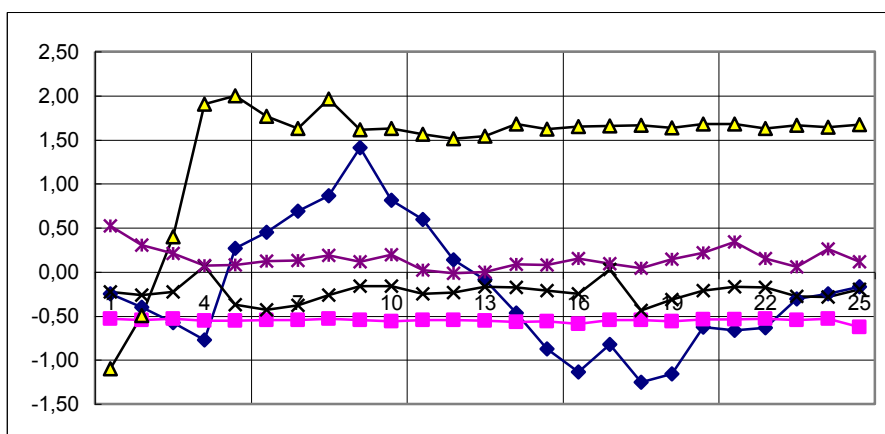


Рис. М.3

Відхилення від реальних даних прогнозу доходності цінних паперів, отриманого за допомогою двошарової неймережі із кількістю нейронів проміжного шару 5 (Рис.М.1), 10 (Рис. М.2), 15 (Рис. М.3)