

Львівський національний університет імені Івана Франка

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

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Львів – 2006

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Львівському національному університеті імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України.

Науковий керівник

кандидат економічних наук, доцент

Плиса Володимир Йосипович,

Львівський національний університет

імені Івана Франка, доцент кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту.

Офіційні опоненти:

доктор економічних наук, професор

Ткачук Ірина Григорівна,

Прикарпатський національний університет

імені Василя Стефаника,

завідувач кафедри фінансів;

кандидат економічних наук, доцент

Кузнєцова Анжела Ярославівна,

Львівський банківський інститут НБУ, проректор.

Провідна установа

Ужгородський національний університет Міністерства

освіти і науки України,

кафедра економіки, менеджменту та маркетингу.

Захист відбудеться 27 квітня 2006 р. о 15.30_ год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 35.051.01 у Львівському національному університеті імені Івана Франка за адресою: 79008, м. Львів, проспект Свободи, 18, ауд. 115.

З дисертацією можна ознайомитись у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка (м. Львів, вул. Драгоманова, 5).

Автореферат розісланий 22 березня 2006_р.

Учений секретар

спеціалізованої вченої ради

С.М. Панчишин

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

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 унеможлиблює 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 XX 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 XX – початку XXI століття економічна наука приділяє значну увагу проблемі державного регулювання економіки загалом та фондового ринку зокрема. Серед вітчизняних дослідників цієї проблеми доцільно назвати М. Алексєєва, О. Барановського, М. Бурмаку, Н. Внукову, В. Корнєєва, А. Кошєєва, В. Колесника, Ю. Кравченка, Я. Міркіна, П. Бороздіна, А. Дьоміна, В. Гейця, С. Злупка, А. Ковальова, В. Клименко, М. Крупку, Н. Кузнєцова, 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-сайти 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;

методику 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.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Основний зміст роботи викладено на 189 сторінках комп’ютерного набору. Дисертація містить 10 таблиць, 24 рисунки, 12 додатків. Список використаних джерел налічує 210 позицій.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, сформульовано мету і завдання, визначено об’єкт і предмет, розкрито наукову новизну одержаних результатів та їх практичне значення, відображено апробацію результатів дисертації.

У **першому розділі** дисертаційної роботи – *“Теоретико-методологічні основи дослідження державного регулювання фондового ринку”* – розкрито суть, функції та інфраструктуру фондового ринку України, визначено принципи та механізм державного регулювання фондового ринку. На основі макроекономічного аналізу фондового ринку з’ясовано проблеми розвитку фондового ринку в Україні.

Фондовий ринок слугує важливим елементом сучасної ринкової економіки розвинених держав. Він забезпечує ефективний механізм нагромадження та перерозподілу активів суб’єктів господарювання, є засобом залучення та збереження коштів населення, інструментом, що відіграє стабілізаційну і стимулювальну роль на загальнодержавному рівні.

В Україні на фондовому ринку ще не склалися традиції і правила роботи, відсутня досконала система державного регулювання та управління ринком. Це спричинює необхідність введення термінових коректив в управління економічними процесами.

Аналізуючи функції фондового ринку, структуру його учасників (рис. 1) 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. Дані, представлені учасниками для одного

регулятивного органу, можна використати й для інших, пов'язаних із ним, з метою оптимізації інформаційних потоків.



Примітки:

ФДМ - Фонд державного майна України;

НБУ - Національний банк України;

ДКЦПФР - Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку України;

АМК - Антимонопольний комітет України;

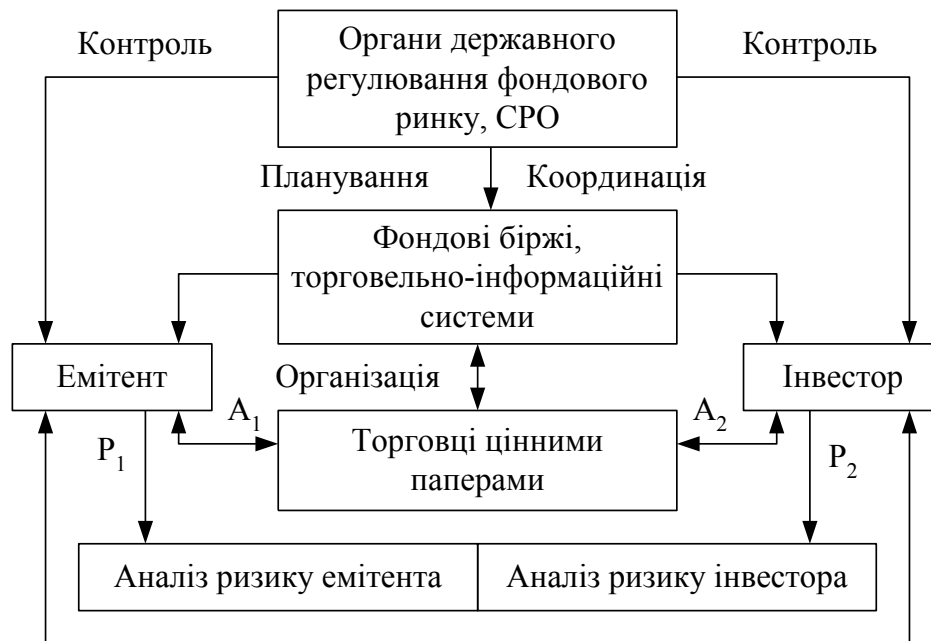
МФ - Міністерство фінансів України.

Рис.1. Структура учасників фондового ринку України

Вважаємо, що у сфері обігу цінних паперів учасники ринку повинні надавати інформацію безпосередньо ДКЦПФР за допомогою інфраструктури фондового ринку. Це дасть змогу спростити систему розкриття інформації, підвищити її прозорість та ефективність.

У дисертації запропоновано авторське визначення *інфраструктури фондового ринку*. Під інфраструктурою фондового ринку розуміємо сукупність технологій і матеріальних засобів, що використовуються для здійснення операцій та підведення підсумків діяльності учасників фондового ринку.

Розглядаючи інфраструктуру як важливу складову фондового ринку, досліджено механізм управління інфраструктурою фондового ринку. Запропоновано загальну схему управління інфраструктурою фондового ринку (рис.2). Основні елементи запропонованої схеми ефективно функціонують за сучасних умов розвитку економіки, оскільки перелічені складові взаємодіють та підтримують зворотний зв'язок. Удосконалено механізм управління інфраструктурою фондового ринку. Щодо цього запропоновано враховувати рух кредитно-фінансових ресурсів і ймовірність збитків, спричинених переміщенням цінних паперів.



Примітки: A_1, A_2 – величини, що характеризують рух цінних паперів;

P_1, P_2 – ймовірність збитків, пов'язаних з рухом цінних паперів.

Рис. 2. Загальна схема управління інфраструктурою фондового ринку

Відтак досліджуючи інформаційну інфраструктуру фондового ринку, встановлено, що генерування інформаційних потоків на ринку є дуже повільним (це дещо компенсується їхньою доволі розширеною структурою); виокремлено основні сфери взаємодії та аспекти взаємовпливу учасників фондового ринку і його інформаційної системи.

На основі детального аналізу відповідних праць українських та зарубіжних економістів простежено еволюцію механізму державного регулювання економіки загалом та фондового ринку зокрема. Виявлено обставини, що перешкоджають ефективному функціонуванню та розвитку фондового ринку. На думку автора, для успішного розвитку національного фондового ринку в умовах трансформації економіки України, доцільно створити та реалізувати кілька відповідних цільових програм – міжнародну, що регулюватиме важливі макроекономічні пропорції; біржову, орієнтовану на вирішення проблем окремих бірж і торгово-інформаційних систем; функціональну, спрямовану на реалізацію ключових функцій державного регулювання фондового ринку (інвестиційні, соціально-економічні, науково-технічні, інноваційні та ін.); регіональну, що містить комплекс заходів впливу держави на стан фондового ринку окремих областей і регіонів. Зазначеними програмами передбачено реалізувати певні послідовні, цілеспрямовані заходи, орієнтовані на вирішення конкретних питань у контексті реалізації першочергових завдань функціонування фондового ринку.

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:

I етап (1991 – 1994 рр.) – головним регулятивним органом було 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.

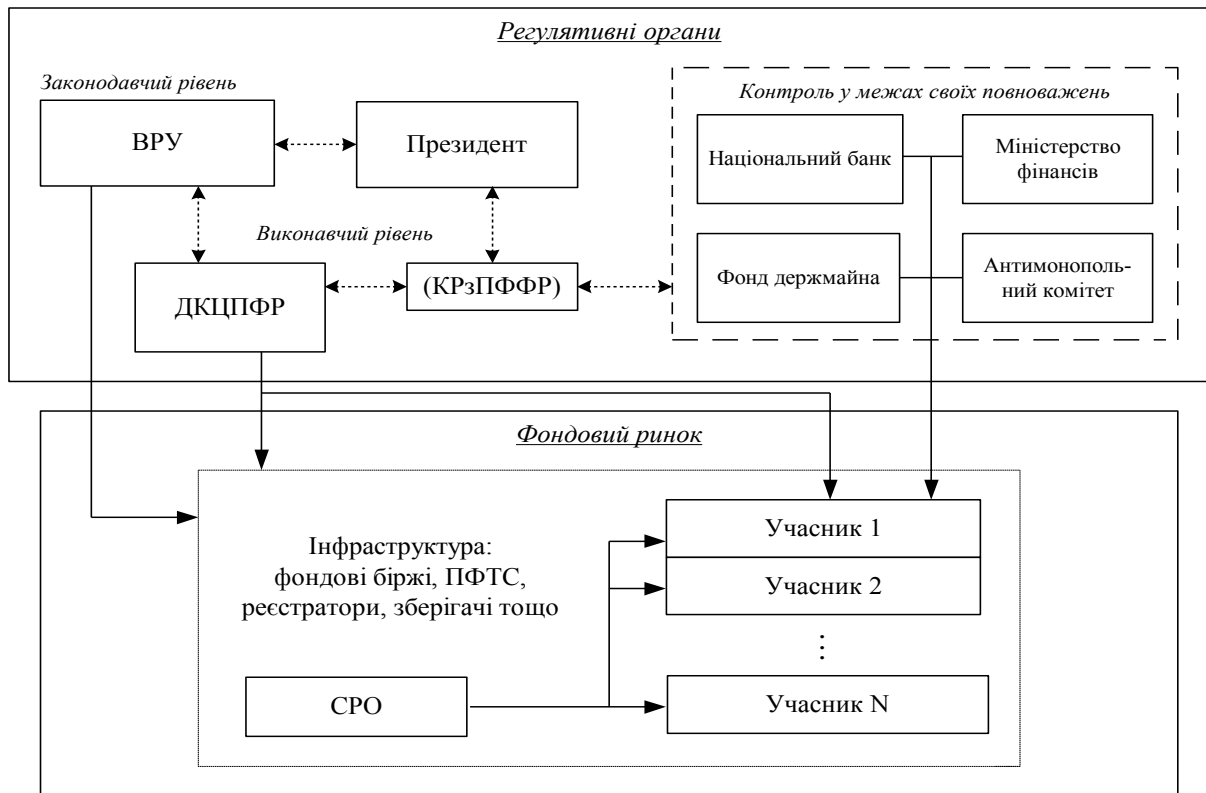
Макроекономічний аналіз розвитку фондового ринку України дав підстави виокремити основні проблеми та труднощі, що перешкоджають ефективному формуванню та розвитку державного регулювання фондового ринку в Україні. Встановлено, що досягти позитивних змін на фондовому ринку можна лише завдяки зусиллям державних органів, що регулюють фондовий ринок.

У другому розділі – *“Організація державного регулювання фондового ринку в Україні”* – виокремлено головні пріоритети та досліджено взаємозв’язок політики управління державою фондовим ринком з іншими політичними сферами, форми і методи державного регулювання фондового ринку; наведено і вдосконалено критерії та підходи оцінки фінансових показників цінних паперів; вивчено математичні моделі, які використовують при формуванні стратегії поведінки учасника ринку.

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 (рис. 3).

Організаційно-управлінська структура повинна відповідати, на нашу думку, таким вимогам: перспективність спрямування, тобто цілковита відповідність меті та завданням розвитку фондового ринку (відповідно до законодавства України) як на сучасному етапі економічного розвитку, так і у майбутньому; поетапність, – характеризується послідовністю та вираженістю управлінських кроків задля збереження та вдосконалення досягнутих здобутків; інтегровність у національну економіку – функціональна і структурна відповідність іншим сферам і політиці їхньої

взаємодії як на державному, так і на регіональному рівні; оперативність і гнучкість міжгалузевого та міжрегіонального розподілу капіталів для забезпечення оптимального ефекту зростання економіки; досягнення широкого суспільного консенсусу щодо необхідності вдосконалення діяльності регулятивних органів і забезпечення потужної суспільної підтримки з боку держави.



Примітки: КРЗПФФР – Координаційна рада з питань функціонування фондового ринку;
ВРУ – Верховна Рада України;
ДКЦПФР – Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку України;
СРО – саморегулятивні організації.

Рис. 3. Організаційно-управлінська структура фондового ринку

Дисертант доходить висновку, що необхідною умовою збалансованого функціонування та розвитку фондового ринку нині 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.

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.

Державна політика управління фондовим ринком тісно взаємодіє з іншими напрямками економічної політики – інвестиційною, монетарною, приватизаційною, інформаційною, податковою, антимонопольною тощо.

Важливим елементом політики державного регулювання фондового ринку є вивчення стану ринку, що охоплює, серед іншого, якісний аналіз цінних паперів, які перебувають на ринку. Цінні папери характеризуються певним рівнем віддачі та ризиком. Класичні формули для обчислення дохідності є симетричні відносно часу, отож не враховують тенденцій поведінки показників окремих цінних паперів. Запропоновано методику обчислення прибутковості цінних паперів на базі відомих статистичних даних з урахуванням актуальності окремих показників. З цією метою запроваджено певний ваговий коефіцієнт (максимальний для останніх відомостей і мінімальний для достатньо віддалених у часі), завдяки якому модель “забуватиме” дані у випадку їхньої надлишкової кількості та акцентуватиме увагу на актуальних показниках. Спосіб введення такого коефіцієнта не є однозначним. У роботі розглянуто лінійну та геометричну моделі, у яких обчислення дохідності здійснюється на основі формул

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

і

$$r_i = \frac{r_{i1} \exp(0) + r_{i2} \exp(1) + \dots + r_{iT} \exp(T-1)}{\exp(0) + \exp(1) + \dots + \exp(T-1)} = \frac{\sum_{t=1}^T r_{it} \times \exp(t-1)}{\sum_{t=1}^T \exp(t-1)}, \quad (2)$$

відповідно. За класичного підходу

$$r_i = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{it}, \quad (3)$$

де r_{it} – дохідність i -го цінного паперу в t період часу;

T – кількість періодів часу.

Зазначимо, що відмінність між результатами, обчисленими за класичною та модифікованими моделями суттєво залежатиме від вхідних даних, що й проілюстровано у таблиці 1.

Таблиця 1

Дохідність акцій, розрахована за формулами (1) і (3)

№	r_{i1}	r_{i2}	r_{i3}	r_{i4}	r_{i5}	r_i за (3)	r_i за (1)
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%

На основі реальних даних про дохідність корпоративних облігацій у роботі обчислено дохід і ризик за моделлю Марковіца з застосуванням класичного підходу та пропонованих формул. Результати представлено у таблиці 2.

Під час розв'язування прямої задачі вважали, що граничний ризик становить 0,15 %, а під час розв'язування оберненої – гранична дохідність становить 18 %.

Таблиця 2

Структура оптимального портфеля

Назва цінних паперів	Класичний розв'язок (3)		Модифікований розв'язок лін. (1)		Модифікований розв'язок геом. (2)	
	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%

Примітки: ЦП 1 - ВАТ „Концерн Галнафтогаз” (серія А); ЦП 2 – СТОВ ім. Шевченка (серія А);

ЦП 3 – ТОВ „Дистрибьютор-Центр”; ЦП 4 – ДАК „Чорноморнафтогаз” (серія D); ЦП 5 – КТ „Ромсат” (серія A); ЦП 6 – ДП „Галактик” (серія B); ЦП 7 – ТОВ „Гарант-лізинг” (серія B); ЦП 8 – АТ „ВАБанк” (серія D);

ЦП 9 – ЗАТ „АвтоЗАЗ” (серія B); ЦП 10 – АКБ „Інтербанк”.

Дохідність цінних паперів, обчислена за пропонованим співвідношенням, залежатиме від динаміки коливань курсу цінних паперів, чого класичні формули не враховували. Запропоновано також узагальнену формулу:

$$r_i = \frac{\sum_{t=1}^T r_{it} \times g(t-1)}{\sum_{t=1}^T g(t-1)}. \quad (4)$$

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. 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.

У **третьому розділі дисертації** – *“Перспективи розвитку та шляхи вдосконалення механізму державного регулювання фондового ринку”* – проаналізовано проблеми розвитку фондового ринку з погляду ефективності його управління державою; розкрито політику державного регулювання фондового ринку України в умовах глобалізації світової фінансової системи; визначено основні напрями підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку України.

У дисертації 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 інсайдерської інформації, нечесній торговій практиці і порушенням етики стосунків на ринку.

Відтак 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. Приклад ринків країн із розвинутою економікою сприяє

формуванню фондового ринку України, проте для несформованого фондового ринку властиві сильні коливання, які іноді переростають у кризу. Причиною таких коливань можуть слугувати світові тенденції, які на глобальному рівні вважають порівняно незначними коливаннями.

Запропоновано схему-алгоритм механізму управління державою фондовим ринком (рис.4).

У схемі важливе місце посідає зворотний зв'язок: „вивчення причин” – „аналіз стану фондового ринку”, що дає змогу здійснювати корекцію управлінських рішень у режимі реального часу.

З метою залучення інвесторів через механізм регулювання фондового ринку і поліпшення інвестиційного клімату запропоновано створити ефективну систему для державного регулювання фондового ринку України, котра налічуватиме створення досконалої нормативно-правової бази, а саме усунення розбіжностей, які трапляються у законодавстві.

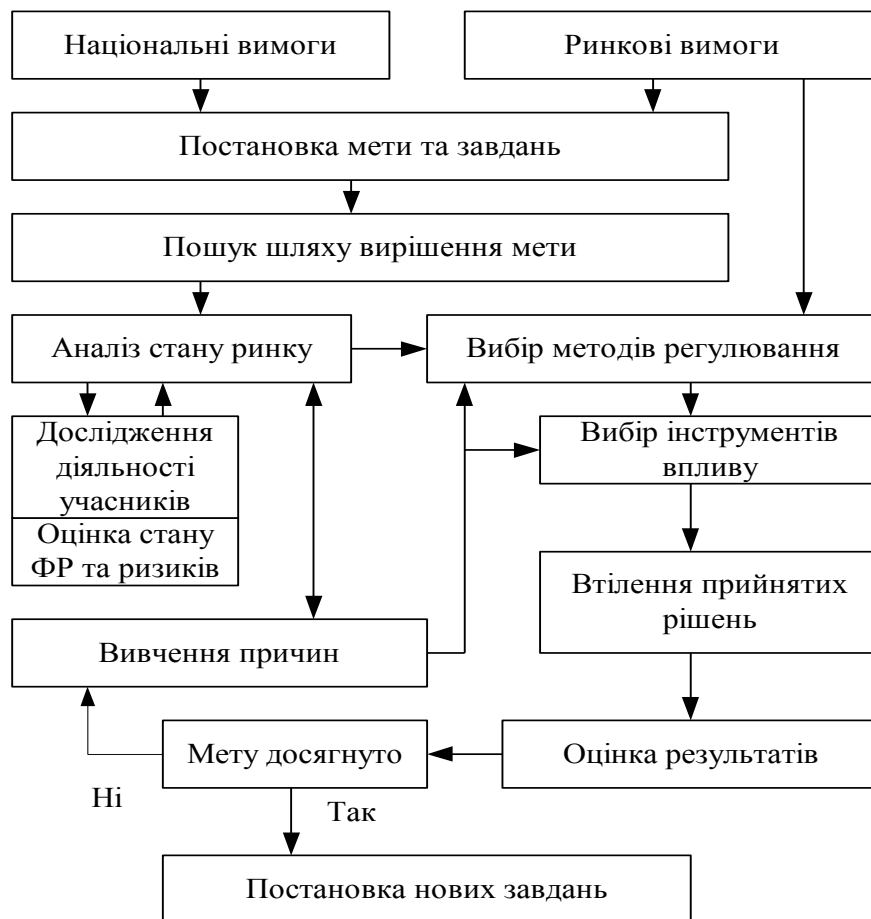


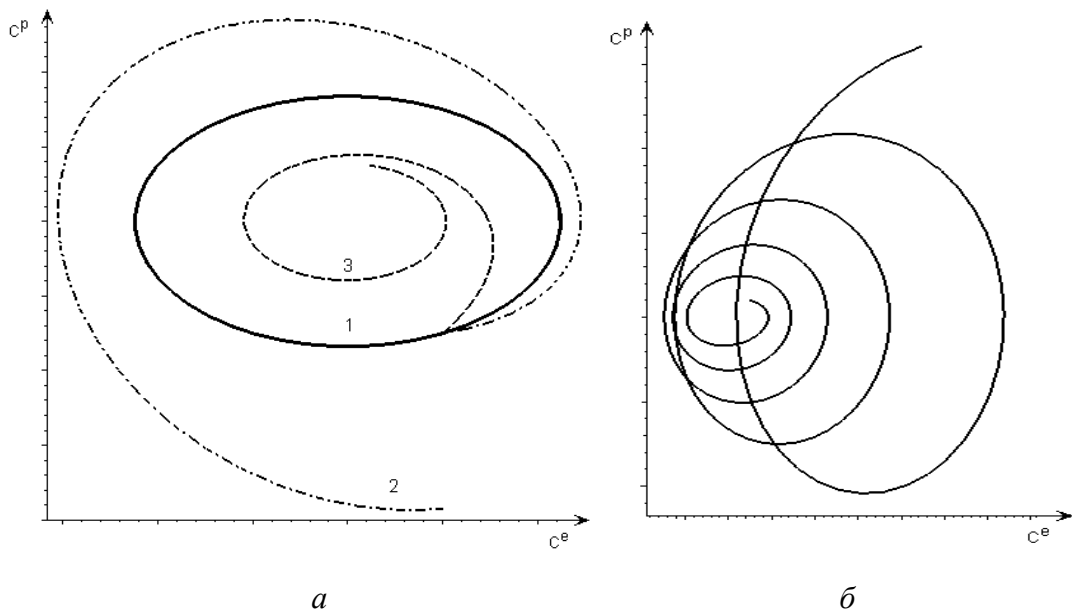
Рис. 4. Схема-алгоритм механізму управління державою фондовим ринком

Цьому сприятиме прийняття єдиного закону, що 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 і 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 на ринку.

Основні елементи наявної теоретичної конструкції сьогодні зведено до такого: збереження системної цілісності у процесі розвитку, циклічність і критичні розмежовувачі фаз циклів, керованість розвитку фондового ринку, співвідношення між рівноважним станом (функціонуванням) та розвитком, множинність траєкторій (варіантів напрямів) розвитку. За результатами їхнього дослідження у рамках новітньої парадигми розвиток фондового ринку визначається як динамічний багатоваріантний процес, який має спіралеподібну форму та виявляється через кількісні та якісні зрушення у структурі системи при збереженні її цілісності, і стійкість якої забезпечується лише за умов керованості з боку держави (рис. 5).

Рівноважну поведінку системи на фазовій площині C^e, C^p описано еліпсом (крива 1 на рис.5,а). Якщо у системі присутнє керування, то відбувається відхилення від цієї кривої. Таке відхилення може спричинювати (рис.5,а) як зростання коливань (крива 2), так і їхнє зменшення (крива 3). Ефективна вартість ринку може збільшуватись унаслідок появи цінних паперів із низькою дохідністю та високим ризиком, що негативно впливатиме на ринок загалом. Під впливом керування певного виду може відбуватись зміна характеру та параметрів ринку (рис. 5,б).



Примітки: C^e – ефективна сумарна вартість ринку¹,

C^p – пасивна сумарна вартість ринку².

¹ C^e описує сумарний обсяг інвестицій, який можна залучити на ринок

² C^p характеризує результат роботи ринку

**Рис. 5. Поведінка показників ринку на фазовій площині C^e, C^p
при заданій функції керування**

У дисертації обґрунтовано необхідність розвитку економічної культури суб'єктів ринку. Проаналізовано основні проблеми розкриття інформації на фондовому ринку України. Враховуючи досвід країн з транзитивною економікою, запропоновано органам ДРЦПФР змінити стратегію регулювання. Дисертантом виявлено напрями підвищення ефективності державного регулювання фондовим ринком та розвитку фондового ринку.

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 некомплексно. 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 районному, обласному 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.

Результати роботи можуть стати основою для оптимізації механізму державного регулювання фондовим ринком як на місцевому, так і на загальнодержавному ринку; уточнення принципів поведінки окремих учасників фондового ринку; адаптації механізмів управління ринку до умов глобалізації.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. *Блага Н.* Державне регулювання фондового ринку // *Фінанси України*. – 2002. – № 7. – С. 89-93.

2. *Блага Н.* Основні напрямки розвитку фондового ринку в Україні // Вісник національного університету “Львівська політехніка”. Серія „Проблеми економіки та управління”. – Львів: Національний університет „Львівська політехніка”, 2002. – № 448. – С. 48-54.
3. *Блага Н.* Розвиток фондового ринку України в аспекті загальноєвропейських тенденцій // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 32. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2003. – С. 70-77.
4. *Блага Н.* Економіко-інституційні принципи державного регулювання фондового ринку в різних господарських системах // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 33. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2004. – С. 305-311.
5. *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.
6. *Блага Н. В.* Інформаційна прозорість фондового ринку України // Фінанси України. – 2005. – № 3. – С. 90-95.
7. *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.
8. *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.
9. *Блага Н. В.* Проблеми розвитку фондового ринку // Матеріали міжнародної наукової студентсько-аспірантської конференції „Актуальні проблеми формування економічної системи України”. – Львів, 2002. – С. 10-11.
10. *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.
11. *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.
12. *Блага Н. В.* Стратегія поведінки учасників на фондовому ринку України // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції „Сучасні проблеми інноваційного розвитку держави”. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2005. – Т. 3. – С. 3-5.

АНОТАЦІЯ

***Блага Н.В.* Державне регулювання фондового ринку в Україні. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.02.03 – організація управління, планування і регулювання економікою. – Львівський національний університет імені Івана Франка, Львів, 2006.

Дисертаційну роботу присвячено дослідженню механізму державного регулювання фондового ринку в Україні та вибору оптимальних методів впливу державного регулятора на фондовий ринок.

Розроблено авторську модель взаємодії інвесторів на фондовому ринку та проведено дослідження впливу державного регулятора на фондовий ринок з метою збільшення припливу інвестицій. Доведено необхідність присутності держави на фондовому ринку, тоді розвиток національної економіки є керованим. Досліджено розвиток фондового ринку як динамічного багатоваріантного процесу, ключові показники якого розвиваються в часі за спіралеподібною формою, стійкість якої забезпечується лише за умов ефективного регулювання з боку держави. Виявлено принципи залежності політики державного регулювання фондового ринку в Україні від процесів глобалізації, тенденцій та умов діяльності на світовому фондовому ринку.

Ключові слова: державне регулювання, фондовий ринок, державна політика, інвестиції, портфель цінних паперів, ефективне управління, механізм регулювання.

АННОТАЦИЯ

Блага Н.В. Государственное регулирование фондового рынка в Украине. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.02.03 – организация управления, планирования и регулирования экономикой, Львовский национальный университет имени Ивана Франко, Львов, 2006.

Диссертационная работа посвящена исследованию механизма государственного регулирования фондового рынка в Украине и выбору оптимальных методов влияния регулятора на фондовый рынок.

Разработана авторская модель взаимодействия инвесторов на фондовом рынке и проведено исследование влияния государственного регулирования на фондовый рынок с целью увеличения инвестиционных вложений. Доказана необходимость влияния государства на фондовый рынок, благодаря которому можно обеспечить управляемый процесс формирования национальной экономики. Исследовано развитие фондового рынка как динамического многовариантного процесса, ключевые показатели которого развиваются во времени по спиралевидной форме, стойкость которой обеспечивается лишь при условиях эффективного регулирования со стороны государства. Выделены позиции зависимости политики государственного регулирования фондового рынка в Украине от процессов глобализации, тенденций и условий деятельности на мировом фондовом рынке.

Ключевые слова: государственное регулирование, фондовый рынок, государственная политика, инвестиции, портфель ценных бумаг, эффективное управление, механизм регулирования.

ANNOTATION

Blaga N.V. State regulation of stock market in Ukraine. – A manuscript.

Thesis for a candidate's degree by speciality 08.02.03 – organization of management, planning and regulation of economics. – Ivan Franko Lviv National University, L'viv, 2006.

This dissertation is dedicated to the study of the mechanism of state regulation of stock market in Ukraine and the selection of optimal methods of influence of state regulator on the stock market.

The first chapter of the dissertation – “*Theoretical-methodological principles of the study of state regulation of the stock market*” reveals the meaning, functions and infrastructure of the stock market of Ukraine, defines principles and mechanism of state regulation and on the basis of macroeconomic analysis of market clarifies problems of development of the stock market in Ukraine.

The management mechanism of the stock market infrastructure has been improved, which enhances effectiveness of its state regulation and facilitates attraction of investments. A pattern of the elements of management of the stock infrastructure is suggested, taking into consideration the credit-financial resources movement and probability of losses connected with transfer of the securities. It has been drawn up a conceptual diagram of interaction of the subjects of infrastructure, taking into account their functional connection.

Proceeding from the results of macroeconomic analysis of the development of stock market of Ukraine principal problems and difficulties hindering effective establishment and development of state regulation of the stock market have been singled out. It has been established, that in order to ensure successful development of the national stock market its state regulation must be instituted by way of implementation of appropriate programs, envisaging realization of a series of consecutive, purposeful measures aiming at resolving specific issues in the context of realization of first priority tasks of the stock market functioning.

The second chapter – “*Organization of state regulation of the stock market in Ukraine*” – investigates relationship of the policy of management by the state of the stock market with other political spheres, forms and methods of state regulation of the stock market, presents and brings up-to-date criteria and approaches to the estimation of financial indices of securities, studies mathematical models used in the formation of strategy of behavior of the stock market participant, outlines principal priorities of the state policy of regulation of stock market of Ukraine.

Methods of management of the securities portfolio by way of calculation of profitability of securities is improved in this chapter on the basis the known statistical data, taking into consideration

importance and actuality of certain indices for optimization of securities portfolio. Profitability of the security calculated with application of the proposed relationship will depend on the history of fluctuation of the rate of such security, which classical formulas did not take into consideration. It clarifies, that in most cases it is possible to assume an existence of positive definite and convex function of dependence of the portfolio profit and investment deposits to the securities portfolio.

The model of interaction of various investors within the framework of the functioning securities market has been designed and the transition to iterative approximating model for determination of the state of the market is proposed proceeding from observations carried out. The obtained model describes behavior of the stock market under the effect of interaction of the investors under the conditions of governing influence of the state.

The third chapter of the dissertation – *“Perspectives of development and way of improvement of the mechanism of state regulation of the stock market”* – analyzes the problems of development of the stock market from the standpoint of effectiveness of its regulation by the state; reveals the policy of state regulation of the stock market of Ukraine under the conditions of globalization of the world financial system; defines the main trends of increasing effectiveness of state regulation of the stock market of Ukraine.

This chapter considers development of the stock market of Ukraine and its state regulation in comparison with the development of world economy under the conditions of present day globalization. Correspondence between development of the stock market and influence of the effects of globalization on economy of Ukraine has been established. In order to attract investors through the mechanism of regulation of the stock market it is proposed to establish an effective system for state regulation of the stock market, which must include: approval of perfect normative-legal base, namely – elimination of contradictions taking place in the laws.

In accordance with the obtained results of investigations carried out within the framework of modern paradigm development of the stock market is defined as a dynamic multivariance cyclic process, which has a spiral-like form, manifested through quantitative and qualitative movements in the system's structure with preservation of its integrity and whose stability is ensured only under the conditions of its management by the state.

Key-words: state regulation, stock market, state policy, investments, securities portfolio, effective management, regulation mechanism,

Підписано до друку 20.03.2006. Формат 60×90/16. Папір офсетний.

Умовн. друк. арк. 1,1. Тираж 100 прим. Зам. 51.

Видавничий центр Львівського національного університету імені Івана Франка. 79000 м. Львів,
вул. Д. Дорошенка, 41