

ШАРАВАРА РОМАН ІВАНОВИЧ

УДК 657.422.4:338.242 (477)

**СТАНОВЛЕННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ
ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.01.01 – Економічна теорія

Автореферат

дисертації на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Дніпропетровськ – 2005

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Полтавському державному педагогічному університеті ім. В.Г. Короленка Міністерства освіти і науки України.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
КУЗНЯК Богдан Ярославович,
Полтавський державний педагогічний університет
ім. В.Г. Короленка, професор кафедри політекономії

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, доцент
НОСОВА Ольга Валентинівна,
Національний університет внутрішніх справ,
начальник кафедри економічної теорії

кандидат економічних наук
ПТАЩЕНКО Ліана Олександрівна,
Полтавське територіальне управління Державної комісії
з цінних паперів та фондового ринку, начальник відділу
нагляду та звітності учасників фондового ринку

Провідна установа: Харківський національний університет ім. В.Н. Каразіна,
кафедра економічної теорії та економічних методів
управління, Міністерство освіти і науки України,
м. Харків.

Захист відбудеться “29” квітня 2005 р. о 12.00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради К 08.120.01 у Дніпропетровському університеті економіки та права за адресою: 49000, м. Дніпропетровськ, вул. Набережна Леніна, 18.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Дніпропетровського університету економіки та права за адресою: 49000, м. Дніпропетровськ, вул. Набережна Леніна, 18.

Автореферат розісланий “24” березня 2005 р.

Учений секретар
спеціалізованої вченої ради

В.М. Шаповал

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Процеси соціально-економічних змін, що відбуваються у постсоціалістичних державах, висувують перед країнами з перехідними економіками низку складних завдань, вирішення яких обумовлює темпи й успіх трансформаційних перетворень. На початку 90-х років Україна стала на шлях створення ринкової економіки. Трансформація економіки передбачає не тільки зміни у сфері відносин власності і виробничих відносинах, а й прискорене формування адекватної цим відносинам фінансово-кредитної системи та окремих її складових. Ринок цінних паперів є найвищою формою розвитку товарно-грошових відносин. При гармонійному розвитку, сформованій інфраструктурі, налагодженому правовому забезпеченні механізмів захисту інтересів усіх його учасників – інвесторів, емітентів, посередників – він є потужним прискорювачем економічного розвитку будь-якої країни.

Фондовий ринок є багатоаспектною соціально-економічною системою, на основі якої функціонує ринкова економіка в цілому. Він сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу й соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку кожної людини шляхом володіння і вільного розпорядження цінними паперами, психологічній готовності населення до ринкових відносин.

Ринки цінних паперів (особливо короткострокові) відіграють важливу роль у регулюванні грошового обігу та кредиту. Досвід останніх десятиріч у країнах Заходу свідчить, що існування розгалуженої мережі фондових ринків у багатьох ситуаціях може стримувати розвиток інфляційних процесів. Це пов'язано з тим, що наявність значної кількості різних цінних паперів допомагає зв'язати частину невитрачених грошових ресурсів споживачів, перевести їх із стану незадоволеного поточного попиту в стан, що забезпечує їх збереження і примноження. За недостатнього розвитку (або відсутності) ринку цінних паперів може виникнути проблема розміщення державних позик, викликана дефіцитністю бюджету. Розвиток ринку цінних паперів є своєрідним індикатором лібералізації економіки й успішного проведення ринкових реформ.

У розвинутих країнах ринки цінних паперів належать до числа найбільш динамічно зростаючих елементів фінансової сфери. Обороти на нових фондових ринках зростає в багато разів швидше, ніж обсяг операцій на товарних ринках чи традиційних ринках комерційного та банківського кредиту. З ускладненням господарського механізму функції ринків цінних паперів стають дедалі більш різноманітними, а система цих ринків створює необхідний і важливий компонент сучасного механізму економічного регулювання. Так, у країнах Заходу рух капіталів, перерозподіл трудових і матеріальних ресурсів між різними галузями виробництва найчастіше опосередковується ринками цінних паперів. В умовах, коли величезні обсяги капіталу виявляються зв'язаними на тривалий період у тій чи іншій продуктивній формі, саме ринки цінних паперів надають економіці певної гнучкості й мобільності, яка забезпечує можливість швидкого переливу ресурсів з одних галузей в інші і здійснення структурної перебудови виробництва.

До останнього часу теорія ринку цінних паперів як важлива складова частина досліджень капіталу взагалі розроблялась переважно декількома поколіннями

закордонних учених-економістів. Класики економічної науки Дж. Кейнс, К. Маркс, А. Маршал, Дж. Хікс започаткували дослідження капіталу та його різноманітних форм у широкому соціально-економічному контексті. Їх теоретичний вклад є наріжним каменем у вивченні капіталу та капітальних цінностей у формі цінних паперів, які відносяться до фінансового капіталу. У подальшому цей різновид капіталу досліджували І.А. Бланк, Е. Бредлі, Дж. Герлі, А. Гершенкрон, Р. Голдсміт, Г. Марковіц, А. Пігу, Дж. Тобін, Р.Дж. Тьюлз, У.Ф. Шарп. Серед провідних російських науковців, що займаються проблематикою фінансового та фондового ринків, слід виділити наступних: М.М. Агарков, М.Ю. Алексєєв, Б.І. Альохін, А.І. Басов, В.В. Булатов, В.А. Галанов, А.Г. Грязнова, Я.М. Міркін, В.С. Торкановський, Е.А. Уткін.

Перші дослідження з проблем становлення і функціонування ринку цінних паперів та окремих його елементів вже виконані і в Україні. До ґрунтовних робіт, в яких проводиться аналіз ринку цінних паперів, досліджуються теоретичні і практичні питання розвитку фондового ринку, можна віднести монографії й статті А.О. Задой, В.В. Колесника, Ю.М. Лисенкова, В.І. Ляшенка, О.Г. Мендрула, О.М. Мозгового, В.В. Оскольського, Ю.Є. Петруні, В.Д. Савченка. Саме ці роботи разом із законами України, указами Президента, постановами Кабінету Міністрів і Верховної Ради України та іншими джерелами стали теоретичною базою дисертаційного дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота пов'язана з науковими дослідженнями кафедри політекономії Полтавського державного педагогічного університету ім. В.Г. Короленка, зокрема з темою “Економічні пріоритети України як основа формування національної моделі випереджального розвитку” (номер державної реєстрації 0104U000152). Автором обґрунтовано концепцію побудови біржової фондової системи як частини сучасної національної моделі розвитку економічних відносин. Визначено місце і роль ринку цінних паперів як головного елементу побудови конкурентоспроможної економіки, що зростає на якісно новій основі.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є здійснення наскрізного аналізу процесів становлення та функціонування ринку цінних паперів й обґрунтування практичних рекомендацій щодо його подальшого розвитку в трансформаційній економіці України. Досягнення зазначеної мети зумовило вирішення наступних завдань:

- з'ясувати місце, структуру та роль ринку цінних паперів в економічній системі країни транзитивного типу;
- поглибити наукові уявлення про економіко-правову природу цінних паперів;
- визначити роль фондових індексів і рейтингів та особливості їх застосування в умовах трансформації економіки України;
- узагальнити світовий досвід інтеграційних процесів на фондовому ринку та можливості участі в них України;
- розкрити процес становлення та розвитку фондового ринку України з точки зору інституційного підходу;

– розробити концепцію формування єдиної біржової фондової системи України та шляхи її впровадження;

– визначити особливості державного регулювання та саморегулювання ринку цінних паперів в умовах трансформаційної економіки та розробити науково обґрунтовані рекомендації щодо підвищення його ефективності.

Відповідно до поставленої мети та завдань *об'єктом дослідження* є економічна система України, яка перебуває в стані ринкової трансформації та процеси становлення ринку цінних паперів. *Предметом дисертаційного дослідження* визначено комплекс соціально-економічних відносин та макроекономічні фактори становлення і функціонування ринку цінних паперів у транзитивній економіці України.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертації складає *діалектичний метод* як загальний науковий метод пізнання соціально-економічних явищ. У зв'язку зі складністю та багатоманітністю економічних відносин, що виникають на фондовому ринку, були застосовані різні наукові методи, а саме методи: *системного і логічного аналізу* – для з'ясування комплексу факторів, що визначили особливості становлення вітчизняного ринку цінних паперів; *історико-економічного аналізу та теоретичного узагальнення* – для визначення пріоритетних чинників, що вплинули на процес створення сучасного фондового ринку України; *порівняльного аналізу* – для виявлення головних напрямів державного регулювання та саморегулювання фондового ринку; *індуктивний* – на етапі збору, систематизації і обробки інформації; *класифікації* – для уточнення змісту, структури окремих категорій та системи фінансового ринку в цілому. При дослідженні особливостей становлення й розвитку ринку цінних паперів України були використані елементи *еволюційно-інституційного підходу*. Теоретичною та методологічною основою дисертаційної роботи стало вивчення та творче переосмислення основних досягнень вітчизняних та зарубіжних вчених з проблем функціонування ринку цінних паперів як складової фінансового ринку.

Інформаційною базою дослідження є офіційні статистичні матеріали, матеріали аналітичних агентств, первинні матеріали вітчизняного та зарубіжних фондових ринків, нормативно-правові документи.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в подальшому поглибленні дослідження проблем функціонування ринку цінних паперів України та розробці концепції побудови національної біржової системи. При цьому:

– дістала подальший розвиток структуризація та класифікація фінансового ринку з точки зору інституційного підходу, подано авторський підхід до структуризації фінансового ринку. Його розподілено на: кредитний ринок (ринок короткострокових кредитів та ринок середньо- і довгострокових кредитів); валютний ринок (міжнародний валютний ринок, валютний ринок середньо- і довгострокових кредитів, міжнародний ринок облігацій, міжнародний ринок акцій); ринок цінних паперів (ринок державних облігацій, ринок корпоративних облігацій, ринок акцій, ринок векселів, ринок похідних цінних паперів, ринок інвестиційних сертифікатів); ринок дорогоцінних металів (ринок золота).

Визначено способи та елементи взаємопроникнення окремих ринків у межах фінансового;

– уточнено визначення категорії “цінний папір” як сучасного економічного інструменту і визначено, що цінний папір – це документ грошового чи товарного характеру, який засвідчує право володіння чи відносини позики, що виражають взаємовідносини між емітентом (особою, що випустила) і власником (особою, що придбала) і обертаються на ринку в документарній чи електронній (бездокументарній) формі; надають їх власникам сукупність майнових і немайнових прав, що засновані на володінні і витікають з нього відповідно до чинного законодавства;

– з’ясована економіко-правова природа цінних паперів із позицій специфіки її прояву в транзитивній економіці. Доведено, що на сучасному етапі найбільш прийнятною є договірна теорія походження цінних паперів, яка визначає їх як наслідок двосторонньої угоди між емітентом і покупцем, та визначено, що кожен наступний власник цінного паперу, якщо він виникає, приймає пропозиції емітента беззастережно;

– вперше розроблено концепцію та шляхи впровадження єдиної біржової фондової системи України, яка має формуватися на засадах добровільної участі у асоціації інституційних учасників фондового ринку (фондових бірж, Національного депозитарію України, клірингових банків, реєстраторів та зберігачів) і передбачає створення єдиної системи лістингу, котирування, реєстрації та зберігання цінних паперів, а також уніфікацію нормативно-правової бази функціонування ринку цінних паперів;

– доведено, що на сучасному етапі становлення ринку цінних паперів в Україні, враховуючи світові тенденції до інтеграції, організувати торгівлю цінними паперами слід за моноцентричною дворівневою моделлю: перший рівень – фондові біржі, а другий – акредитовані на них брокерські контори;

– дістало подальший розвиток обґрунтування концепції державного регулювання та підвищення ролі саморегулювання ринку цінних паперів. Уточнено базові принципи державного регулювання фондового ринку (реалізація загальнодержавних інтересів; безпека інвестиційної діяльності; послідовність і прогнозованість державного втручання; орієнтація на світовий досвід функціонування фінансових ринків; єдність державного регулювання) та визначено інституціональні основи формування саморегулювальних організацій відповідно до таких видів професійної діяльності на ринку цінних паперів: торгівля цінними паперами, депозитарна діяльність, розрахунково-клірингова діяльність, управління цінними паперами, управління активами, ведення реєстру власників цінних паперів.

Теоретичне та практичне значення одержаних результатів. Теоретична значимість роботи полягає в проведенні комплексного дослідження соціально-економічних та макроекономічних аспектів функціонування українського фондового ринку й узагальненні основних закономірностей його становлення та розвитку. Важливе значення має обґрунтування концепції єдиної біржової фондової системи в Україні та механізмів її впровадження. Зроблено певний крок у поглибленні політекономічного аспекту аналізу категорій

“фінансовий ринок”, “фондовий ринок”, “ринок цінних паперів”, “цінний папір”. Практична значимість роботи полягає в тому, що основні її теоретичні положення і висновки, а також методичні рекомендації можуть бути використані в практичній діяльності по подальшому формуванню, функціонуванню та розвитку ринку цінних паперів у трансформаційних економіках. Окремі положення дослідження були апробовані в практичній діяльності при розробці стратегії поведінки банку “Аваль” на ринку цінних паперів (акт впровадження №874/39 від 16.09.2004 р.). Основні теоретичні положення і висновки даного дослідження використовуються у навчальному процесі Полтавського державного педагогічного університету ім. В.Г. Короленка при викладанні курсів “Економічна теорія”, “Гроші і грошовий обіг”, “Банки і банківська діяльність”, “Організація підприємницької діяльності” (довідка №4318/01-37/29 від 01.10.2004 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно написаною науковою працею, у якій викладений авторський підхід до основних проблем функціонування ринку цінних паперів України, визначено особливості становлення окремих елементів фондового ринку в умовах трансформаційних перетворень.

У роботах, опублікованих у співавторстві, особисто автором виконано: [4] – розроблено механізм фінансування соціальної сфери із залученням інструментів ринку цінних паперів; [5] – сформульовані підходи до розподілу економічних категорій, що використовуються на ринку цінних паперів, а також класифікація фінансового ринку; [6] – визначено особливості державного регулювання фондового ринку в транзитивній економіці, а також основні підходи до формування інститутів саморегулювання.

Апробація результатів дослідження. Теоретичні положення, висновки і практичні рекомендації дисертаційного дослідження доповідались й обговорювались на науково-практичних конференціях, семінарах тощо, а саме: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Економічні проблеми розвитку регіонів та підприємств на початку XXI століття” (м. Полтава, 2001 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Фінансово-кредитні та економічні проблеми розвитку ринкового господарства України” (м. Полтава, 2002 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених “Україна у світовій спільноті” (м. Дніпропетровськ, 2003 р.); Звітній науковій конференції викладачів, аспірантів, магістрантів і студентів фізико-математичного факультету ПДПУ ім. В.Г. Короленка (м. Полтава, 2004 р.).

Публікації. За результатами наукових досліджень автором опубліковано 9 наукових праць, які відображають основний зміст дисертації, загальним обсягом 3,2 умов.-друк. арк., у тому числі 6 статей у збірниках наукових праць фахових видань, затверджених ВАК України, 3 у тезах доповідей, виступів на конференціях та інших виданнях. Частка автора складає 2,45 умов.-друк. арк.

Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, двох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Структура дисертації відображає логіку дослідження та особливості характеру розробки наукової проблеми. Основний зміст дисертації викладено на 176 сторінках. Дисертація

містить 8 таблиць та 16 додатків. Список використаних джерел включає 175 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У першому розділі “Теоретичні основи формування ринку цінних паперів” розглянуто основні принципи та засади функціонування ринку цінних паперів; охарактеризовано стан дослідження проблеми та здійснена постановка завдань дослідження. З метою їх вирішення визначено особливості впливу трансформаційних процесів на становлення фондового ринку.

Слід зазначити, що в економічній літературі процес формування і функціонування фінансового ринку в умовах перехідної економіки не набув належного аналізу та вивчення. Фінансовий ринок, на нашу думку, як елемент ринкових взаємовідносин призначений, перш за все, для укладання угод між покупцями та продавцями фінансових активів і є сукупністю ринків: кредитного, валютного, ринку цінних паперів та ринку дорогоцінних металів (табл. 1).

Таблиця 1

Структура фінансового ринку

Кредитний ринок	– ринок коротко-строкових кредитів; – ринок середньо-строкових кредитів; – ринок довгостро-кових кредитів.	Валютний ринок	– міжнародний валютний ринок; – валютний ринок середньострокових кредитів; – ринок довгостро-кових кредитів; – міжнародний ринок облігацій; – міжнародний ринок акцій.	Ринок цінних паперів	– ринок державних облігацій; – ринок векселів; – ринок корпора-тивних облігацій; – ринок акцій; – ринок похідних цінних паперів; – ринок інвестицій-них сертифікатів.	Ринок дорогоцінних металів
------------------------	--	-----------------------	--	-----------------------------	--	-----------------------------------

Саме такий поділ фінансового ринку дозволяє досить повно охопити всі можливі аспекти функціонування фінансових активів. Безумовно, найбільш суперечливим буде включення ринку дорогоцінних металів, адже в умовах демонетизації золота воно перестало відігравати провідну роль у фінансовій системі. Але слід зауважити, що золото не втратило на сьогодні свого значення як інструмента нагромадження багатства, оскільки за будь-яких змін ринкової кон’юнктури ціна на нього залишається стабільною або коливається у незначних межах. Одночасно така класифікація передбачає взаємозв’язок окремих елементів фінансового ринку, зокрема міжнародний ринок облігацій та ринок валютних кредитів включено до валютного ринку. На практиці це свідчить про взаємопроникнення кредитного, валютного та фондового ринків.

Аналіз ринку цінних паперів ускладнюється надзвичайною термінологічною різноманітністю, що виникла в економічній науці. Поряд з категорією “ринок цінних паперів” у літературі також використовуються такі терміни як “фондовий

ринок”, “фінансовий ринок”, “ринок капіталів”, “інвестиційний ринок”. Науковцями по-різному визначається зміст цих понять, а також співвідношення між ними.

Узагальнюючи визначення ринку цінних паперів як економічної категорії, що має практичне втілення, на нашу думку, потрібно відмітити важливість системного підходу, оскільки саме поняття ринку передбачає розгляд таких категорій як: механізм взаємодії, учасники ринку, інфраструктура ринку та його державне регулювання. Враховуючи існуючі концепції, ринок цінних паперів можна визначити як сферу економічних, правових та соціальних відносин, яка передбачає наявність ринкового механізму, що забезпечує багатовекторний рух цінних паперів. При цьому можна вважати, що основним призначенням діючого ринкового механізму на ринку цінних паперів є забезпечення руху коштів від учасників ринку, що мають їх надлишок, до учасників ринку, що відчувають їх дефіцит.

На наш погляд, розподіл категорій “ринок цінних паперів” і “фондовий ринок” є доречним для розвинутих ринків провідних країн світу. В умовах формування ринкового середовища, невеликого обсягу операцій з цінними паперами така градація є невиправданою. Якщо врахувати, що окремі цінні папери в Україні не набули класичних ознак (векселі можуть мати набагато триваліший термін погашення, ніж це буває зазвичай; короткострокові облігації внутрішньої позики можуть набути довгострокового характеру внаслідок перенесення терміну їх погашення), то такий поділ взагалі виявиться неможливим. Тому, на нашу думку, в умовах трансформування економіки України ці категорії можна використовувати паралельно, як синоніми.

Основною економічною категорією, яка використовується на фондовому ринку, є “цінний папір”. На сучасному етапі відсутній єдиний підхід до визначення цього поняття. Його аналіз з соціально-економічної точки зору дає підстави стверджувати, що “цінний папір” – це документ грошового чи товарного характеру, який засвідчує право володіння чи відносини позики, що виражають відносини між емітентом (особою, що випустила) і власником (особою, що придбала) та обертаються на ринку в документарній чи електронній формі; надають їх власникам сукупність майнових і немайнових прав, що засновані на володінні і витікають із нього відповідно до чинного законодавства.

Документальний характер цінного паперу означає, насамперед, що випуск та обіг обумовлює виникнення певних відносин між емітентом і власником цінного паперу і юридично їх закріплює. Питання матеріальної форми документів є питанням не лише рівня технічної озброєності, а й рівня розвитку культури ринкових відносин. Остання умова включає в себе швидкість і повноту інформованості учасників ринку про ціни, угоди й пропозиції щодо цінних паперів, чесність, високу ступінь взаємної довіри, встановлення пріоритету інтересів клієнта перед інтересами професійних учасників ринку цінних паперів тощо.

Найбільш дискусійним залишається питання про природу цінних паперів з юридичної точки зору. Особливо це стосується природи прав, що закріплюються за цінними паперами. На нашу думку, найбільш прийнятною є договірна теорія походження цінних паперів, яка визначає їх як наслідок двосторонньої угоди між

емітентом і покупцем і визначає, що кожен наступний власник цінного паперу, якщо він виникає в процесі ринкового обміну, приймає пропозиції емітента беззастережно.

Аналіз фондового ринку та руху на ньому цінних паперів здійснюється за допомогою рейтингів та індексів. Необхідно відмітити, що загального визнання на кожному з ринків набула досить невелика кількість таких показників, незважаючи на їх значну різноманітність. Це свідчить про високий рівень вимог, які висувають учасники фондового ринку до такої інформації. Специфіка економічної ситуації в Україні не дозволяє копіювати західні методики розрахунку фондових індексів. У сучасних умовах побудова фондового індексу – це унікальна й своєрідна проблема саме вітчизняного фінансового ринку. Критичний аналіз основних прийомів, принципів і мотивацій побудови фондових індикаторів дозволяє запропонувати чотирьохфазне трактування процедури розробки будь-якого індексу, що відображає реальну ситуацію на фінансовому ринку: визначення середньої ринкової ціни акцій чи облігацій того чи іншого емітента; з'ясування вагових коефіцієнтів, із якими ціни акцій входять до формули індексу; визначення переліку цінних паперів, ціни яких підсумовуються; коригування індексу при змінах розрахункової бази і списку підприємств.

Не сформувавши ще національного фондового ринку, з притаманними йому рисами та особливостями, Україна зіткнулася з новим явищем – фінансовою глобалізацією, яка передбачає активну взаємодію з усіма складовими світового ринку. Глобальний економічний розвиток ставить перед Україною проблему участі в регіональній інтеграції і виходу на світовий ринок як частини певного регіону. Цілком можливою є індивідуальна інтеграція у світову спільноту, але вона, при обмеженості ресурсів навіть найбагатшої країни, рідко дає позитивні результати, а частіше – негативні.

Значна кількість проблем, що виникають у процесі здійснення іноземних інвестицій і виходу на міжнародний фінансовий ринок, частково може бути розв'язана за допомогою проектів американських та європейських депозитарних розписок. Депозитарну розписку, на нашу думку, можна визначити як похідний цінний папір, що засвідчує право власності інвестора-резидента на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, загальний обсяг емісії яких обліковується в іноземній депозитарній установі. Депозитарні розписки можуть випускатись у формі спонсорованих та неспонсорованих проектів. Основні відмінності неспонсорованих проектів від спонсорованих можна охарактеризувати наступним чином. По-перше, однією з головних рис неспонсорованих проектів є можливість участі в них декількох депозитаріїв. По-друге, навіть у випадку, коли неспонсорований проект проводиться за домовленістю з емітентом, останній не є стороною угоди депозитарію та інвесторів, текст якої наводиться на кожній неспонсорованій депозитарній розписці. По-третє, тримачі неспонсорованих американських депозитарних розписок платять усі видатки з проведення проекту, включаючи оплату конвертації дивідендів. У випадку зі спонсорованими проектами іноземний емітент, як правило, платить депозитарію за його послуги.

У другому розділі “Особливості становлення та перспективи розвитку ринку цінних паперів України” досліджено функціональні особливості формування фондового ринку в умовах трансформаційної економіки.

На нашу думку, будь-який ринок, в тому числі і фондовий, складається з чотирьох основних системних елементів, за якими можна говорити про його стан і функціонування: принципи і правила, за якими будуються стосунки між суб'єктами ринку (інститутами); стосунки, в які вступають суб'єкти в процесі реалізації своїх інтересів; безпосередні суб'єкти й об'єкти ринкових відносин; стійкі взаємозв'язки по вертикалі між усіма трьома системними елементами ринку. Аналізуючи стан ринку цінних паперів України, варто відзначити, що всі чотири критерії повністю не виконуються, а сам фондовий ринок не є остаточно сформованим. У цілому зв'язки між суб'єктами фондового ринку України не можна охарактеризувати як стійкі. Зокрема, факт не відновлення випуску цінних паперів після першої емісії пояснюється ставленням керівників підприємств-емітентів до фондового ринку як до дешевого заміника банківських кредитів, забуваючи про необхідність надалі враховувати думку акціонерів, не говорячи про виплату дивідендів. Таким чином, не відбувається стійкого відтворення стосунків, що складають при випуску акцій, вони носять епізодичний та однобокий характер.

Аналізуючи фондовий ринок України, можна виділити такі етапи його становлення: перший (1990–1991) – вирізняється формуванням перших акціонерних товариств та фінансових компаній мало контрольованих державою, що призвело до значних потрясінь і надовго сформувало у масовій свідомості недовіру до фондових інструментів. Другий етап (1991–1995) – пов'язаний з випуском в обіг та створенням вторинного ринку купівлі-продажу компенсаційних сертифікатів і приватизаційних майнових сертифікатів; відбувається формування псевдобірж, фінансових посередників, основ законодавчого поля діяльності фондового ринку. Третій етап (1996–1999) – характеризується пошуком ефективного власника, що зумовило необхідність розробки нових систем розподілу власності, продаж об'єктів великої приватизації, активне залучення зовнішніх інвесторів, акцент на грошову приватизацію. Четвертий етап (починаючи з 1999 року) – відзначається інституціоналізацією інфраструктурних елементів національного фондового ринку (електронні торгові системи, національна депозитарна система, контролюючі органи по захисту прав учасників ринку). Сучасний стан розвитку фондового ринку характеризується наступними ознаками:

– домінує первинний ринок над вторинним, що багато в чому обумовлено приватизаційними процесами;

– обмежений випуск більшості інструментів ринку цінних паперів, окрім акцій;

– облігації як інструмент довгострокового кредитування переважно не виконують своїх функцій, особливо після обвалу на ринку облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП);

– відбувається самокотирування емітентами своїх цінних паперів.

На стадії становлення і розвитку фондового ринку важливими є трансакційні

витрати, особливо щодо формування системи інститутів. Інтенсивне відтворення інституціональної структури ринку передбачає її якісні зміни, що робить можливим обмін прав не на товари, а на здійснення товарних трансакцій (метаправ), за якими вони відбуваються. У процесі формування фондового ринку України в певній мірі відбувся розподіл метаправ, однак інституційна структура виявилась нездатною до сприйняття, створення та перерозподілу метаправ. На наш погляд, це, в першу чергу, зв'язано з нездатністю ключових суб'єктів ринку нести відповідні трансакційні витрати. У цілому, це гальмує його формування і перешкоджає зниженню трансакційних витрат учасників ринку.

Враховуючи рівень розвитку української економіки та вимоги до національної моделі фондового ринку варто відзначити, що на сучасному етапі доцільно обмежити участь комерційних банків у діяльності фондового ринку. В умовах формування фондового ринку кращим варіантом є створення децентралізованого ринку, але під суворим наглядом державних інституцій для недопущення монополізації та інших порушень, викликаних відсутністю конкуренції. Надалі процес визначення моделі має йти еволюційним шляхом (“знизу-вверх”) і завершитись побудовою єдиної національної біржі чи системи бірж.

На сьогодні існування ряду фондових бірж в Україні, кожна з яких діє автономно, розмежовує біржовий простір і ринок цінних паперів загалом на окремі сегменти. Хаотичне, не виправдане ні станом економіки, ні станом фондового ринку створення нових бірж посилює негативні процеси на організованому ринку і призводить до стагнації біржової торгівлі. В таких умовах створення Єдиної біржової фондової системи України (ЄБФСУ) є нагальною необхідністю сучасного етапу розвитку фондового ринку країни. Мета функціонування ЄБФСУ була сформульована ще в 1995–1996 роках у базових документах, що були прийняті Верховною Радою України і Біржовою радою Української фондової біржі. Вона полягає у забезпеченні цілісності і прозорості організованого ринку цінних паперів, підвищенні його ліквідності й конкурентоспроможності, інтеграції до світового фондового ринку. Найважливіше значення у досягненні цієї мети має правильний вибір принципів організації складної й багаторівневої системи ЄБФСУ. Формування єдиної біржової фондової системи України має базуватись на таких положеннях:

- добровільність входження і вільність виходу учасників фондового ринку;
- єдині системи лістингу, котирування, реєстрації та зберігання цінних паперів, а також нормативно-правові документи, що регламентують діяльність;
- включення до складу ЄБФСУ інституційних учасників фондового ринку, зокрема Національної депозитарної системи України, клірингових банків і т. д.;
- торгівлю цінними паперами організовувати за дворівневою моноцентричною моделлю. Перший рівень на ній утворюють фондові біржі, а другий – акредитовані при них брокерські контори;
- проводити розрахунки по операціях купівлі-продажу цінних паперів у відповідності зі світовими стандартами (T+3).

В умовах становлення фондового ринку України суто адміністративні заходи по примусовій інтеграції фондових бірж і організації ЄБФСУ неприйнятні.

Ініціатива має виходити від самих організаторів торгівлі, а визначним моментом може слугувати безумовне дотримання принципів добровільності й повної господарської самостійності бірж при створенні ЄБФСУ. За такої форми побудови кожна із бірж може мати можливість організації своєї діяльності як у межах ЄБФСУ, так і поза її межами.

Становлення ринку цінних паперів України, створення його інфраструктури потребують формування ефективної системи регулювання та контролю за процесами, що відбуваються на ньому. Світовий досвід країн з розвинутою ринковою економікою доводить переваги існування дворівневої системи регулювання фондового ринку, яка складається з державного регулювання й саморегулювання. Ця система включає в себе органи, які регулюють ринок, законодавчі та підзаконні акти, етику фондового ринку, традиції та звичаї.

Застосування практики саморегулювання передбачає, що частину функцій з регулювання конкретних учасників ринку виконують організації, що перебувають під подвійним контролем – держави і самих учасників ринку. Саморегулювними організаціями (СРО) у світовій практиці вважаються некомерційні, недержавні організації, що створюються професійними учасниками ринку на добровільній основі з метою регулювання певних аспектів ринку цінних паперів на підставі державних гарантій, які виражаються у наданні їм відповідного статусу. Держава віддає частку своїх функцій з нагляду та регулювання ринку для того, щоб самі професійні оператори ринку встановили для себе правила і здійснювали контроль за їх виконанням.

Діяльність саморегулювних організацій спирається на три основні ідеї: зацікавленість у підтримці порядку і чесних правил гри учасників ринку; перенесення частини витрат із регулювання ринку на сам ринок; контроль за діяльністю членів СРО буде більш ефективним, якщо його будуть здійснювати безпосередньо професійні учасники ринку.

На стан розподілу повноважень між державним регулятором та саморегулювними організаціями впливає наявність на одному сегменті ринку кількох саморегулювних організацій. Показники останніх років свідчать про зростання чисельності СРО (табл. 2), що ускладнює здійснення контролю за їх діяльністю з боку державного регулятора і, відповідно, держава, щоб не послабити нагляду, вимушена обмежувати повноваження саморегулювних організацій.

Таблиця 2

**Дані про належність професійних учасників
ринку цінних паперів України до СРО**

Найменування СРО	Кількість членів станом на:				
	01.01. 2000 р.	01.01. 2001 р.	01.01. 2002 р.	01.01. 2003 р.	01.01. 2004 р.
Асоціація учасників фондового рин-ку	117	110	131	204	306
Донецька фондова біржа	31	43	48	70	62
Київська міжнародна фондова біржа	157	168	182	184	193

Продовж. табл. 2

Асоціація “Південноукраїнська тор-говельна інформаційна система”	167	153	150	169	144
Асоціація “Перша фондова торговельна система”	261	195	169	148	148
Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв	277	261	267	312	293
Придніпровська фондова біржа	39	61	90	105	108
Українська асоціація інвестиційного бізнесу	74	53	48	20	20
Українська фондова біржа	155	148	137	136	114
Українська міжбанківська валютна біржа	-	15	34	36	40
Українська асоціація торговців цінними паперами	-	-	-	30	33

Примітка. За даними офіційного WEB-сайту ДКЦПФР

З урахуванням дозволених і законодавчо визнаних видів діяльності в Україні доцільно сформулювати шість СРО:

- з торгівлі цінними паперами;
- з депозитарної діяльності;
- з розрахунково-клірингової діяльності;
- у сфері управління цінними паперами;
- у сфері управління активами;
- у сфері ведення реєстру власників цінних паперів.

Такі заходи сприятимуть проведенню єдиної державної політики щодо впорядкованості фондового ринку та дисциплінованості його учасників. Це посилить контроль за дотриманням учасниками ринку регуляторних вимог, підвищить вимоги до членів саморегулювальних організацій, що у свою чергу сприятиме захисту законних прав інвесторів.

ВИСНОВКИ

1. При аналізі категорії “ринок цінних паперів” варто застосовувати системно-інституціональний підхід, що дає можливість всебічно охопити дане поняття і визначити його як сферу економічних, правових та соціальних відносин, що передбачає наявність ринкового механізму, який забезпечує багатовекторний рух цінних паперів.

2. Фінансування соціально-економічного розвитку держави та виробничої сфери здійснюється через перерозподіл грошових потоків на фінансовому ринку. Стосовно організації інвестиційного процесу дана категорія має найвищий ступінь узагальнення, оскільки всі інші ринки (фондовий, кредитний, грошовий) забезпечують цей процес лише з точки зору окремого способу. Тільки фінансовий ринок дозволяє проводити весь спектр інвестиційно-кредитних операцій.

3. Розмежування категорій “ринок цінних паперів” та “фондовий ринок” варто проводити лише для сформованих, високорозвинутих ринків. Межею для

такого розподілу є ринок короткострокових цінних паперів (векселів). В умовах формування ринкового середовища, не набуття окремими цінними паперами класичних ознак (акції, векселі й ін.), незначного обсягу операцій з ними проведення розподілу цих категорій є абсолютно невиправданим.

4. Ринок цінних паперів є однією з найважливіших складових національного ринку, через яку здійснюється акумуляція і розподіл капіталів в економіці. У перехідній економічній системі фондовий ринок здійснює ряд специфічних функцій, зокрема, виступає як засіб приватизації та роздержавлення, як засіб інвестування і структурної перебудови економіки, як один із провідних факторів подальшого ринкового трансформування вітчизняної економіки.

5. На сьогодні в економічній літературі цінний папір не має єдиного загальноприйнятого визначення. З нашої точки зору, це документ, що засвідчує право володіння чи відносини позики, що виражають стосунки між емітентом та власником і обертаються на ринку в документарній чи бездокументарній формі; надають їх власникам сукупність майнових і немайнових прав, що засновані на володінні і витікають із нього відповідно до чинного законодавства.

6. В умовах несформованості інституційної структури ринку цінних паперів України та економічної системи в цілому використання фондових індексів та рейтингів є досить складним процесом. Це пов'язано з нестабільністю вихідної економічної інформації, яка не дозволяє застосовувати методи екстраполяційного та ретроспективного аналізу і робить неможливим виконання індексами й рейтингами індикативної та аналітичної функцій. Сучасні українські індекси переважно є індикаторами руху коштів іноземних інвесторів на фондовому ринку України і не виконують базових макроекономічних функцій. Їх застосування переважно обмежується суто індикативною функцією.

7. Вільна міграція інвестиційного капіталу, що притаманна сучасному фінансовому ринку, викликала особливий етап у розвитку міжнародних інтеграційних процесів. Глобалізація вимагає активної участі кожної країни, що бажає зайняти гідне місце у світовій спільноті. Вітчизняний інвестор поки що не в змозі конкурувати з більш потужним іноземним, що породжує деформацію у структурі суспільного відтворення і порушує класичний механізм функціонування інвестиційного ринку. Останній стає все більш не персоніфікованим, що викликає збільшення трансакційних витрат, які стають додатковими втратами для вітчизняних інвесторів. Їх можна компенсувати за рахунок можливості виходу зі своїми цінними паперами на міжнародний фінансовий ринок, зокрема за допомогою випуску депозитарних розписок.

8. Сучасний фондовий ринок України не відповідає загальноприйнятим вимогам як до структурного елементу економічної системи з точки зору інституційного підходу: несформовані правила та принципи функціонування; не врегульовані стосунки, що виникають між суб'єктами ринкових відносин; не чітко окреслені суб'єкти і об'єкти, що приймають участь у функціонуванні ринку; відсутні стійкі зв'язки по вертикалі між усіма системними елементами ринку.

9. Модель ринку цінних паперів України має базуватись на обмеженні участі комерційних банків у функціонуванні фондового ринку (американська система). Це необхідно зробити з метою формування системи захисту фінансового сектору

від структурної кризи, яка може стати наслідком негативних процесів на фондовому ринку і охопити весь фінансовий простір країни. Така модель надалі може бути трансформована у змішану, що дозволить більш раціонально і рівномірно використовувати вільні грошові ресурси усіма учасниками фінансової системи.

10. Інтеграційні процеси щодо об'єднання окремих фондових бірж на світових фінансових ринках певним чином торкнулись і вітчизняного ринку цінних паперів. Питання його централізації може бути вирішене шляхом формування ЄБФСУ на засадах добровільної участі. Це дозволить консолідувати ринок, полегшити управління ним та підвищити роль в процесі інвестування економіки.

11. Регулювання фондового ринку, як складової частини фінансової системи в цілому, є однією з передумов стабільного економічного розвитку країни. На сучасному етапі становлення нової системи фінансових відносин держава має взяти на себе провідну роль по контролю за її діяльністю. Поступова еволюція форм регулювання повинна здійснюватись у напрямі передачі частини функцій саморегульвним організаціям, що створюються самими учасниками ринку цінних паперів. Це дасть можливість делегувати частину повноважень по регулюванню самому ринку, а також перекласти частину витрат на саморегульвні організації.

12. Саморегульвні організації ринку цінних паперів мають створюватись відповідно до окремих видів діяльності на фондовому ринку. Це сприятиме проведенню єдиної державної політики щодо впорядкованості фондового ринку, посилить контроль за дотриманням учасниками ринку регулятивних вимог, підвищить вимоги до членів саморегульвних організацій.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Шаравара Р.І. Основні тенденції розвитку біржових систем // Теорії мікро-макроекономіки. Збірник наукових праць професорсько-викладацького складу і аспірантів. – К.: Академія муніципального управління, 2001. – Вип. 7. – С.179–186.

2. Шаравара Р.І. Правове забезпечення діяльності фондового ринку України // Регіональні перспективи. – 2001. – №5–6. – С.149–151.

3. Шаравара Р.І. Порівняльний аналіз методів дослідження фондового ринку // Теорії мікро-макроекономіки. Збірник наукових праць професорсько-викладацького складу і аспірантів. – К.: Академія муніципального управління, 2002. – Вип. 10. – С.304–312.

4. Непокупна Т.А., Шаравара Р.І. Проблеми фінансування соціальної сфери // Теорії мікро-макроекономіки. Збірник наукових праць професорсько-викладацького складу і аспірантів. – К.: Академія муніципального управління, 2002. – Вип. 11. – С.172–179.

5. Яковенко Л.І., Шаравара Р.І. Теоретичні аспекти аналізу фінансового ринку // Економіка: проблеми теорії і практики. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2003. – Вип. 178. – С.326–334.

6. Яковенко Л.І., Шаравара Р.І. Державне регулювання фондового ринку // Економіка: проблеми теорії і практики. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2004. – Вип.193: В 5 т. Том III. – С.890–897.

7. Шаравара Р.І. Формування законодавчої бази фондового ринку України // Економічні проблеми розвитку регіонів та підприємств на початку ХХІ століття: Тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції. У двох томах. Том 2. – Полтава: ПДТУ ім. Юрія Кондратюка, 2001 – 168с. – С.48–50.

8. Шаравара Р.І. Фінансова глобалізація: перспективи та проблеми України // Матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених “Україна у світовій економічній спільноті”. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2003. – С.32–36.

9. Шаравара Р.І. До питання про юридичну природу цінних паперів // Наукові записки: Матеріали звітної наукової конференції викладачів, аспірантів, магістрантів і студентів фізико-математичного факультету. Полтава: ПДПУ, 2004. – С.199–201.

АНОТАЦІЯ

Шаравара Р.І. Становлення ринку цінних паперів в умовах трансформації економіки України. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.01.01 – Економічна теорія. – Дніпропетровський університет економіки та права, Дніпропетровськ, 2005.

Дисертаційна робота присвячена аналізу проблем становлення та розвитку ринку цінних паперів України в процесі ринкової трансформації економічної системи. Визначено, що фінансовий ринок має найвищий ступінь узагальнення, оскільки дозволяє проводити весь спектр інвестиційно-кредитних операцій. Ринок цінних паперів розглянуто як складову фінансового ринку та багатоаспектну соціально-економічну систему.

Доведено, що в умовах трансформування економічної системи розмежування категорій “ринок цінних паперів” і “фондовий ринок” проводити не доцільно. Нестабільність економічної інформації не дозволяє застосовувати сучасні методи дослідження для побудови індексів та рейтингів фондового ринку України. Сучасні українські індекси переважно виконують лише індикативну функцію.

Розглянуто основні принципи та засади формування Єдиної біржової фондової системи України як механізму консолідації ринку цінних паперів та його побудови за моноцентричною моделлю. В її основі має лежати добровільне входження учасників фондового ринку з обов’язковим включенням інфраструктурних елементів.

Визначено, що вплив держави на формування ринку цінних паперів має спрямовуватись на випереджаючий розвиток його інфраструктури: інформаційної, реєстраційної, депозитарної, клірингової.

Ключові слова: фінансовий ринок, ринок цінних паперів, фондовий ринок; фондові індекси, депозитарні розписки, фондова біржа, саморегулювні організації.

АННОТАЦИЯ

Шаравара Р.И. Становление рынка ценных бумаг в процессе трансформации экономики Украины. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.01.01 – Экономическая теория. – Днепропетровский университет экономики и права, Днепропетровск, 2005.

Диссертационная работа посвящена рассмотрению проблем становления и развития рынка ценных бумаг Украины в процессе рыночной трансформации экономической системы. Определено, что финансовый рынок имеет наивысшую степень обобщения, поскольку позволяет проводить весь спектр инвестиционно-кредитных операций. Рынок ценных бумаг рассматривается как составляющая часть финансового рынка и многообразная социально-экономическая система.

В условиях трансформирования экономической системы Украины разделение категорий “рынок ценных бумаг” и “фондовый рынок” проводить не целесообразно, поскольку базовые ценные бумаги еще не обрели своих классических признаков, а объемы операций с ними незначительны.

Рынок ценных бумаг в переходной экономике является одной из главных составляющих национального рынка, с помощью которой происходит аккумуляция и перераспределение капитала. Он выполняет целый ряд специфических функций, в частности, выступает механизмом приватизации, способом инвестирования и структурного преобразования экономики.

В условиях не институционализированности структуры рынка ценных бумаг Украины и экономической системы в целом, использование фондовых индексов и рейтингов становится сложным процессом. Это напрямую связано с нестабильностью начальной экономической информации, которая не позволяет использовать методы экстраполяционного и ретроспективного анализа.

Анализ состояния фондового рынка Украины свидетельствует о том, что он не соответствует общепринятым требованиям к структурному элементу экономической системы. В частности, не сформированы принципы и правила функционирования, не отрегулированы связи между субъектами рыночных отношений, не четко выделены субъекты и объекты, отсутствуют систематические связи по вертикали между всеми элементами рынка.

Модель фондового рынка Украины должна предусматривать ограничение участия коммерческих банков в функционировании фондового рынка. Это необходимо сделать для защиты финансового пространства страны от системного кризиса. Далее, в процессе стабилизации финансовой системы, целесообразно будет формировать смешанную модель, которая позволит более полноценно использовать ресурсы для финансирования экономического роста.

Глобализация мировой экономики осуществляет определенное влияние на формирование финансовой системы Украины. Это прослеживается на: свободной миграции инвестиционного капитала и субъектов финансового рынка; усилении неперсонификации финансовых рынков; распространении рыночного фундаментализма и кризисных явлений в международной экономической системе; формировании единых информационного поля и денежной системы.

Формирование Единой биржевой фондовой системы Украины должно основываться на следующих принципах: добровольности вхождения участников при создании ассоциации; единой системы листинга, котировки, регистрации и

сохранения ценных бумаг; вхождения в состав Единой биржевой фондовой системы Украины институциональных участников фондового рынка; построения рынка за двухуровневой моноцентрической моделью, первый уровень которой составляют фондовые биржи, а второй – аккредитованные при них брокерские конторы; осуществления расчетов по операциям в соответствии с мировыми стандартами.

На современном этапе развития рыночных отношений государство должно взять на себя ведущую контролирующую роль за деятельностью участников фондового рынка. Параллельно с этим необходимо проводить активную политику по созданию и поддержке уже созданных, саморегулирующих организаций. По мере их становления саморегулирующимся организациям необходимо передавать значительную часть полномочий, что позволит сократить издержки по регулированию самого рынка.

Влияние государства на формирование рынка ценных бумаг Украины должно быть направлено на опережающее развитие его инфраструктуры: информационной, регистраторской, депозитарной, клиринговой.

Ключевые слова: финансовый рынок, рынок ценных бумаг, фондовый рынок, фондовые индексы, депозитарные расписки, фондовая биржа, саморегулирующиеся организации.

ANNOTATION

Sharavara R.I. The formation of an equity market in the conditions of economics transformation in Ukraine. – Manuscript.

The Ph.D. thesis for the obtaining of a candidate's of economic sciences degree on the speciality 08.01.01 – Economic theory. – Dnipropetrovs'k University of economics and law, Dnipropetrovs'k, 2005.

The thesis is devoted to the analysis of the problems of formation and development of the equity market of Ukraine in the time of market transformation of business system. The thesis shows that the financial market has the highest degree of generalization because it allows performing all the investment and credit operations. The equity market was examined as a part of a financial market and a multifold social and economic system.

The thesis proves that it is not worthwhile to tell the difference between the terms *equity market* and *stock market* in the conditions of economics transformation. The instability of economical information does not allow using modern methods of investigation for the construction of indices and ratings of the stock market in Ukraine. The modern Ukrainian indices perform mainly indicative function.

The thesis investigates main principles and grounds for the formation of the Unified exchange stock system of Ukraine as a mechanism of consolidation of the equity market and its formation according to the monocentric model. The voluntary joining of stock market participants with the mandatory inclusion of infrastructure elements must be at the heart of such consolidation.

The thesis defines that the influence of state on the formation of the equity market should be directed to the anticipatory development of its informational, registration, depository and clearing infrastructures.

Key words: financial market, equity market, stock market; stock indices, depository receipts, stock exchange, self-regulating organizations.