**ЗМІСТ**

Вступ.

Розділ 1*.* Особливості організації та функціонування фондового ринку цінних паперів

1.1 Фондовий ринок

1.2Етапи становлення ринку цінних паперів

1.3 Ринок цінних паперів та його структура

1.4 Цінні папери і фондова біржа

1.5 Функція фондової біржі

Розділ 2. Аналіз ринку цінних паперів в Україні

2.І Аналіз короткострокових факторів курсоутворення на ринку акцій України

Висновки

Список використаної літератури

**ВСТУП**

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

В Україні ринок цінних паперів перебуває на стадії свого становлення. З січня 1992 року працює Українська фондова біржа (УФБ) з Центральним депозитарієм цінних паперів, мережею філій та брокерських контор по всій території України. З грудня 1993 року на біржі введена в дію система електронного обігу цінних папері, яка не виключає можливості котирування матеріалізованих цінних паперів. Зростає кількість позабіржових фінансових посередників, торговців цінними паперами, інвестиційних фондів і компаній. Збільшується число емітентів, які зареєстрували випуск своїх цінних паперів у Міністерстві фінансів України, невпинно зростає загальний обсяг їх емісії.

В квітні 1994 року Кабінет Міністрів України затвердив "Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні". Указом Президента України від 25 травня 1994 року "Про електронний обіг цінних паперів і Національний депозитарій" законодавчо закріплене переміщення фінансових активів у де матеріалізованій формі та створення всеукраїнського Національного депозитарію на базі Центрального депозитарію цінних паперів УФБ.

В той же час подальший розвиток національного ринку цінних паперів стримується рядом об’єктивних та суб’єктивних факторів. Найголовнішими з них є:

1. кризовий стан української економіки, високий рівень інфляції, відсутність твердої національної грошової одиниці;
2. відставання існуючої законоадвчої та нормативно-правової бази функціонування фондового ринку від розвитку реальних процесів на ньому;
3. слабкість і недостатність державного регулювання національного ринку цінних паперів;
4. нерозвиненість первинного ринку цінних паперів, практична відсутність операцій з похідними від цінних паперів;
5. відсутність гарантій по операціях з цінними паперами, недовіра населення та його психологічна непідготовленість до операцій на фондовому ринку;
6. відсутність гарантій держави щодо захисту грошових заощаджень населення.

В цій роботі буде розкрита сутність ринку цінних паперів України, його місце у фінансовій системі України, інструменти та шляхи вирішення проблем на сучасному етапі.

**РОЗДІЛ 1*.* ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**1.1 Фондовий ринок**

Становлення ринкових відносин, що на сучасному етапі виступає головним фактором стабілізації та піднесення економіки незалежної України, передбачає як першочерговий захід оздоровлення фінансової системи. Одним із шляхів досягнення цієї мети є створення ринку цінних паперів. Дійовий фондовий ринок виконує функції ш переміщення капіталу від інвесторів до виробництва, визначений ефективності використання фінансових ресурсів в окремих секторах економіки, перебігу капіталу з однієї галузі в інші.

Ринок цінних паперів належить до особливих сфер соціально-економічного життя. Тут переплітаються інтереси банків, акціонерних товариств, товаровиробників, посередницьких контор, власників вільних грошових коштів, акцій і приватизаційних сертифікатів, їхні інтереси або збігаються, або вступають у суперечність. У цьому складному процесі значну роль має відігравати держава, бо саме вона повинна розробити і встановити такий механізм взаємодії учасників ринку цінних паперів, який дав би змогу максимально активізувати економічне життя суспільства з позитивними його результатами.

Концепція розвитку фондового ринку в Україні була прийнята з метою створення належних умов для функціонування та розвитку національного ринку цінних паперів. Але створення державної інституції з регулювання фінансового ринку—Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку має особливе значення для розвитку цивілізованого фондового ринку в Україні. Нагляд за фондовим ринком здійснюється в інтересах тих суб'єктів, які на ньому працюють.

Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку пережила своє друге народження після прийняття парламентом України Закону "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", який надав Держкомісії нові можливості у створенні ринку пінних паперів.

Проблема створення ринкових інститутів, які не є суб’єктами ринку цінних паперів (як, наприклад, емітенти, інвестори та фінансові посередники), а належать до його інфраструктури, особливо загострилася в Україні у зв’язку з розвитком масової приватизації та активним формуванням вторинного ринку цінних паперів.

На ринку цінних паперів, як сегменті фінансового ринку, здійснюється емісія та купівля-продаж цінних паперів як титулів власності з метою отримання прибутку та встановлення контролю над виробництвом і власністю. Формується він на підставі різноманітних *форм власності*.

Як відомо, поділяється ринок цінних паперів на певну кількість простіших ринків: біржовий і позабіржовий, первинний і вторинний. Усі вони існують у залежності та взаємозв’язку між собою, доповнюють один одного, прискорюють обіг сукупного капіталу, сприяють розвитку, розподілу та перерозподілу власності та грошей. Ринок цінних паперів має складну структуру, де перехрещуються інтереси багатьох учасників, кожен з певною інфраструктурною та функціональною особливістю, властивістю та метою діяльності. До них належать: емітенти – це держава або якась юридична особа, що має право відповідно до закону випускати цінні папери, та інвестори. Інвестори: інституціональні інвестори (пенсійні фонди, поштові фонди, страхові компанії, торгові та фінансові будинки, трастові компанії, інвестиційні фонди тощо), які, відповідно до закону працюють із власними або залученими коштами на фондовому ринку; банки та акціонерні товариства, що працюють із власними коштами або прибутком; усі юридичні та фізичні особи, які мають вільні кошти і можуть придбати на них цінні папери (до речі, фізичній особі для цього потрібно мати мінімум 1 000 дол. США). До учасників фондового ринку належать посередники – це юридичні та фізичні особи, які отримали відповідний сертифікат, що надає їм права проводити операції з цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринках.

Крім названих активних учасників фондового ринку, є пасивні. Це юридичні особи, які безпосередньо не проводять емісії, не вкладають коштів у цінні папери, але роблять розрахунки та реєструють рух цінних паперів. До них належать реєстратори угод із цінними паперами, які повідомляють емітентам та інвесторам про стан фондового ринку та рух їхніх цінних паперів, а також депозитарії, де міститься інформація про рух цінних паперів та розрахунки на підставі електронних записів.

Вторинний обіг цінних паперів неможливо налагодити без впровадження на ринку цінних паперів системи установ, що здійснюють реєстрацію прав власності на цінні папери, облік цих цінних паперів та розрахунково-клірингові операції з ними. Світові стандарти сучасного ринку цінних паперів передбачають обов’язкову наявність у країні, де випускаються та перебувають в обігу цінні папери, депозитаріїв, реєстраторів (для іменних цінних паперів) та розрахунково-клірингових банків чи корпорацій. Цілісність ринку забезпечується функціонуванням єдиної біржової системи, що діє під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію та клірингу (розрахунків) за цінними паперами.

Структура національної депозитарної системи. Для забезпечення функціонування єдиної системи депозитарного обліку у формі відкритого акціонерного товариства в Україні створено Національний депозитарій . Законодавство про Національну депозитарну систему складається із Закону "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" та інших законодавчих актів України. Перелік цінних паперів, що обслуговуються Національною депозитарною системою, встановлює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, вона є також уповноваженим органом управління часткою держави у статутному фонді Національного депозитарію.

Національна депозитарна система складається з двох рівнів.

Нижній рівень – це зберігачі, які ведуть розрахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Верхній рівень – це Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть розрахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів.

Учасники Національної депозитарної системи:

· прямі учасники – депозитарії, зберігачі, реєстратори власників іменних цінних паперів;

· опосередковані учасники – організатори торгівлі цінними паперами, банки, торговці цінними паперами та емітенти.

Депозитарії. Депозитарна діяльність – надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів.

Депозитарій цінних паперів – юридична особа, яка провадить виключно депозитарну діяльність та може здійснювати кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Кліринговий депозитарій – депозитарій, який одержав дозвіл Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку на здійснення клірингу щодо операцій з цінними паперами.

Депозитарій – відкрите акціонерне товариство, учасниками якого є не менше ніж десять зберігачів, і яке здійснює виключно депозитарну діяльність. При цьому частка одного учасника в статутному фонді депозитарію не може перевищувати 25 % цього фонду.

**1.2 Етапи становлення ринку цінних паперів**

Розглядаючи розвиток українського ринку цінних паперів в історичному аспекті, можна виділити декілька періодів: по-перше, дореволюційний (до 1917 р.), потім радянський період (з НЕПу та наступні роки) і, нарешті, сучасний етап, починаючи з приватизації державної власності.

Всі ці етапи мають свої особливості, пов'язані з умовами їх формування. Є і деякі загальні риси, які дозволяють краще зрозуміти й оцінити сучасні процеси розвитку фондового ринку.

Початком виникнення фондового ринку в Російській Імперії можна вважати 1769 рік, коли в Амстердамі був розміщений перший випуск Російського державного займу.

На російському ринку державні боргові папери виникли значно пізніше, лише через сорок років, у 1809 році.

Умови випуску й основні правила були визначені Височай-шим указом від 25 березня 1809 р., згідно з яким розмір доходу був визначений у 6% річних і плюс 1%-на грація (премія). До XIX століття внутрішні державні позики покривали лише близько 10% державного боргу.

У 30-х роках XIX ст. на фондовому ринку виникають в обігу акції й облігації приватних компаній, випуск та обіг яких регулювався Законом про промислові товариства, який був прийнятий у 1836 р. Але їх обіг порівняно з державними процентними паперами на західному фондовому ринку був незначний, що відповідало певному рівню розвитку капіталізму в Росії у той період.

Умови випуску й основні правила були визначені Височай-шим указом від 25 березня 1809 р., згідно з яким розмір доходу був визначений у 6% річних і плюс 1%-на грація (премія). До XIX століття внутрішні державні позики покривали лише близько 10% державного боргу.

У 30-х роках XIX ст. на фондовому ринку виникають в обігу акції й облігації приватних компаній, випуск та обіг яких регулювався Законом про промислові товариства, який був прийнятий у 1836 р. Але їх обіг порівняно з державними процентними паперами на західному фондовому ринку був незначний, що відповідало певному рівню розвитку капіталізму в Росії у той період.

В Україні становлення ринку цінних паперів закономірно випливає із процесу приватизації (корпоратизації) державної власності. Приватизація як стрижень економічних реформ зумовлює, у свою чергу, темпи та характер організації фондового ринку. Основним принципом приватизації має бути рівність стартових позицій для емітентів (підприємств, що випускають акції) та інвесторів (осіб, які вкладають свої кошти в цінні папери), отже, основною рисою цінних паперів має стати рівноправність усіх учасників фондової торгівлі. Відтак ринок цінних паперів із перших своїх кроків повинен бути упорядкованим, демократичним, гласним та єдиним для всієї України в тій же мірі, в якій відкрито і демократично повинна відбуватися в країні приватизація.

Сьогодні Україна має унікальну історичну можливість не повторювати еволюційний шлях спроб і помилок інших країн, а відразу, враховуючи свою специфіку, створювати ринок цінних паперів за вищими європейськими та світовими зразками, що вже існують.

Для цього в країні створені певні організації, матеріально-технічні та безпосередньо практичні передумови. Основні засади цього процесу сформульовані у "Концепції функціонування та розвитку фондового ринку в Україні".

**1.3 Ринок цінних паперів та його структура**

У загальному вигляді ринок цінних паперів можна визначити як сукупність економічних відносин між його учасниками з приво- ду випуску та обігу цінних паперів.

Класифікація видів ринків цінних паперів має багато спільного з класифікацією самих видів цінних паперів. Так, відрізняють:

о міжнародні та національні ринки цінних паперів;

о національні та регіональні (територіальні) ринки;

о ринки конкретних видів цінних паперів;

о ринки державних і корпоративних цінних паперів;

о ринки первісних і похідних цінних паперів.

Зміст тієї чи іншої класифікації ринку цінних паперів визначається її практичним значенням.

Оскільки однією з найголовніших цілей товарної економіки є одержання прибутку, то будь-яка діяльність є або повинна бути сферою примноження капіталу і з цієї позиції будь-який ринок — це одночасно й ринок для вкладення капіталів.

Сферою, де можна нагромадити капітал або його одержати, є фінансова діяльність. Головні ринки, на яких домінують фінансові відносини:

о ринок банківських капіталів; о ринок цінних паперів;

о валютний ринок;

о ринок страхових і пенсійних фондів.

В цілому місце ринку цінних паперів показано на рис. 1.1, що наведена нижче.

Місце ринку цінних паперів можна оцінити з двох позицій: з точки зору обсягів залучення грошових коштів із різних джерел і з точки зору вкладання вільних грошових коштів у будь-який ринок.

Ринок цінних паперів виконує цілий ряд функцій, які умовно можна поділити на дві групи: загальноринкові функції, характерні для кожного ринку, та специфічні функції, які відрізняють його від інших ринків. До загальноринкових функцій відносять такі:

о комерційна функція, тобто функція одержання прибутку від операцій на даному ринку;

о цінова функція, тобто ринок забезпечує процес формування ринкових цін, їх постійний обіг тощо;

о інформаційна функція, тобто ринок створює і доводить до своїх учасників ринкову інформацію про об'єкти торгівлі та її учасників;

рис. 1.1.Рінок цінних папір у ринковій економіці

о регулююча функція, тобто ринок створює правила торгівлі, й участі в ній, порядок вирішення попитів між учасниками, встановлює пріоритети, органи контролю або навіть управління тощо. ;

До специфічних функцій ринку цінних паперів можна віднести такі:

о перерозподільну функцію;

о функцію страхування цінових і фінансових ризиків.

Перерозподільна функція умовно може бути розділена на три підфункції:

о перерозподіл грошових коштів між галузями та сферами ринкової діяльності;

о переливання заощаджень, насамперед населення, з невиробничої у виробничу сферу;

о фінансування дефіциту державного бюджету на не інфляційній основі, тобто без випуску в обіг додаткових грошових коштів.

Функція страхування цінових і фінансових ризиків, або хеджування, стала можливою завдяки виникненню класу похідних цінних паперів: ф'ючерсних та опціонних контрактів.

Складові частини ринку цінних паперів мають своєю основою не той або інший вид цінного паперу, а засіб торгівлі на даному ринку, в широкому розумінні слова. Із цих позицій у ринку цінних паперів необхідно виділяти такі:

о первинний та вторинний;

о організований та неорганізований;

о біржовий та позабіржовий;

о традиційний і комп'ютеризований;

окасовий та терміновий.

Первинний ринок—це купівля цінних паперів їх першими власниками; перша стадія процесу реалізації цінного паперу; перше виникнення цінного паперу на ринку, зумовлене певними правилами та вимогами.

Вторинний ринок — це обіг раніше випущених цінних паперів сукупність всіх актів купівлі-продажу або інших форм переходу цінного паперу від одного її власника до іншого протягом всього терміну існування цінного паперу.

Організований ринок цінних паперів — це їх обіг на основі жорстких правил між ліцензійними професійними посередниками — учасниками ринку за дорученням інших учасників ринку цінних паперів.

Що стосується операцій по торгівлі цінними паперами (у тому числі, і векселями), то порядок їхнього оподатковування регулюється п. 7.6 ст. 7 Закону про податок на прибуток.

На підставі цього підпункту Закону платник податку з метою оподатковування веде окремий облік фінансових результатів операцій по торгівлі цінними паперами. Далі розглянемо механізм впливу фінансового результату таких операцій на оподатковуваний прибуток підприємства

Розвиток економіки постійно вимагає мобілізації, розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів. У будь-якій країні, де економіка функціонує ефективно, цей процес здійснюється на ринку фінансових ресурсів. Однак ринок фінансових ресурсів - це скоріше загальна назва цілої системи ринків, що зосереджують попит і пропозицію на різні за своїм характером платіжні засоби. Структуру ринку фінансових ресурсів найкраще розглянути за графічною схемою (рис.1.2.)

Рис.1.2.

Отже, поняття "ринок фінансових ресурсів" об’єднує три головні складові: кредитний ринок, валютний ринок та ринок цінних паперів. В свою чергу кожна з цих складових, або елементів синтезує в собі певну групу ринкових відносин, що взаємопов’язані в рамках загальної системи.

**Кредитний ринок** - це механізм відносин між юридичними особами (підприємствами), які потребують коштів для свого розвитку, з одного боку, та організаціями і громадянами, які можуть надати (позичити) такі кошти, - з іншого.

Цей ринок має кілька головних функцій. До них належить, по-перше, об’єднання дрібних, відокремлених заощаджень населення, державних органів, приватного бізнесу, зарубіжних інвесторів і створення потужних грошових фондів. По-друге, трансформація цих коштів у позиковий капітал, що забезпечує зовнішні джерела фінансування капіталовкладень сфери матеріального виробництва національної економіки. По-третє, надання позик державним органам та населенню для вирішення таких важливих завдань, як покриття державного дефіциту, фінансування житлового будівництва тощо. Таким чином, кредитний ринок дозволяє здійснювати нагромадження, обіг, розподіл і перерозподіл позикового капіталу між сферами національної економіки.

**Валютний ринок** - це механізм встановлення правових та економічних відносин між споживачами та продавцями валют. Попит на іноземну валюту віддзеркалює міру залежності національної економіки від імпорту і зумовлюється конвертованістю тієї чи іншої валюти. Конвертованість, як відомо, - це гарантована спроможність грошової одиниці вільно обмінюватись на інші валюти. За умови повної конвертованості будь-яка фізична або приватна особа може фактично без перепон брати участь у зовнішньоекономічній діяльності, вільно продавати, купувати та обмінювати національну валюту на іноземну відповідно до ринкового курсу без обмежень чи втручання держави. Тут існує пряма залежність: чим нижчий рівень конвертованості національної валюти, тим більшою мірою валютний ринок підлягає державному урегулюванню (методом запровадження фіксованогом курсу стосовно інших валют).

**Ринок цінних паперів** охоплює (об’єднує) частину кредитного ринку (зокрема, ринок позикових боргових інструментів, або ринок боргових зобов’язань) і повністю ринок інструментів власності. Іншими словами, цей ринок інтегрує операції щодо випуску та обігу боргових інструментів, інструментів власності, а також їхніх похідних. До боргових інструментів належать, передусім облігації, векселі, сертифікати. До інструментів власності - всі види акцій, а до їх похідних - опціони, ф’ючерси та інші аналогічні цінні папери. Отже, ринок інструментів позики, будучи елементом кредитного ринку є сферою відносин, що стосуються позикового капіталу, в той час як ринок інструментів власності стосується відносин щодо власного капіталу, тобто пайових внесків власників у статутних фондах підприємств.

Ринок цінних паперів можна розмежувати на первинний і вторинний, біржовий та позабіржовий. **Первинний ринок** - це ринок перших і повторних емісій (випусків) цінних паперів, на якому здійснюється їх початкове розміщення серед інвесторів.

Тобто рамки первинного ринку фактично обмежуються найпершим актом купівлі-продажу того чи іншого цінного паперу. На цій стадії емітент (організація, що випустила цінні папери) передає майнові права на свою власність (чи частину власності) іншим особам, одержуючи натомість грошові кошти для інвестицій.

Як правило, більшість цінних паперів (отже, і майнові права, що в них виражені) згодом переходить від одного власника до іншого - відбувається наступна їхня купівля-продаж, інші операції, що залежать і, в свою чергу, впливають на кон’юктуру ринку. Іншими словами, цінні папери надходять в обіг. Обіг цінних паперів - це прерогатива **вторинного ринку.**

Одне з найважливіших завдань первинного ринку полягає у тому, щоб звести до мінімуму ризик інвестора. На це спрямовані державні законодавчі і нормативні акти, що регулюють діяльність ринку, вимоги емісії, реєстрації цінних паперів та відповідних даних у фінансових органах тощо. Головною метою вторинного ринку є забезпечення **ліквідності цінних паперів**, тобто створення умов для найширшої торгівлі ними. Це, в свою чергу, надає можливості власникові цінних паперів реалізувати їх у найкоротший строк при незначниз варіантах курсів та невисоких витратах на реалізацію.

**Біржовий ринок** нерозривно пов’язаний з поняттям фондова біржа, власне, ці терміни тотожні. Під обома ними розуміють ринок з найвищим рівнем організації (як правило, вторинний), що максимально сприяє підвищенню мобільності капіталу та формуванню реальних ринкових цін на фінансові вклади, які перебувають в обігу.

**Позабіржовий ринок** охоплює, як видно із його назви, операції з цінними паперами поза біржею. У більшості випадків на цьому ринку відбувається первинне розміщення, а також перепродаж цінних паперів тих емітентів, які не бажають чи з об’єктивних причин не можуть виставити свої активи на біржу.

**1.4 Цінні папери і фондова біржу**

Національний ринок цінних паперів відповідно до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" охоплює випуск і обіг акцій, облігацій державних (республіканських та місцевих) позик, а також облігацій підприємств, державних казначейких зобов’язань, ощадних сертифікатів та векселів.

Крім перелічених видів цінних паперів, що є за своєю економічною природою фіктивним капіталом першого порядку, в практиці фондової біржі широко застосовуються також похідні цінні папери - фіктивний капітал другого і третього порядків. До них належать депозитні свідоцтва і варранти, сертифікати інвестиційних фондів та компаній , опціони і ф’ючерси.

Фондові біржі є дуже специфічними самоврядними інститутами. Тут варто зазначити, що в різних країнах рівень самоврядності фондових бірж різний. Наприклад, в Італії та Японії - це майже державні установи, а у Франції та Німеччині - ринкові інститути, діяльність яких номінально не підпорядковується державі, однак суворо регламентується законодавством і внутрішніми правилами, що відпрацьовувались століттями. Необхідність такого регулювання зрозуміла, адже діяльність фондової біржі має особливе значення не лише для фондового сектора економіки, а й для функціонування економічного механізму країни в цілому.

Як правило, на фондовій біржі котируються цінні папери найреспектабельніших та визнаних компаній, що складають ядро національної економіки. Водночас котирування цінних паперів на фондовій біржі є показником солідності емітента, підтверджує його репутацію і характеризує як надійного партнера. Звідси фондові біржі традиційно встановлюють набагато суворіші і більш досконалі процедури допуску цінних паперів до котирування, що полягають у перевірці господарського та фінансового стану емітентів, а також підвищені вимоги щодо контролю за угодами, які укладаються на біржових торгах.

Значна частина акціонерних компаній об’єктивно не є досить вагомими ланками економічного механізму, бо їхній господарський та фінансовий стан, хоча і може бути високим, не задовольняє вимогам фондових бірж. У цьому випадку вони котирують свої цінні папери на позабіржовому фондовому ринку. Проте невірно було б вважати, ніби в обігу на позабіржовому ринку знаходяться цінні папери якихось "ненадійних", "малозначущих" чи "непристижних" емітентів. Котирування на позабіржовому ринку може означати, що обсяги статутних фондів та господарських оборотів компаній-емітентів є дещо меншими, ніж у тих, цінні папери яких допускаються на фондову біржу. В іншому випадку емітенти, можливо, не бажають з якихось причин бути об’єктом постійного контролю з боку інституту-регулятора або не бажають часто публікувати відомості про свій господарський та фінансовий стан тощо.

Завдяки правовому регулюванню асоціацій ділерів з цінних паперів сучасні позабіржові ринки розвинених країн є досить розгалуженими, оснащеними та ефективними системами. У цьому секторі можуть реалізовуватись значні кількості цінних паперів різноманітних емітентів.

З іншого боку, в умовах розвитку комп’ютерних технологій підвищуються критерії і стандарти щодо обігу цінних паперів на позабіржових фондових ринках, правила участі в позабіржовій взаємодії стають більш чіткими та вимогливими.

Останнім часом окреслилась тенденція до наближення окремих вимог щодо участі в біржовому та позабіржовому ринках. Проте, зазначимо, це вимагає наявності на позабіржовому ринку певних інститутів, які в Україні поки що відсутні. Крім того, емітенти мають бути надійними компаніями з певними перспективами розвитку та посідати міцні господарські і фінансові позиції. Водночас вони повинні слідувати принципу "відкритості" щодо своїх дійсних та потенційних інвесторів.

Таким чином, інститути-регулятори біржового та позабіржового секторів ринку цінних паперів мають виконувати схожі завдання по правовому регулюванню, хоча кожний діє у своїй сфері. В той же час регулюючі заходи в кожній з цих сфер ринку цінних паперів повинні доповнювати одне одного, оскільки загальний стан інституційного правового регулювання залежить від стану відповідного регулювання в секторах фондового ринку. Необхідно проте зазначити, що в переважній більшості країн світу в силу високого рівня організованості саме фондова біржа виступає стабілізуючим фактором ринку цінних паперів.

Як правило, інститути-регулятори здійснюють нормативно-правове регулювання відносин в двох площинах: по-перше, в рамках внутрішнього устрою цих інститутів і, по-друге, в рамках взаємодії між цими інститутами та іншими учасниками ринку цінних паперів, а також взаємодії поміж різними учасниками, які діють, скажімо, на фондовій біржі. В останньому випадку маються на увазі регулятивні заходи, дія яких спрямовується на упорядкування поведінки інших учасників ринку. Наприклад, в Україні при регулюванні відносин між інститутом-регулятором - УФБ - та іншим учасником ринку цінних паперів сторони діють відповідно до "Правил Української фондової біржі". Цими ж Правилами регулюються відносини поміж брокерами фондової біржі з приводу укладання угод. Тобто в зазначених випадках регулювання зі сторони фондової біржі є "зовнішнім".

Централізація як засіб макроекономічного регулювання на світових фінансових ринках - явище не нове (наприклад, моноцентричні схеми організації ринків обміну валют). Але термін "централізація" стосовно ринків фондових цінностей має свою специфіку і не обов’язково визначає масштабність процесу. В межах своєї країни централізуватися можуть як ринки окремих видів і типів фінансових інструментів та локальні ринки по регіонах, так і весь ринок цінних паперів в загальнонаціональному масштабі.

Впровадження в торгову практику принципу централізації ринку (незалежно від масштабів процесу) є найбільш дієвим антимонопольним заходом, що забезпечує рівність позицій для усіх учасників трансакцій - емітентів, інвесторів (приватних, інституційних) та професійних посередників - торговців.

Метою централізованого устрою є, перш за все, попередження можливості монопольного встановлення ціни на цінний папір будьким - торговцем чи емітентом. Тобто будь-який цінний папір має котируватися незалежно від того, чи відбувається первинне розміщення цього паперу, чи він є предметом обігу на вторинному ринку. Лише ринок в усій своїй сукупності учасників визначає, чого вартий той чи інший папір. Отже, централізація розповсюджує методи організаційно оформленого ринку не лише на вторинний обіг, а й охоплює первинне розміщення цінних паперів та обіг термінових фінансових інструментів.

Централізований ринок остаточно розмежовує учасників на некомерційних (інститути) і комерційних (суб’єкти). Інститути (і перш за все головний з них - фондова біржа) не встановлюють ціну, а об’єктивно визначають її. Інститутам заборонено безпосередньо втручатися в комерційну діяльність суб’єктів ринку. Завдання інститутів є забезпечення процесів котирування, виконання операцій і відповідно платежів, обліку й зберігання цінних паперів. В останні десятиріччя однією з найважливіших функцій інститутів є також виведення балансу ринку, причому (в разі надання цим інститутам статусу єдиних національних) можливим і бажанням стає отримання загального балансу в масштабах всієї країни. Наявність такого балансу має не абияке значення для оперативного реагування на коливання кон’юктури як державних інституцій, так і самої громади комерційних учасників ринку.

Щодо суб’єктів ринку, то досягнута на рівні консенсусу згода про добровільне обмеження власних ринкових свобод позбавляє їх (суб’єктів) від незбалансованих, хаотичних дій в умовах нестабільної кон’юктури, зводить до мінімуму ризик як для інвесторів й емітентів, так і для професійних торговців. Централізована модель - щонадійніший засіб попередження кризових ситуацій, підтримання і постійного вирівнювання курсів цінних папер, усунення проявів монополізму окремих суб’єктів ринку.

На фондовій біржі здійснюються:

а)касові операції, по яких цінні папери оплачуються в день вчинення операції або на протязі 1-3 днів. Касові операції звичайно укладають інвестори.

б)термінові угоди — спекулятивні угоди, розрахунки за яки ми виконуються не в день укладання угоди, а через визначений проміжок часу (звичайно в межах одного місяця) по курсах, зафіксованих в момент укладання угоди.

У свою чергу термінові угоди діляться на:

а)тверді угоди — термінові угоди, умови яких не підлягають зміні;

б)умовні угоди — термінові угоди, за яких один з учасників може відмовитися від виконання зобов'язань, сплатив іншому визначену премію. Вони отримали назву — опціон. Такі угоди складають у випадку, якщо спекулянт не має твердої впевненості в зміні ціни цінного паперу.

**1.5 Функція фондової біржі**

В Законі України "Про цінні папери і фондову біржу", в Статуті Української фондової біржі та в її Правилах визначено, що фондова біржа є акціонерним товариством, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та діє на основі вищезазначених законодавчих і нормативних актів на засадах цілісності, централізації та прозорості ринку, його відповідності світовим стандартам фондової торгівлі. Такі принципи забезпечують високі гарантії безпеки, надійності, стабільності і ліквідності ринку цінних паперів в Україні.

Звідси випливає головна функція фондової біржі, що закріплена законодавчо: вона має бути організованим ринком цінних паперів, тобто місцем, де брокери виконують замовлення клієнтів і укладають угоди з купівлі-продажу акцій та облігацій тощо за цінами, що визначаються співставленням попиту і пропозиції.

Відповідно до цієї тенденції та згідно з "Концепцією функціонування і розвитку фондового ринку в Україні", яка схвалена постановою Кабінету Міністрів України, основними елементами та учасниками централізованої системи електронного обігу цінних паперів в Україні є:

1. Українська фондова біржа як єдине місце котирування (визначення курсів) цінних паперів, прийнятих до обігу і котирування на УФБ.
2. Національний депозитарій, який створюється на базі Центрального Депозитарію цінних паперів при УФБ згідно з Указом Президента України "Про електронний обіг цінних паперів та Національний депозитарій". Національний депозитарій забезпечує єдиний в Україні глобальний обіг цінних паперів у формі комп’ютерних (безготівкових) записів на рахунках і працює у межах єдиного програмного забезпечення системи "Біржа - Депозитарій - Клірингбанк.
3. Єдиний Кліринговий банк, який здійснює розрахунки за укладеними угодами з купівлі-продажу цінних паперів, виплати дивідендів, процентів, тощо. Функції клірингового банку виконує Акціонерний банк "Україна".
4. Брокерські контори (брокери), банки-брокери, які зареєстровані на УФБ та є учасниками Національного депозітарію і Клірингового банку. Брокерські контори ведуть рахунки клаєнтів в цінних паперах і грошових коштах, здійснюють біржові угоди з купівлі-продажу та інші біржові операції з цінними паперами.
5. Інші професійні учасники - фінансові посередники, банки, інвестиційні компанії, довірчі товариства, які не є брокерами УФБ, але стають учасниками Національного депозитарію і Клірингового банку в порядку, що встановлюється Біржовою радою. Професійні учасники ведуть рахунки клієнтів в цінних паперах і грошових коштах, а також здійснюють через брокерів біржові угоди з купівлі-продажу та інші біржові операції з цінними паперами.
6. Емітенти, цінні папери яких допущені до обігу й котирування на УФБ, і які є учасниками Національного депозитарію.
7. Інвестори - фізичні та юридичні особи України та інших країн світу, які є клієнтами брокерів, банків, інших фінансових посередників. Тобто особи, які стали чи мають намір стати власниками паперових акцій й облігацій або власниками цінних паперів в записах на рахунках, що котируються на УФБ.
8. Біржова рада, яка здійснює контроль та регулювання діяльності усіх емітентів та учасників централізованої системи електронного обігу цінних паперів, встановлює порядок і правила ринкової взаємодії між учасниками щодо здійснення операцій з цінними паперами, в тому числі виконання укладених угод з купівлі-продажу цінних паперів.

Спрощена схема фондової взаємодії пройшла кількасотлітнє випробування: від етапу зародження акціонерного капіталу та виникнення перших акціонерних компаній до створення акціонерних товариств в сучасних умовах.

Найбільш проста фондова взаємодія відбувається між головними учасниками ринку цінних паперів, тобто між інвесторами та емітентами без участі будь-яких фондових інститутів і посередників.

Вона має таку формулу (рис.1.3.):

ІНВЕСТОРИ - ЕМІТЕНТИ - ГРОШІ - АКЦІЇ.

Рис. 1.3.

Як видно зі схеми, має місце прямий обмін грошових коштів на акції або облігації. В разі, коли засновник (акціонер) вносить до статутного фонду акціонерного товариства майно, будь-які майнові або інтелектуальні права та іншу власність, їх обмін на цінні папери (акції) здійснюється в грошовому еквіваленті. При цьому відбувається зустрічний рух акцій та грошей: від інвестора до емітента в одному напрямі йдуть грошові кошти, в другому напрямі - від емітента до інвестора - надходять цінні папери.

В Законі України "Про цінні папери і фондову біржу", в Статуті Української фондової біржі та в її Правилах визначено, що фондова біржа є акціонерним товариством, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх біржового курсу та діє на основі вищезазначених законодавчих і нормативних актів на засадах цілісності, централізації та прозорості ринку, його відповідності світовим стандартам фондової торгівлі. Такі принципи забезпечують високі гарантії безпеки, надійності, стабільності і ліквідності ринку цінних паперів в Україні.

Звідси випливає головна функція фондової біржі, що закріплена законодавчо: вона має бути організованим ринком цінних паперів, тобто місцем, де брокери виконують замовлення клієнтів і укладають угоди з купівлі-продажу акцій та облігацій тощо за цінами, що визначаються співставленням попиту і пропозиції.

Цілісність та централізація ринку цінних паперів в Україні, які забезпечуються наявністю єдиної фондової біржі - УФБ, єдиного Національного Депозитарію та єдиного Клірингового банку - Акціонерного банку "Україна", а також наявністю широкої розгалуженої мережі брокерських контор і регіональних філій УФБ, в свою чергу створюють можливості для участі і торгах УФБ будь-якого інвестора по всій території України.

Кожен банк, торговець цінними паперами, інвестиційна компанія відповідно до "Положення про Центральний депозитарій цінних паперів при УФБ" можуть бути його учасником, а в наступному, коли, як уже зазначалося, буде здійснено перехід УФБ від діяльності у формі акціонерного товариства до асоційованого членства, кожен з них може стати членом УФБ. Все це надає широкі можливості зосереджувати на УФБ велику кількість замовлень на купівлю чи продаж цінних паперів у будь-який час, з будь-якого куточка України, а згодом з будь-якої країни світу, що, в свою чергу, забезпечує високу ліквідність ринку цінних паперів.

**Котирування** - це визначення курсів цінних паперів, яке здійснюється шляхом зосередження попиту та пропозиції, співставлення лімітів цін замовлень на купівлю і продаж цінних паперів та встановлення оптимальної ціни (курсу дня), при якій виконується найбільша кількість замовлень, здійснюється найбільший обіг цінних паперів. Котирування - це одна з головних функцій фондової біржі і одна з основних біржових операцій.

За наслідками котирування визначається стан ринку саме по кожному окремому цінному паперу.

Після проведення котирування ринок може перебувати в одному із п’яти станів:

1. ринок в абсолютній рівновазі;
2. ринок у неповній рівновазі;
3. ринок, обмежений в нерівновазі;
4. ринок, обмежений попитом або пропозиціями;
5. ринок без котирування.

Кожен із цих станів має такі ознаки:

Ринок в абсолютній рівновазі - всі замовлення на купівлю, обмежувальний курс яких вищий або дорівнює курсу котирування, і всі замовлення на продаж, обмежувальний курс яких нижчий або дорівнює курсу котирування, виконуються повністю.

Ринок у неповній рівновазі - всі замовлення на купівлю, які мають межу вищу, ніж курс котирування, і всі замовлення на продаж, які мають курс нижчий, ніж курс котирування, виконуються повністю; замовлення на купівлю або продаж, курс яких дорівнює курсу котирування, виконуються частково або не виконуються зовсім.

Ринок, обмежений в нерівновазі - усі замовлення на купівлю, які мають межу вищу або тотожну курсу котирування, виконуються в кількості, яка вираховується шляхом застосування процента скорочення. Ринок є відношенням (завжди менше 1) між кількістю заявлених цінних паперів в зворотньому напрямі. Цей процент має бути вищим за рівень, встановлений біржою. Межа процента скорочення в цьому випадку складає 20 відсотків.

Ринок, обмежений попитом або пропозиціями - процент скорочення менший, ніж рівень, встановлений біржою, жодне замовлення не виконується. Біржа публікує індикативний курс.

Ринок без котирування - курс визначити неможливо, біржа не публікує ніякої інформації про стан ринку, крім попереднього курсу.

Для повної характеристики стану ринку вживаються також вісім його тенденцій, які цілком залежать від переваг попиту чи пропозицій. Кожна тенденція має свій номер, який публікується в біржовому бюлетені.

В Україні водночас здійснюється обіг матеріалізованих цінних паперів, тобто паперових акцій і облігацій, та дематеріалізований, або електронний, обіг цінних паперів у формі комп’ютерних (безготівкових) записів на рахунках.

Паперові акції, облігації, інші матеріалізовані цінні папери перебувають в обігові та котируються на електронних торгах в системі електронного обігу цінних паперів, що забезпечується єдиним програмним забезпеченням (біржа - центральний депозитарій - кліринговий банк). Проте як для електронного (безготівкового) обігу, так і для матеріалізованого (паперового) обігу цінних паперів використовується одна технологія проведення котирування - визначення курсів цінних паперів.

Основою для проведення котирування є достатня кількість замовлень на купівлю-продаж цінних паперів, які подаються клієнтами брокерам не пізніше як за один день до початку торгів, для наступної передачі їх брокерами на біржу.

**РОЗДІЛ ІІ. АНАЛІЗ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ**

**2.1 Аналіз короткострокових факторів курсоутворення на ринку акцій України**

Проаналізуємо короткострокові фактори курсоутворення на ринку акцій України. З використанням положень теорії арбітражного ціноутворення досліджено вплив на коливання вартості акцій українських емітентів итаких факторів,як ПФТС-індекс, індекс ринку корпоративних облігацій, обсяги торгів у ПФТС, офіційні обміни курси євро та долара США.

З\*ясування кола факторів, здатних визначати динаміку курсів акцій на різних проміжках часу, належить до ключових проблем фінансової теорії і практики. Адже користувачами такої інформації є не лише фінансові інвестори, що зважають доцільність придбання фінансових активів, а й емітенти,зацікавлені у виборі оптимального моменту виходу на ринок.

Врахування широкого кола факторів, що характеризують розвиток як окремих сегментів фінансового ринку, так і макроекономічного середовища чи конкретних галузей національної економіки, принаймні теоретично мало б сприяти зростанню пояснювальної сили моделі. Однак, попри сподівання, численні модифікації та спроби емпіричної перевірки моделі, здійснені останніми десятиліттями на основі аналізу ринків акцій країн із розвиненими й трансформаційними економіками, не запропонували вичерпного переліку факторів курсоутворення. Ще більше, як випливає із результатів окремих досліджень, навіть для розвинених ринків склад факторів не є усталеним, або ж самі фактори визначають динаміку цін фінансових активів із різною інтенсивністю. Таким чином, можна стверджувати, що механічне перенесення структури адаптованих для зарубіжних ринків моделей на український грунт є небажаним, оскільки, ймовірно, нехтуватиме особливостями національної економіки.

З метою виявлення ключових для ринку акцій України факторів курсоутворення взято до уваги інформацію про результати торгів корпоративними правами десяти компаній, котрі входять до бази обчислення індексу Першої фондової торговельної системи (ПФТС), за період із 10 січня до 28 жовтня 2005 року (табл.1) з тижневим інтервалом. Вибір останнього здійснено виходячи з того, що будь-яка нова інформація автоматично видозмінює поведінку суб'єктів ринку. А відповідно чим більшим є обраний інтервал, тим вищою є ймовірність того, що поворотний момент у динаміці курсу фінансового активу буде втрачено7. Щоправда, короткий інвестиційний горизонт вимагає залишити поза увагою фактори, котрі визначають тенденції курсоутворення здебільшого у тривалій перспективі, а тому наведені нижче результати дослідження не дають змоги виявити межі інтервального ефекту.

Регресійний аналіз впливу обраного кола факторів на зміну цін окремих активів здійснено з використанням такої моделі:

Таблиця 1. **Основні інвестиційні характеристики акцій українських підприємств, що входять до ПФТС-індексу**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Емітент | КОД ПФТС | Кількість спостережень (тижнів) | Сподіваний дохід" | Стандартне відхилення |
| Західенерго | ZAEN | 41 | 0,07 | 4,44 |
| Нижньодніпровський трубопрокатний завод | NITR | 42 | 3,75 | 8,51 |
| Запоріжсталь | ZPST | 42 | 0,15 | 4,35 |
| Укртелеком | UTEL | 42 | 0,05 | 5,55 |
| Укрнафта | UNAF | 41 | 3,15 | 22,24 |
| Стирол | STIR | 42 | 1,66 | 7,55 |
| Київенерго | KIEN | 41 | 0,92 | 5,51 |
| Дніпроенерго | DNEN | 42 | -0,16 | 10,2 |
| Центренерго | CEEN | 42 | -0,28 | 9,64 |
| Донбасенерго | DOEN | 39 | —3,35 | 28,97 |

де rjt— приріст курсової вартості (у %)у-тої акції в момент часу *і,* обчислений на підставі цін останніх угод, за умови, що вони не менші за найкращу ціну купівлі й не більші за найкращу ціну продажу у відповідні моменти часу. Якщо ця умова не виконується, за основу обрахунку береться середнє арифметичне найкращих цін купівлі й продажу;

*PFTSt —* темп приросту (у %) ПФТС-індексу для ринку акцій у момент часу t, використаний як еквівалент доходу ринкового портфеля;

*СВt—* темп приросту (у %) індексу, що описує динаміку ринку корпоративних облігацій, у момент часу /. Врахування цього фактору у моделі не випадкове, оскільки сьогодні цей ринок є реальною альтернативою ринку акцій з точки зору фінансового інвестування. Крім того, присутність окремих акціонерних компаній на ринку облігацій створює додаткове інформаційне поле, що формує сподівання інвесторів. З ініціативи ПФТС в Україні обчислюються два облігаційних індекси — ПФТС- *Cbonds* (характеризує зміну цін корпоративних облігацій із терміном погашення чи найближчої оферти до одного року без урахування накопиченого купонного доходу) та ПФТС-*Cbonds/TR* (відображає умовну вартість аналогічного портфеля, але з умовою, що отримані процентні платежі одразу ж реінвестуються у той самий портфель). З огляду на їхню конструктивну близькість у моделі почергово використовувався тільки один із них;

*Volt —* темп приросту (у *%)* обсягів торгів у ПФТС у момент часу t*.* Цей показник відображає не лише зміну вартості усіх фінансових активів, а й фізичних обсягів їхньої пропозиції на ринку. Його присутність у моделі мала б указати, наскільки ціни окремих акцій визначаються рівнем активності учасників ринку;

*EURt USDt —* темпи приросту (у %) офіційних обмінних курсів євро та долара США у момент часу t*,* встановлюваних Національним банком України. Ці змінні водночас віддзеркалюють вплив як відкритості економіки, так і валютної політики на ринок акцій у цілому та фінансові здобутки окремих емітентів;

*aj* — константа, властива у-тій акції;

— випадкова змінна.

Хоча, як уже зазначалося, в моделі арбітражного ціноутворення безризико-ва процентна ставка не відіграє принципової ролі, дослідження передбачало вивчення й розширеної моделі за участю останньої:

де rft — значення безризикової процентної ставки в момент часу *І,* котру у пропонованому аналізі репрезентує облікова ставка НБУ. Звісно, якби йшлося про побудову одного з варіантів моделі, орієнтованої на вироблення конкретних рекомендацій щодо поведінки приватного інвестора, подібний крок навряд чи був би виправданим. Адже інвестувати, а тим паче позичати кошти з виплатою компенсації у розмірі облікової ставки, він неспроможний. Але оскільки метою подальшого аналізу є передусім фіксація факторів курсоутворення, подібна заміна прийнятна. Статистичну базу дослідження сформовано на підставі оприлюднюваних у мережі Internrt архівних даних компанії "Сократ" про динаміку курсів акцій, інформації ПФТС про тенденції зміни відповідних індексів і обсягів торгів, а також НБУ про встановлені офіційні обмінні курси валют і облікову ставку9.

На першому етапі дослідження з'ясувалося, що з числа змінних, які спроможні впливати на динаміку курсів акцій українських компаній у короткостроковому періоді, можна вилучити темпи приросту обсягів торгів у ПФТС і курсу долара США. Коефіцієнти при відповідних змінних виявилися незначущими (табл. 2—5).

Оскільки в основу дослідження було покладено саме офіційний курс долара США, а не його коливання на готівковому чи міжбанківському ринках, отриманий результат навряд чи може вважатися несподіваним. Адже пропорції обміну "долар США — гривня" перебувають під суворішим контролем із боку НБУ, аніж співвідношення "гривня — євро", а тому коливання офіційного курсу у наперед заданих межах майже не позначається на вартості корпоративних прав. Що ж стосується обсягів торгів, то неістотність їхнього впливу, ймовірно, випливає з того, що аналізувалися акції тільки найліквідніших емітентів, котрі займають окрему нішу на ринку, яка завжди приваблює фінансових інвесторів. Варто також відзначити, що доповнення моделі обліковою ставкою змінювало тільки абсолютні значення коефіцієнтів, залишаючи в силі загальні висновки. Натомість заміна індексу ринку корпоративних облігацій ПФТС-*Cbonds* на ПФТС-*Cbonds/TR* помітно поліпшувала пояснювальну силу моделей для "Київ-енерго" (табл. 3,5).

Таблиця 2. Результати регресійного аналізу факторів курсоутворення у межах моделі (4) (ринок корпоративних облігацій репрезентовано індексом ПФТС-Cbonds)10

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| кодемітента | PFTS | CB | Vol | EUR | USD | R |
| ZAEN | 0,604\* (3,306) | -0,422(-0,101) | =0,0(-0,229) | —0,104(-0,227) | 1,275 (1,068) | 0,263 |
| NITR | 1,492\* (5,958) | -1,533(-0,329) | 0,002 (1,086) | -0,735(—1,036) | -0,971 (-0,525) | 0,52 |
| ZPST | 0,819\* (6,324) | -2,768(—1,199) | 0,001 (0,744) | -0,745\*\*\* (—1,997) | 0,573 (0,624) | 0,55 |
| UTEL | 1,113\* (6,901) | 4,347 (1,49) | =0,0(-0,501) | -0,521(-1,277) | =0,0 (=0,0) | 0,592 |
| UNAF | 0,312 (0,287) | 2,52 (0,135) | 0,005 (0,358) | -2,449(-0,948) | 1,933 (0,281) | 0,031 |
| STIR | 0,407 (1,28) | -1,903(-0,335) | -0,003(-0,684) | 1,6\*\*\* (1,725) | —1,223 (-0,556) | 0,145 |
| KIEN | 0,313 (1,297) | 7,793 (1,375) | 0,002 (0,474) | 0,752 (1,131) | -0,248 (-0,162) | 0,141 |
| DNEN | 1,181\* (2,938) | -4,607(-0,641) | -0,007(-1,177) | -1,36(-1,271) | 3,359 (1,201) | 0,239 |
| CEEN | 0,88" (2,245) | 4,398 (0,654) | 0,004 (1,176) | 0,278 (0,288) | 1,011 (0,37) | 0,176 |
| DOEN | 0,74(0,81) | -61,615\* (-4,83) | -0,005(-0,725) | —3,146(-1,617) | 0,802 (0,219) | 0,548 |

На другому етапі дослідження з моделей послідовно вилучалися ті змінні, коефіцієнти регресії яких виявилися незначущими для окремих емітентів. Зокрема з'ясувалося, що тільки для трьох емітентів ("Запоріжсталь", "Укртелеком" та "Київенерго") курс акцій одночасно визначався двома факторами (табл. 6—7). Ще для шести акціонерних компаній істотне значення мав один фактор, тоді як для "Укрнафти" — жоден із обраних для аналізу. Останнє вочевидь пояснюється тим, що інвестиційна привабливість цього емітента більшою мірою залежить від динаміки ресурсних, а не фінансових ринків. Характерно, що для більшості досліджуваних підприємств серед важливих для курсоутворення факторів опинився індекс ПФТС. Це значною мірою дисонує з основними положеннями арбітражної теорії ціноутворення, котра відводить фондовому індексу вторинну роль. Однак для ринків, що розвиваються, тісний зв'язок курсів ліквідних акцій з індикаторами фінансового ринку загалом є типовим, що підтверджується емпіричними дослідженнями". Щоправда, за інтенсивністю впливу цей фактор не завжди (табл. 6—7) перебуває на першому місці.

Таблиця 3. Результати регресійного аналізу факторів курсоутворення у межах моделі (4) (ринок корпоративних облігацій репрезентовано індексом ПФТС- *Cbonds/TR)*

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Код емітента | PFTS | CB | Vol | EUR | USD | R |
| ZAEN | 0,599\* (3,379) | —1,426 (-0.57) | =0,0 (—0,275) | —0,053 (-0,115) | 1,256 (1,056) | 0,269 |
| NITR | 1,507\* (5,99) | 1,261 (0,355) | 0,003 (1,484) | -0.826 (—1,14) | —0,94 (—0,509) | 0,521 |
| ZPST | 0,795\* (6,099) | —1.329 (—0,762) | 0,002 (0,87) | —0,711"\* (—1,844) | 0,555 (0,597) | 0,539 |
| UTEL | 1,151\* (7,134) | 3,513 (1,669) | -0,001 (-0,589) | —0,61 (-1,485) | 0,04 (0,036) | 0,597 |
| UNAF | 0,329 (0,302) | 0,736 (0,056) | 0,004 (0,337) | —2,454 (-0,938) | 1,933 (0,281) | 0,03 |
| STIR | 0,39 (1,244) | —1,586 (—0,394) | —0,003 (—0,66) | 1,668"\* (1,821) | —1,255 (—0,573) | 0,146 |
| KIEN | 0,379 (1,656) | 6,322\*"\* (1,972) | 0,002 (0,567) | 0,575 (0,906) | -0,126 (—0,085) | 0,185 |
| DNEN | 1,159\* (2,874) | 0,205 (0.039) | -0,006 (-0,975) | —1,441 (-1.314) | 3,39 (1,205) | 0,23 |
| CEEN | 0,916" (2,329) | 3,726 (0,759) | 0,004 (1,186) | 0,214 (0,221) | 1,044 (0,383) | 0,179 |
| DOEN | 0,202 (0,238) | ^\*1,661\* (—5,316) | —0,004 (—0,636) | —1,421 (—0,723) | 0,284 (0,081) | 0,584 |

Таблиця 4. Результати регресійного аналізу факторів курсоутворення у межах моделі (5) (ринок корпоративних облігацій репрезентовано індексом ПФТС-Cbonds)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Код емітента | PFTS | CB | Vol | EUR | USD | R |
| ZAEN | 0,605" (3,308) | -0,499(-0,121) | =0,0(-0,23) | -0,103(-0,226) | 1,269 (1,062) | 0,269 |
| NITR | 1,492\* (5,958) | -1,46(-0,315) | 0,002 (1,098) | —0,737(-1,04) | —0,964 (-0,521) | 0,52 |
| ZPST | 0,819\* (6,324) | -2,753(-1,196) | 0,001 (0,743) | -0,746\*\*\* (-2,0) | 0,571 (0,621) | 0,55 |
| UTEL | 1,113\* (6,898) | 4,316 (1,485) | =0,0(-0,503) | -0,52(-1,273) | 0,002 (0,001) | 0,591 |
| UNAF | 0,312 (0,287) | 2,424 (0,13) | 0,005 (0,356) | —2,448(-0,948) | 1,922 (0,279) | 0,03 |
| STIR | 0,406 (1,279) | -1,815(-0,32) | -0,003(-0,685) | 1,603\*\*\* (1,726) | —1,215 (-0,552) | 0,145 |
| KIEN | 0,313 (1.297) | 7,727 (1,374) | 0,002 (0,472) | 0,752 (1,131) | —0,241 (-0,157) | 0,141 |
| DNEN | 1,181\* (2,938) | —4,507 (-0,629) | -0,007(-1,172) | -1,362(-1,272) | 3,37 (1,204) | 0,239 |
| CEEN | 0,881\*\* (2,247) | 4,514 (0,675) | 0,004 (1,176) | 0,282 (0,292) | 1,037 (0,38) | 0,177 |
| DOEN | 0,741(0,809) | -61,374\* (-4,804) | -0,005(-0,719) | -3,192(-1,638) | 0,808 (0,22) | 0,546 |

Таблиця 5. Результати регресійного аналізу факторів курсоутворення у межах моделі (5) (ринок корпоративних облігацій репрезентовано індексом ПФТС- *Cbonds/TR)*

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Код емітента | PFTS | CB | Vol | EUR | USD | R |
| ZAEN | 0,598\* (3,379) | -1,446(-0,583) | =0,0(-0,276) | -0,053(-0,115) | 1,25(1,051) | 0,269 |
| NITR | 1,507\* (5,992) | 1,284 (0,364) | 0,003 (1,489) | -0,827 (-1,142) | -0,934(-0,505) | 0,521 |
| ZPST | 0,795\* (6,102) | -1,321(-0,76) | 0,002 (0,87) | -0,711\*\*\* (-1,847) | 0,554 (0,596) | 0,539 |
| UTEL | 1,15\* (7,131) | 3,485 (1,662) | -0,001 (-0,591) | -0,608 (-1,481) | 0,039 (0,035) | 0,597 |
| UNAF | 0,328 (0,302) | 0,693 (0,053) | 0,004 (0,337) | —2,453 (-0,938) | 1,921 (0,279) | 0,03 |
| STIR | 0,39 (1,246) | -1,536 (-0,383) | -0,003 (-0,661) | 1,668\*\*\* (1,82) | —1,245 (-0,567) | 0,146 |
| KIEN | 0,379 (1,653) | 6,281\*\*\* (1,968) | 0,002 (0,565) | 0,577 (0,908) | -0,123(-0,083) | 0,185 |
| DNEN | 1,159\* (2,875) | 0,236 (0,045) | -0,006(-0,973) | —1,441 (-1,314) | 3,404 (1,209) | 0,23 |
| CEEN | 0,916\*\* (2,332) | 3,774 (0,772) | 0,004 (1,186) | 0,217 (0,223) | 1,068 (0,392) | 0,18 |
| DOEN | 0,204 (0,24) | -41,52\* (-5,292) | -0,004(—0,633) | -1,46(-0,741) | 0,298 (0,085) | 0,582 |

Врешті, тільки в окремих випадках незалежні змінні виявилися спроможними пояснити коливання курсів акцій більш як на 50 %. Цей факт досить важко витлумачити однозначно. З одного боку, низьке у середньому значення коефіцієнта детермінації може бути результатом урахування в дослідженні вузького кола факторів. А тому розширення масиву незалежних змінних за рахунок, наприклад, міжнародних чи регіональних фондових індексів, цін на ключові природні ресурси, темпів приросту виробництва в окремих галузях економіки тощо у перспективі мало б забезпечити краще уявлення про фактори курсоутворення на українському ринку акцій.

З другого боку, далеке від одиниці *R2* можна розглядати як свідчення істотного внеску в динаміку курсу акцій несистематичних факторів. Інакше кажучи, специфічна інформація про потенціал чи прорахунки конкретного підприємства засвоюється ринком так швидко, що дає змогу фінансовим інвесторам приймати рішення щодо купівлі або продажу фінансових активів, не оглядаючись на загальні тенденції розвитку економіки. Хоча подібна ідея ще потребує підтвердження чи спростування, відкидати її не слід, принаймні зважаючи на досвід країн Європи, США та Японії. Так, дослідження, що спиралося на статистичну вибірку з 4051 підприємства із 17 країн, продемонструвало, між іншим, зниження внеску систематичних факторів у ціноутворення на акції у 2000—2004 роках порівняно з1990—1994 та 1995—1999 роками у таких країнах, як Австрія, Фінляндія, Ірландія і, частково, Португалія. Натомість у Греції, Італії та Швеції несистематична складова вартості акцій залишається меншою, поступаючись перед такими чинниками, як національний, європейський, американський тощо фондові індекси13.

Тобто ринок у згаданих країнах загалом не відображає корисної для інвестора властивої окремим підприємствам інформації. Викладене вище дає підстави стверджувати, що модель арбітражного ціноутворення як інструмент дослідження факторів курсоутворення на ринку акцій України, попри відомі вади, має чималі перспективи. Для їхньої реалізації, окрім збільшення числа аналізованих незалежних змінних, очевидно, треба розширити статистичну базу дослідження,

додавши до аналізу акції емітентів, що не входять до складу фондового індексу. Крім того, поряд із збільшенням тривалості спостережень (імовірно, дасть змогу виявити ефекти сезонності та вплив коливань облікової ставки НБУ) варто розглянути як коротші, так і довші інвестиційні горизонти з метою встановлення можливих меж інтервального ефекту.

Не слід забувати також і про необхідність пошуку змістовних тлумачень отриманих кількісних залежностей, що потребуватиме ретельнішого вивчення практики господарювання емітентів акцій. Врахування викладених аспектів уможливило б урешті отримання максимально цілісної картини факторів короткострокових коливань вартості акцій українських компаній.

Таблиця 6. Результати регресійного аналізу факторів курсоутворення, отримані внаслідок поетапного вилучення змінних із незначущими коефіцієнтами з моделі (4)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Код емітента | PFTS | CB | EUR | R |
| ZAEN | 0,573\* | - |  | 0,236 |
|  | (3,469) |  |  |  |
|  | 1,462\* | - | - | 0,469 |
| NITR | (5,947) |  |  |  |
|  | 0,805\* |  | -0,744\*\* | 0,513 |
| ZPST | (6,314) |  | (-2,052) |  |
|  | 1,074\* | 4,87\*\*\* |  | 0,567 |
| UTEL | (6,869) | (1,808) |  |  |
|  | 1,106\* | 3,462"\* | - | 0,564 |
| UTEL | (7,018) | (1,725) |  |  |
|  |  |  | 1,661\*\*\* | 0,085 |
| STIR |  |  | (1,928) |  |
| KIEN | 0,377\*\*\* | 6,248\*\*\* | - | 0,156 |
|  | (1,699) | (1,999) |  |  |
|  | 1,007\*\* |  |  | 0,139 |
| DNEN | (2,541) |  |  |  |
|  | 0,907\*\* |  |  | 0,128 |
| CEEN | (2,418) |  |  |  |
| DOEN | - | -66,786\* | - | 0,579 |
|  |  | (-6,051) |  |  |
| DOEN | - | -44,679\* | - | 0,571 |
|  |  | (-7,012) |  |  |

Таблиця 7. Результати регресійного аналізу факторів курсоутворення, отримані внаслідок поетапного вилучення змінних із незначущими коефіцієнтами з моделі (5)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Код емітента | PFTS | CB | EUR | R |
| ZAEN | 0,573\* | - |  | 0,236 |
|  | (3,469) |  |  |  |
|  | 1,462\* | - | - | 0,469 |
| NITR | (5,948) |  |  |  |
|  | 0,805\* | - | —0,745\*\* | 0,513 |
| ZPST | (6,315) |  | (—2,052) |  |
|  | 1,075\* | 4,874\*\*\* | - | 0,567 |
| UTEL | (6,869) | (1,81) |  |  |
|  | 1,106\* | 3,444\*\*\* |  | 0,564 |
| UTEL | (7,017) | (1,722) |  |  |
|  |  | - | 1,664\*\*\* | 0,085 |
| STIR |  |  | (1,93) |  |
| KIEN | 0,376\*\*\* | 6,207\*\*\* |  | 0,155 |
|  | (1,696) | (1,995) |  |  |
|  | 1,007\*\* |  |  | 0,139 |
| DNEN | (2,542) |  |  |  |
|  | 0,907\*\* |  |  | 0,128 |
| CEEN | (2,419) |  |  |  |
| DOEN |  | -66,595\* |  | 0,494 |
|  |  | (-6,013) |  |  |
| DOEN | - | —44,6" |  | 0,568 |
|  |  | (-6,981) |  |  |

**Висновки**

Розвиток ринку цінних паперів у нашій країні оцінюється вкрай неоднозначно. У широкому спектрі думок з цього приводу існують офіційні та неофіційні, оптимістичні та песимістичні, обґрунтовані, та необґрунтовані оцінки.

В умовах економіки перехідного періоду, що характеризується нерозвиненістю відносин власності, формування ефективної струк- тури ринку цінних паперів є взагалі дуже складним завданням.

о проблема перереєстрації та надання гарантій щодо доставки цінних паперів;

о відсутність механізму "поставки проти платежу", внаслідок чого левову частку угод здійснюють на умовах передоплати або поставки;

о нереалізованість належною мірою на практиці функцій Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку;

о незначні обсяги продажу цінних паперів на фондових і валютних біржах;

о нерозвиненість вторинного ринку;

о відсутність належної інфраструктури;

оневизначеність правового забезпечення механізмів котирування цінних паперів, тобто відсутність нормальної системи ціноутворення;

о відсутність заборони спекуляції на різниці курсів цінних паперів однієї емісії в різних регіонах;

о невизначеність статусу біржового контракту як документа, що послаблює правові основи для обліку та переоформлення прав власності в реєстрах і депозитаріях;

о відсутність стандартів і технічного забезпечення повідомлень про укладену угоду між торговельними системами та іншими інститутами ринку в режимі, що не перевищує *Т+* 5 (режим, за якого гроші в обмін на цінні папери реально повинні бути поставлені с тронами угод на п'ятий день після її укладення).

Ось чому поки що мрією залишається інтеграція України в міжнародний ринок цінних паперів.

Формування вітчизняного ринку цінних паперів перебуває під впливом багатьох факторів: рівень інфляції, розмір емісії і термін погашення цінних паперів: величина платоспроможного попиту інвесторів; значення облікової ставки НБУ; величина прибутковості окремих інструментів до українських цінних паперів; рівень державного контролю за діяльністю на національному фондовому ринку вітчизняних та іноземних інвесторів, швидкість і легкість переходу прав власності на цінні папери, якість системи розрахунків за угодами з цінними паперами; рівень підготовки професійних учасників фондового ринку; наявність необхідної інфраструктури; надійність захисту прав інвесторів тощо.

Україна має значний потенціал залучення величезних потоків капіталу, але тут вона вступає в глобальну конкуренцію з країнами Центральної та Східної Європи, Азії та Південної Америки. В Україну тільки почали пробиватися струмочки іноземного капіталу у вигляді стратегічної участі, а не як звичайні портфельні інвестиції, їх принесли західні фонди венчурного капіталу, а не потрібні нам інвестори з середнім рівнем доходу, які впевнені в довготерміновості своїх вкладів. Результатом цього є те, що український ринок акцій усе ще залишається поза рамками нових ринків Центральної та Східної Європи. За оцінками експертів, українські акції і досі сприймаються іноземними інвестиційними інституціями як екзотичні і становлять незначну (якщо взагалі якусь) частку їхніх портфелів. Це є наслідком того, що до останнього часу не виставлено для продажу акції першорозрядних підприємств. Крім того, бракує безпечного здійснення операцій на фондовому ринку, недорогої і надійної реєстрації, схоронності трансакцій.

Це свідчить про те, що Україна ще не створила достатніх умов довіри як для наших, вітчизняних, так і закордонних інвесторів, коли інвестиційні можливості поєднуються з ясною та надійною структурою ринку цінних паперів.

Вихід України із кризи, стабілізація економічного становища, підвищення добробуту людей неможливі без розвиненого ринку цінних паперів. А для цього, крім подолання гіперінфляції, необхідне здійснення ряду невідкладних заходів. До першочергових тут можна віднести:

1. прискорити процеси приватизації перш за все шляхом корпоратизації та акціонування державної власності;
2. здійснити випуск і обіг державних всеукраїнських та муніципальних цінних паперів, відновивши довіру до них з боку населення;
3. на державному рівні вирішити комплекс питань щодо вільного обігу в Україні цінних паперів іноземних компаній, купівлі українських цінних паперів іноземними інвесторами;
4. привести чинне законодавство у відповідність з потребами сьогоднішнього функціонування та подальшого розвитку українського фондового ринку;
5. більш ефективно використовувати наявні можливості структур, що вже працюють на національному ринку цінних паперів, насамперед Української фондової біржі з її інфраструктурою;
6. законодавчо передбачити гарантії держави по збереженню грошових заощаджень населення;
7. створити державні органи управління і контролю за функціонуванням ринку цінних паперів.
8. здійснення тих чи інших заходів дозволить прискорити формування в Україні ринку цінних паперів.

Саме централізований та регульований ринок стає універсальним механізмом, за допомогою якого врегульовуються не лише економічні, а й соціальні і навіть політичні відносини. В макроекономічному плані він дозволяє державним органам завдяки отриманню щоденного загального балансу ринку безпосередньо контролювати його стан і своєчасно попереджати кризові ситуації. Стабільність ринку сприятиме зміцненню довіри населення до цінних паперів, залучить іноземних інвесторів, а наявність єдиного центру котирування створить сприятливі умови для здорової конкуренції торговців з одночасним збереженням гарантій для інвесторів та емітентів.

У той же час ринок цінних паперів сам по собі притягує зростаючі капітали суспільства.

Інтернаціоналізація ринку цінних паперів означає, що національний капітал переходить кордони країн, формується світовий ринок цінних паперів, у відношенні до якого національні ринки стають другорядними.

Інвестор із будь-якої країни має можливість вкладати свої вільні кошти в цінні папери, які обертаються в інших країнах. Ринок цінних паперів приймає глобальний, всесвітній характер. Національні ринки — це складові частини глобального всесвітнього ринку цінних паперів. Торгівля на такому глобальному ринку ведеться безперервно та скрізь. Його основу складають цінні папери транснаціональних компаній.

Українська фондова біржа починає виконувати функцію інституту-посередника, який за своїм статусом має гармонізувати інтереси держави, з одного боку, юридичних і фізичних осіб - учасників ринку цінних паперів, з іншого. Узгодження цих інтересів допоможе державі виконувати в повній мірі функції упорядника суспільних відносин, який відповідає за обрання пріоритетів розвитку суспільства, його прогресивну розбудову. При цьому суб’єкти ринку цінних паперів матимуть можливість впливати на рішення держави щодо правового регулювання ринкових відносин у сфері мобілізації капіталів. Через УФБ вони можуть доводити до відома державних органів інформацію про проблеми, які виникають на ринку цінних паперів і потребують втручання держави.

Крім того, УФБ як структура, що поєднує і гармонізує інтереси держави та населення (інститутів ринку цінних паперів), покликана створювати умови для зменшення можливостей виникнення соціальної напруги, насамперед шляхом використання потенціалу ринку цінних паперів для припинення інфляційних процесів, стабілізації державного бюджету.

Акумуляція наявних в обігу грошових знаків не лише сприяє поліпшенню бюджету і усього фінансового стану України, а й одночасно створює можливості виходу цінних паперів українських підприємств на світовий фондовий ринок - залучення в економіку України іноземних інвестицій. Ефективності такій системі додає високий ступінь надійності і безпеки централізованого ринку цінних паперів та електронний обіг цінних паперів.

Організація українського ринку цінних паперів за централізованою моделлю дозволить Україні без додаткових зусиль щодо об’єднання первинного та вторинного ринків, упорядкування позабіржової торгівлі в різних формах увійти в європейську та світову системи ринків цінних паперів. Використання програмного забезпечення за європейськими зразками дозволяє органічно і швидко адаптувати український ринок до європейських систем, створити ідентичні західним умови для іноземних інвесторів, полегшити вітчизняним підприємцям вихід у світовий фінансовий простір.

Встановлення безпосередніх зв’язків та ділового партнерства з фондовими біржами, іншими фінансовими інститутами розвинутих країн УФБ здійснює на основі міжурядових та між біржових угод, що мають на меті відкриття й сприяння діяльності закордонних брокерських організацій і їх представництв в Україні, відкриття представництв УФБ за кордоном, обмін інформацією, необхідною для співпраці, включення у європейські та світові інформаційні системи.

**Список використаної літератури**

1. Закон України "Про цінні папери і фондову біржу (1991)" Мінфін України № 04-305 від 30.09.1991 р.
2. Колесник В.В. Ринок цінних паперів і принципи правового регулювання. К., 1993 р.
3. В.В.Оскольський. Фондовий ринок України. К., УФБ - "Скарбниця", 1994 р.
4. Закон України "Про цінні папери і фондову біржу (1991)" Мінфін України № 04-305 від 30.09.1991 р.
5. Цінні папери в Україні. К., УФБ, 1993 р.
6. Алексеев Ю.И. Рынок ценных бумаг. М., 1992 г.
7. Постанова Кабміну від 29.04.1994 р. № 277 "Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні".
8. В.М.Опарін. Фінанси. К., 1999 р.
9. Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. К., ФЕНИКС, 1997 г.

10.Науково-теоретичний та інформаційно-практичний журнал "Фінанси України" №11/2006р.