

КИЇВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ТОРГОВЕЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

УСТІЛЬГОВА АСЕТ ОРСМАКІВНА

ПОСЕРЕДНИЦЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ НА РИНКУ  
ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Спеціальності 08.07.05 - економіка торгівлі та  
послуг

08.04.02 - державні фінанси і податки

Автореферат дисертації на здобуття наукового  
ступеня кандидата економічних наук

Київ - 1995

1732.100  
Робота виконана в Київському державному торговельно-економічному університеті на кафедрі економіки і менеджменту готельного господарства

Науковий керівник: Доктор економічних наук,  
професор ВОЛОШУК Г.О.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук,  
професор КОЗАК В.Б.  
кандидат економічних наук,  
доцент ШУЛЬГА Н.П.

Провідна організація: Українська фондова біржа

Захист дисертації відбудеться "20" квітня 1995 р.  
о 14 годині на засіданні спеціалізованої ради Д 01.28.02  
в Київському державному торговельно-економічному університеті  
за адресою 253156, м.Київ, вул. Кіото, 19.

З дисертацією можна ознайомитись в бібліотеці Київського  
державного торговельно-економічного університету.

Автореферат розісланий "17" березня 1995 р.

Вчений секретар спеціалізованої  
ради, кандидат економічних наук,  
доцент

*Шельга*  
Н.І.Морозова

Устільгова Асет Орсмаківна

ПОСЕРЕДНИЦЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ  
НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Підп. до друку 10.03.95. Формат 60x84/16. Папір друк.  
Офс.друк. Ум.друк.арк. 1,05. Ум.фарбо-відб. 1,17.  
Обл.-вид.арк. 1,00. Тираж 100 пр. Зам. 53.

РВВ КДТЕУ Дільниця оперативного друку  
253156, Київ-156, вул.Кіото, 19

ЛНБ України ім.В.Стефаніка



00760311 (1)

ЛНБ ім. В. Стефаніка  
АН України

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність.** Одним з найважливіших проблем сучасного етапу розвитку економіки України є перехід від централізованих командно-адміністративних методів керівництва до ринкових товарно-грошових відносин. Його успішне здійснення розглядається не тільки як основна умова підйому народного господарства на принципово новий науково-технічний і організаційно-економічний рівень, переводу його на шлях інтенсивного розвитку, підвищення продуктивності праці, якості продукції, ефективності виробництва, орієнтації на безпосереднє задоволення суспільних потреб, але і як головна передумова усунення кризових явищ, укріплення суверенітету і незалежності України.

Одним з основних умов переходу від директивних систем управління до ринкових відносин є створення багатуукладної економіки, коли на рівних правах співіснують державна, колективна і приватна власність. Розвиток вітчизняної економіки зараз стримує монополізм в виробництві і розподілі. Монополізм в виробництві викликає низьку якість продукції, спад виробництва, зменшення номенклатури виробів, відсутність прагнення до використання досягнень науково-технічного прогресу, небажання враховувати запити споживачів, в кінцевому рахунку - диктат цін і їх високий рівень при низькій якості товарів /продукції/. Не менш пагубний монополізм і в розподілі: вже стала звичною відсутність необхідного сервісу в сфері обслуговування, орієнтації на людину. "Підвищення життєвого рівня є проблемою не стільки розподілу, - писав Людвіг Ерхард, - скільки виробництва, точніше продуктивності. Рішення лежить не в розподілі, а в збільшенні національної продукції. Ті, хто своєю увагою приділяє проблемам розподілу, завжди приходять до помилкового бажання розподіляти більше, ніж у змозі виробити народне господарство".

Як показав світовий та історичний досвід розвитку суспільства здорове функціонування соціальних систем базується на приватній власності на засоби виробництва. Навіть в найкращі роки і відповідно "лукавим" цифрам офіційної статистики, продуктивність праці в колишньому СРСР становила приблизно 60 % до рівня США, підприємства НДР завжди поступалися по ефективності і якості західнонімецьким, північнокорейським-південнокорейським і т.д.

Яскравим прикладом цього є те, що трудівники колишнього Союзу на протязі трьох поколінь одержували всього 7-8 % від істинної вартості виконаних робіт, в той час як працівники США одержували 70 % вартості робіт.

Виходячи з вищесказаного, одним з основних напрямків реформування економіки України є приватизація державних підприємств. Згідно з державною програмою приватизації майна державних підприємств України, основною формою приватизації середніх і великих підприємств є акціонування. Доцільність використання акціонерної форми власності при приватизації підприємств полягає в тому, що акціонування забезпечує:

по-перше, залучення тимчасово вільних грошових коштів для створення нових, розширення і модернізації діючих виробництв, тобто можливість різкого збільшення інвестицій за рахунок залучення вільних капіталів дрібних інвесторів;

по-друге, дія механізму "переливу" капіталу із малоефективних галузей і підприємств в більш ефективні галузі і виробництва;

по-третє, за допомогою акцій власники капіталу, зацікавлені в його найбільш ефективному використанні, здійснюють контроль за якістю управління належних їм виробничих організацій.

Однак акціонування підприємств, які приватизуються, не може дати необхідний соціально-економічний ефект без створення ринку цінних паперів.

Для функціонування розвиненого ринку цінних паперів в Україні перш за все необхідно створити його інфраструктуру, основними складовими якої є такі посередницькі структури як фондові біржі, інвестиційні фонди, інвестиційні і трастові компанії.

В процесі переходу до ринкової економіки посередницькі структури повинні стати одним з найважливіших інструментів реальної приватизації і організації фондового ринку в Україні.

Як показали результати обстежень заново створюваних акціонерних товариств в Росії і Україні існує дуже багато проблем юридичного, організаційного і економічного характеру, з якими посередницькі структури стикаються в процесі своєї діяльності, без рішення яких не може ефективно функціонувати ринок цінних паперів.

В процесі проведеного аналізу було виявлено, що розвиток по-

середницької діяльності на ринку цінних паперів Росії та України гальмує перш за все недосконала законодавча база, великі складності пов'язані з випуском самих цінних паперів, веденням реєстру акціонерів, розміщенням цінних паперів з одного боку; а з іншого, відсутністю належного контролю за діяльністю фінансових посередників з боку держави, очолення багатьох фінансово-посередницьких структур неспеціалістами або спеціалістами, які не мають достатнього досвіду. За допомогою авантюрної реклами таким фінансовим посередникам в Росії, Україні і інших країнах СНД вдалося шляхом обману присвоїти великі грошові кошти. Це історія з "МММ", "Фін-Форт-Трейдінг", "Технічний прогрес" і багатьма іншими в Росії, з "Укрбудтраст", "Іл'яс-Траст", "Алькор-Траст", "Фінтраст" та іншими в Україні /станом на 01.01.95 р. в Україні нараховується близько 20 таких трастових компаній/.

Однак, огляд спеціальної літератури показав, що незважаючи на актуальність проблеми до теперішнього часу ні в Росії, ні в Україні наукових досліджень, присвячених проблемі функціонування фінансових посередників на ринку цінних паперів, не проводилось.

Теоретична нерозробленість і практична значущість удосконалення посередницької діяльності на ринку цінних паперів України визначили вибір даної теми дисертаційного дослідження і її актуальність.

Метою дослідження є комплексне дослідження питань, пов'язаних зі створенням, становленням і подальшим розвитком посередницької діяльності на ринку цінних паперів України і Росії, розробка рекомендацій по створенню і ефективному функціонуванню посередницьких структур в процесі створення та функціонування фондового ринку України.

Відповідно з метою досліджень в дисертаційній роботі розглядалися і вирішувалися такі задачі:

визначення суті інфраструктури ринку цінних паперів, її складу, місця і значення;

узагальнення досвіду розвитку посередницької діяльності на ринку цінних паперів в країнах з розвиненими ринковими відносинами;

аналіз існуючих форм посередницької діяльності в країнах СНД;

визначення тенденцій розвитку посередницької діяльності на фондовому ринку України і Росії;

порівняння існуючих методик визначення ліквідності цінних паперів;

удосконалення методики визначення ліквідності цінних паперів;  
розробка рекомендацій і пропозицій по створенню, розвитку і підвищенню ефективності різноманітних форм посередницької діяльності на ринку цінних паперів.

Об'єктом дослідження є ряд акціонованих підприємств, фондові біржі Москви /Московська центральна фондова біржа, Московська міжнародна фондова біржа/ і Українська фондова біржа, а також ряд трастових компаній /довірчих товариств/, інвестиційних фондів України і Росії.

Предметом дослідження є діяльність фінансових посередників на ринку цінних паперів.

Теоретичною і методичною основою дослідження були закони України, постанови Верховної Ради і Кабінету Міністрів України, укази Президента України по створенню і розвитку посередницьких структур фондового ринку, окремі матеріали уряду Російської Федерації, а також внутрішні правила фондових бірж і інвестиційних інститутів, праці закордонних і вітчизняних вчених і практиків, а також матеріали наукових конференцій.

Емпіричною базою послужили результати безпосередньо проведених автором досліджень на фондових біржах, в інвестиційних фондах і трастових компаніях Росії і України і дані з економічної літератури про діяльність посередницьких структур країн з розвинутою ринковою економікою.

В процесі досліджень застосовувались статистичні методи /метод групування, порівняння/, експертні методи /комбіновані методи в поєднанні з математичною обробкою/ оцінки і ін.

Наукова новизна дисертаційної роботи полягає в наступному: визначено місце і значення діяльності посередницьких структур ринку цінних паперів в процесі приватизації державних підприємств; обґрунтована сутність і необхідність створення ринку цінних паперів;

визначено місце і значення інфраструктури ринку цінних паперів; науково обґрунтована сутність інфраструктури ринку цінних паперів;

на основі аналізу існуючих форм визначені тенденції розвитку посередницької діяльності на фондових ринках України і Росії;

розроблена методика визначення ліквідності цінних паперів в умовах ринку цінних паперів, що формується.

Практичне значення результатів досліджень полягає в тому, що на основі теоретичних розробок і аналізу діяльності суб"єктів посередницької діяльності на ринку цінних паперів розроблені конкретні рекомендації і пропозиції по подальшому їх розвитку і підвищенню ефективності, зокрема по ефективному розміщенню цінних паперів як першої, так і другої емісії, обґрунтовані пропозиції про доцільність формування вторинного ринку акцій акціонерних товариств, які створюються на основі підприємств, що приватизуються; розроблені пропозиції по посиленню захисту інтересів інвесторів інвестиційних фондів і компаній, а також довірителів трастових компаній; розроблена система контролю за діяльністю посередницьких структур як на первинному ринку цінних паперів, так і на вторинному фондовому ринку.

Ряд рекомендацій, в розробці яких приймав участь автор, впроваджені в практику в процесі створення ринку цінних паперів на Україні і організації посередницької діяльності фондового ринку. Практичне застосування знайшли рекомендації по здійсненню приватизації готелю "Дніпро" м.Київ, в розробці яких приймав участь автор /довідка № 82 від 28.05.94 р./.

Запропонована автором методика визначення ліквідності цінних паперів знайшла застосування в Українсько-американському довірчому товаристві з додатковою відповідальністю "Флорида-Траст" /довідка № 5 від 14.06.94 р./ і довірчому товаристві з додатковою відповідальністю "Різноекспорт-Траст" / довідка № 14 від 25.11.94 р./.

Апробація роботи. Основні положення дисертаційної роботи доповідались на міжнародній науковій конференції "Актуальні проблеми розвитку торгівлі, готельного господарства і туризму в умовах ринкових відносин" /Київ, 21-23 квітня 1993 р./, науковій конференції професорсько-викладацького складу і аспірантів Київського торговельно-економічного інституту по результатам наукових досліджень за 1993 р. /Київ, 1994 р./, на міжнародній науково-практичній конференції "Розвиток масового харчування, готельного господарства і туризму в умовах ринкових відносин" /Київ, 19-20 жовтня, 1994 р./.

Публікації. По темі дисертаційного дослідження є 5 публікацій загальним обсягом І,2 д.а.

Структура і обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків і пропозицій, списку літератури і додатків.

Робота містить 177 аркушів друкованого тексту, ілюстрована 28 таблицями, 16 малюнками. Список використаної літератури нараховує 138 найменувань. В роботі є 4 додатки.

### Структура дисертації.

Вступ.

Глава I. Значення і місце посередницької діяльності на ринку цінних паперів.

- I.1. Об'єктивна необхідність створення ринку цінних паперів в період переходу до ринкової економіки.
- I.2. Суть, значення, місце і склад інфраструктури ринку цінних паперів.
- I.3. Посередницька діяльність на ринку цінних паперів в країнах з розвиненими ринковими відносинами.

Глава II. Сучасний стан посередницької діяльності на ринку цінних паперів на Україні і в країнах СНД.

- 2.1. Існуючі форми посередницької діяльності на ринку цінних паперів в період переходу до ринкової економіки.
- 2.2. Тенденції розвитку посередницької діяльності на ринку цінних паперів.
- 2.3. Аналіз існуючих методик визначення ліквідності цінних паперів.

Глава III. Основні напрямки розвитку і підвищення ефективності посередницької діяльності на ринку цінних паперів.

- 3.1. Підвищення зацікавленості продавця та посередника в прискоренні оборотності цінних паперів.
- 3.2. Удосконалення методики визначення ліквідності цінних паперів.
- 3.3. Посилення контролю за посередницькою діяльністю на ринку цінних паперів.

Висновки і пропозиції.

Список використаної літератури.

Додатки.

## ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

Однією з основних умов переходу до ринкової економіки є приватизація підприємств державної власності. Приватизація покликана відродити приватну власність як основу підприємництва, відродити конкуренцію, яка дозволить підвищити продуктивність і ефективність праці, якість виготовленої продукції та надання послуг.

Відповідно до законодавства України для великих і середніх підприємств основним засобом приватизації є акціонування. Однак, результати обстеження процесу роздержавлення в Росії та Україні показали, що існує велика кількість юридичних та економічних проблем, пов'язаних з приватизацією державних підприємств.

Одним з основних факторів, що стримують проведення швидкого роздержавлення середніх і великих підприємств в Україні, є відсутність цивілізованого фондового ринку і соціально ефективної посередницької діяльності на цьому ринку.

Відсутність досвіду акціонування підприємств, недостатня економічна освіченість населення, особливо сільського, дуже слабка поінформованість населення щодо розподілу і виділення приватизаційних майнових сертифікатів гальмує розвиток ринку цінних паперів України. В процесі приватизації державних підприємств кожному громадянину України надане право на безкоштовне отримання частини державного майна по вільному вибору на суму приватизаційних коштів - 1,05 млн.крб., що за станом на 01.03.95 р. становить всього лише 7 доларів. Однак, за нашими розрахунками реальна вартість одного приватизаційного сертифікату значно перевищує фактичну, так як за цим стоять реальні матеріальні цінності і дуже великий природно-економічний потенціал України.

Як зазначалося у доповіді президента України Л.Д.Кучми в 1995 р. проходитиме масова приватизація підприємств, особливо це відноситься до підприємств торгівлі, готельного господарства і побутового обслуговування. Відповідно з указом президента України "Про заходи щодо забезпечення прав громадян по використанню приватизаційних майнових сертифікатів" в 1995 році повинні бути приватизовані не менше 8 тисяч великих і середніх підприємств державної власності. Передбачається передати громадянам України за приватизаційні кошти 70 % державної власності, яка підлягає приватизації.

Однак приватизація державних підприємств шляхом залучення приватизаційних майнових сертифікатів без створення ринку цінних паперів і посередницьких структур фондового ринку неможлива.

В сучасній економічній літературі до цього часу немає єдиної думки з приводу визначення ринку цінних паперів. Критично оцінивши існуючі визначення в українській і російській економічній літературі, автор прийшов до висновку, що під ринком цінних паперів слід розуміти економічні відносини, які виникають в процесі залучення вільних коштів юридичних і фізичних осіб, за допомогою обертання цінних паперів у відповідності з діючим законодавством.

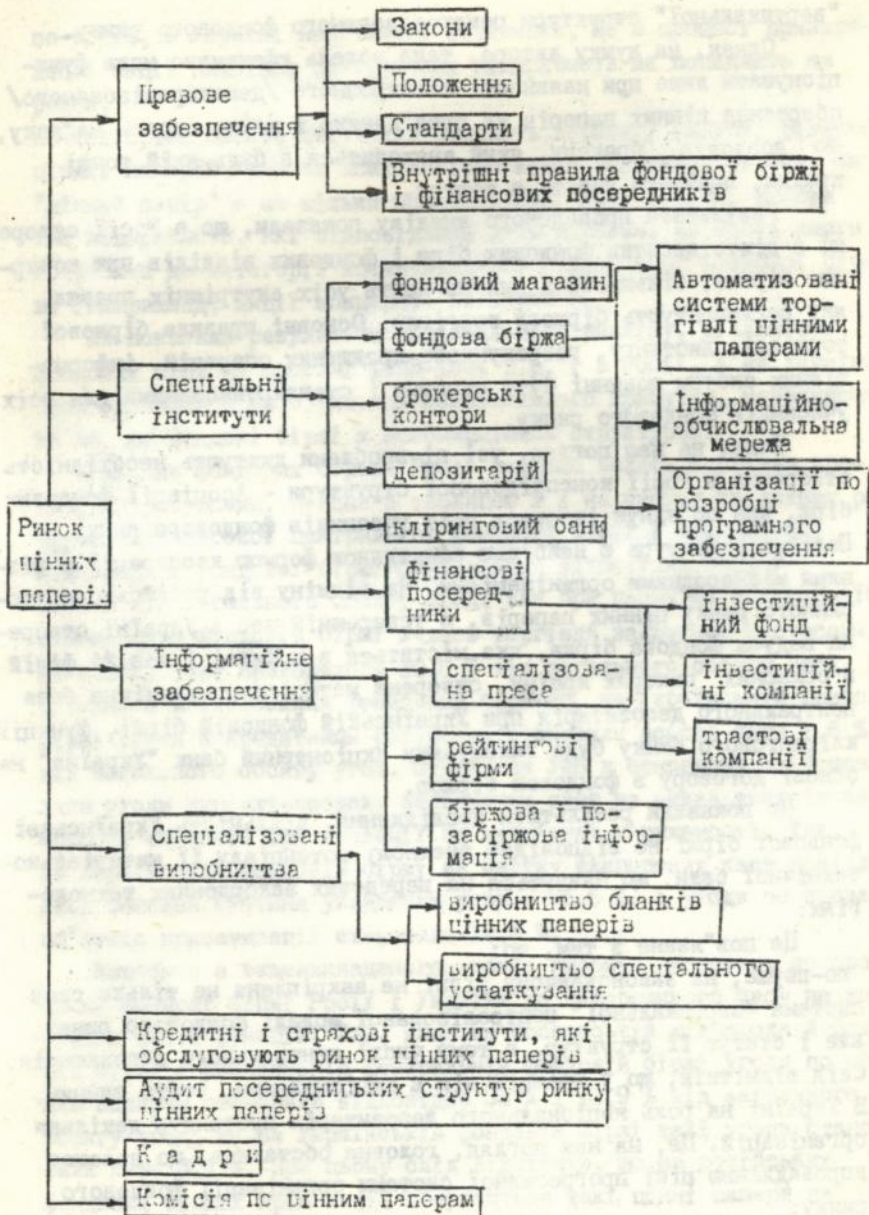
Ринок цінних паперів не може ефективно функціонувати без таких посередницьких структур як фондові біржі, інвестиційні фонди і компанії, трастові компанії /довірчі товариства/, тобто інфраструктури ринку цінних паперів. Проведений автором огляд економічної літератури показав, що до цього часу немає визначення цього поняття. На думку автора, інфраструктура ринку цінних паперів - це система організацій, підприємств і окремих служб, які створюють необхідні умови для виробництва, реалізації, подальшого обертання, обліку і зберігання цінних паперів, становлення і розвитку яких відбувся в результаті суспільного розподілу праці.

В Україні інфраструктура ринку цінних паперів знаходиться тільки в початковій стадії становлення. Виходячи з вищевикладеної економічної сутності інфраструктури ринку цінних паперів, її визначення, автор вважає, що склад інфраструктури ринку цінних паперів має таку схему /мал.І/.

Враховуючи, що питання, пов'язані з механізмом функціонування і регулювання сучасного ринку цінних паперів є для України новими і досить складними, автор вивчив і узагальнив досвід посередницької діяльності на ринку цінних паперів ряду країн з розвинутою ринковою економікою. Використання цього досвіду з урахуванням специфіки економіки України дозволить значно прискорити процес становлення фондового ринку в нашій країні.

Для ефективного функціонування фондового ринку в Україні необхідно створити мережу таких посередницьких структур як фондові біржі, інвестиційні фонди, трастові та інвестиційні компанії.

Як показали результати обстежень форм посередницької діяльності на ринку цінних паперів України і Росії, організаційна структура Української фондової біржі відрізняється від російських бірж перш за все тим, що в Україні передбачається створення



Мал. 1. Інфраструктура ринку цінних паперів

"вертикальної" структури централізованого фондового ринку.

Однак, на думку автора, така модель ефективно може функціонувати лише при наявності електронного /демагістралізованого/ обертання цінних паперів на пред"явника і нових систем зв"язку, що дозволяє брокеру, який знаходиться в будь-якій точці країни, приймати участь в торгах.

Результати проведеного аналізу показали, що в Росії створені і діють десятки фондових бірж і фондових відділів при товарних біржах, більшість з них не мають усіх внутрішніх правил, які регламентують біржову торгівлю. Основні правила біржової торгівлі, листингу, розрахунково-кредитних операцій, інформаційних систем повинні бути єдиними і стандартизованими для всіх учасників фондового ринку.

Тому, на наш погляд, усі ці проблеми диктують необхідність створення в Росії консолідованої структури - Асоціації фондових бірж, яка об"єднує інтереси всіх учасників фондового ринку. Подібна структура є найбільш ефективною формою кооперації з різними міжнародними організаціями. На відміну від російського вторинного ринку цінних паперів, в теперешній час в Україні створена ведуча фондова біржа, яка міститься в м.Києві і має 24 філій в обласних центрах країни, створена матеріально-технічна база центрального депозитарія при Українській фондовій біржі, функції клірингового банку буде виконувати акціонерний банк "Україна" на основі договору з фондовими біржами.

Як показали результати дослідження, діяльність Української фондової біржі не відповідає значному потенціалу її матеріально-технічної бази, що базується на передових закордонних технологіях.

Це пов"язане з тим, що:

по-перше, на законодавчому рівні не закріплена не тільки сама система "вертикальної" централізованої моделі фондового ринку, але і статут її структур, в тому числі центрального депозитарія. Слід відмітити, що у Франції він є національним, тобто єдиним. В Україні на роль національного депозитарія претендує декілька організацій. Це, на наш погляд, головна обставина, що заважає впровадженню цієї прогресивної системи організації фондового ринку;

по-друге, процес приватизації протікає надзвичайно повільними темпами;

по-третє, в Україні намітилась тенденція, що в процесі приватизації акції найбільш прибуткових підприємств не попадають на ринок;

по-четверте, багато емітентів віддають перевагу випуску фізичних цінних паперів, так як психологічно важко погодитись з тим, що "цінний папір" – це тільки поняття. Тому навіть цінні папери тих підприємств, які відповідають усім вимогам, не мають змоги потрапити до категорії котирування КІ Української фондової біржі /наприклад, акції концерну "Електрон"/.

Як показали результати порівняльного аналізу, діяльність фондових бірж на протязі 1993–1994 р.р. і в Росії, і на Україні була спрямована на отримання максимального прибутку, незважаючи на те, що фондові біржі є некомерційною структурою.

Так, на фондових біржах Росії активно велась торгівля кредитними ресурсами. Згідно з таблицей № I на частку кредитних ресурсів Московської центральної фондової біржі і Московської міжнародної фондової біржі приходилося відповідно 86,1 % і 56,5 % від загального обсягу угод, але при цьому на Московській міжнародній фондовій біржі велась торгівля валютними ресурсами, на частку яких приходилося 10,5 % від загального обсягу угод. Порівняно з московськими фондовими біржами, на Українській фондовій біржі угоди з кредитними ресурсами становили всього лише 7,6 % від загального обсягу угод. Однак, на УФБ в основному здійснювалися угоди купівлі-продажу експортних квот на вивіз товарів за кордон, об'єктів приватизації на аукціонах нерухомості. Так, на Українській фондовій біржі на частку експортних квот приходилась основна частина укладених угод – 76,6 %, а угоди по продажу об'єктів приватизації становили 12,4 %.

Виходячи з вищевикладеного, можна зробити висновки, що практично фондові біржі Росії і України до теперешнього часу не виконували своїх функцій. Так, якщо на Московській міжнародній фондовій біржі і Московській центральній фондовій біржі угоди по цінним паперам становили відповідно 33 % і 13,9 % від загального обсягу угод, то на Українській фондовій біржі такі угоди становили лише 3,4 %. При цьому слід відмітити, що на російських фондових біржах крім акцій обертаються такі цінні папери як векселі, приватизаційні чеки, що сприяє активізації фондового ринку.

Таблиця № I.

Структура обігу Московської центральної фондової біржі, Московської міжнародної фондової біржі і Української фондової біржі

	/в % до підсумку /		
	ММФБ	МФБ	УФБ
Загальний обсяг по цінним паперам	13,9	33,0	3,4
з них:			
- векселі	0,7	2,3	—
- приватизаційні чеки	0,2	1,7	—
- акції	13,0	28,6	3,4
- депозитні сертифікати	—	0,4	—
Угоди по кредитним ресурсам	86,1	56,5	7,6
Угоди по валютним ресурсам	—	10,5	—
Оборот по експортним квотам на вивіз товарів за кордон	—	—	76,6
Оборот по продажу об'єктів приватизації	—	—	12,4
Р а з о м	100	100	100

На відміну від російських фондових бірж Українська фондова біржа немає навіть ліцензії на роботу з приватизаційними коштами. Проведений аналіз показав, що попит на цінні папери на протязі 1993-1994 р. в Україні не підвищувався. Це пов'язане: по-перше, з тим, що низькі темпи акціонування підприємств, які приватизуються /на 01.03.96 р. приватизовано лише 41 %, коли в Росії аналогічний показник становить 76 %/; по-друге, зростання курсової вартості цінних паперів не переважає рівня інфляції; по-третє, дуже малий вибір цінних паперів /в групі К1 котируються акції АТ "Укрречфлот", АБ "Україна", в групі К2 - акції концернів: "Світязь", "Різноекспорт", "Електрон", акції найбільшого числа емітентів котируються в групі К3, провідне місце в якій зайняли акції АТ "Олбі-України", на долю яких приходиться 80-90 % від обсягу укладених угод Української фондової біржі на торгах "з голосу".

Для активізації діяльності Української фондової біржі

прискорити процес приватизації великих і середніх підприємств державної власності;

на законодавчому рівні закріпити створення "вертикальної" структури вторинного фондового ринку;

видати ліцензію Українській фондовій біржі на роботу з приватизаційними майновими сертифікатами.

Здійснюючи перехід від адміністративно-командної системи управління до ринкової економіки в усіх країнах СНД створюються інвестиційні фонди, інвестиційні і трастові компанії для забезпечення ефективного вкладення коштів в підприємства, що приватизуються. Так, станом на 1.01.95 р. в Росії зареєстровано близько 600 чекових інвестиційних фондів.

Зараз в Україні формується широка мережа фінансових посередників, які надають послуги по підготовці приватизації державних підприємств і залучають приватизаційні майнові сертифікати для вкладення в підприємства, що приватизуються. Як показав аналіз ситуації, на фондовому ринку України йде розширення як видів діяльності з цінними паперами, так і кола підприємств, які можуть здійснювати ці види діяльності /див. табл. 2/.

Але законодавством передбачені обмеження в діяльності інвестиційних фондів /фонд не може придбати більше 5 % цінних паперів одного емітента та інвестувати більше 10 % своїх цінних паперів в цінні папери одного емітенту/, що знижує їх конкурентноспроможність по відношенню до трастових і холдінгових компаній.

Тому, щоб уникнути цих обмежень, як показали результати досліджень, інвестиційні фонди і компанії в Україні створюють групування, що складаються із інвестиційної компанії, закритого інвестиційного фонду і трастової компанії, які в сумісній діяльності можуть диверсифікувати діяльність в області надання послуг в приватизаційних процесах, враховуючи при цьому не тільки свою зацікавленість, але і інтереси рядових громадян. Це стосується таких великих інвестиційних компаній: "ДІКОМ", "КІНТО", "ОМЕТА", "Різнокспорт" і ін.

Трастові компанії в порівнянні з іншими посередниками володіють більш широкими можливостями у всіх сферах фондового ринку.

Таблиця 2

Фінансові посередники, які діють  
на фондовому ринку України

№ з/п	Фінансові посередники	Види діяльності								
		з цінними паперами						з приватизаційними паперами		
		комерційна	комісійна	випуск	спільне інвестування шляхом випуску інвестиційних сертифікатів	інвестиційне консультування	представницька	представницька	посередницька	комерційна
1.	Фірми, які торгують цінними паперами	+	+	+		+			+	
2.	Інвестиційні фонди	+			+				ж	+
3.	Взаємні фонди інвестиційної компанії	+			+					+
4.	Довірчі товариства	ж	ж	ж		ж	+	+		
5.	Страхові компанії								+	
6.	Товариство покупців								+	
7.	Комерційні банки	+	+	+		+				

Умовні позначення до таблиці 2: "+" - основні види діяльності

"ж" - додаткові види діяльності

Тому з фінансових посередників найбільш поширені в Україні трас-тові компанії /довірчі товариства/. Станом на I.01.95 р. відпо-відні ліцензії Фонду державного майна України надані 238 довірчих товариствам.

Сьогодні особливе значення набула проблема правового регулю-вання довірчих товариств, особливо в частині законодавчого за-хисту інтересів довіритель. Відсутність цілосної системи держав-ного контролю за діяльністю довірчих товариств значно знижує рівень гарантій захисту майна довіритель і збільшує можливість зловживань з боку довірчих товариств. В першу чергу відсут-ність єдиного підходу з боку держави проявляється в тому, що фактично ліцензуванню підлягає тільки діяльність довірчих това-риств з приватизаційними паперами. В той же час широке поширен-ня має залучення довірчими товариствами валютних і грошових ре-сурсів фізичних і юридичних осіб, і ця діяльність сьогодні фак-тично безконтрольна. Тому для захисту інтересів довіритель необ-хідно ввести ліцензування самої діяльності довірчих товариств незалежно від того, з яким майном довіритель вони працюють, пе-редбачивши наявність спеціальних ліцензій Національного банку України на операції з національною і іноземною валютою.

З метою активізації діяльності фінансових посередників необ-хідно переглянути правові обмеження на фонди, передбачені "Поло-женням про інвестиційні інститути". Як відомо, згідно з цим поло-женням фонд не може придбати більш 5 % цінних паперів одного емітента та інвестувати більше 10 % своїх цінних паперів в цінні папери одного емітенту. Тому, на наш погляд, необхідно збільшити ці обмеження відповідно до 10 % і 20 % як в Росії.

У зв'язку з тим, що посередницькі структури несуть значні вит-рати на рекламу, на випуск друкованої продукції та утримання апа-рату, виходячи з державних інтересів доцільно, підтримувати ці но-востворені структури. Для цього, необхідно, хоч би на протязі перших двох років, звільнити від оподаткування фінансових посе-редників, які зайняті розміщенням приватизаційних сертифікатів. Це в свою чергу звільнить від подвійного оподаткування акціоне-рів інвестиційних інститутів і довіритель трасових компаній.

Як показали результати досліджень, при формуванні ринку цін-них паперів, особливо первинного фондового ринку, для залобігання

різних фінансових махінацій необхідно передбачити захист інвесторів і довірительів фінансових посередників.

Для цього, на наш погляд, необхідно:

створити систему контролю з боку держави за діяльністю посередників на ринку цінних паперів;

забезпечити широку гласність про діяльність трастових компаній, інвестиційних фондів та інших фінансових посередників;

створити спеціальний контролюючий орган-службу аналізу реклами; встановити на законодавчому рівні значні юридичні і економічні санкції фінансовим посередникам за розповсюдження недостовірної інформації;

на законодавчому рівні встановити методику визначення вартості довірчих послуг;

на законодавчому рівні встановити, що довірчі товариства, які здійснюють операції з валютними і грошовими ресурсами, повинні мати ліцензію Національного банку України.

Для розширення діяльності інвестиційних фондів і для вирішення питань, пов'язаних з розміщенням акцій першої і другої емісії, інвестиційним фондам доцільно створити самостійний інвестиційний банк для координації своєї інвестиційної політики. Через цей банк інвестиційні фонди зможуть здійснювати більш капіталомісткі інвестиції, а також проводити найбільш прибуткові операції, недоступні фондам по діючому законодавству.

Одним з найважливіших питань розвитку ринку цінних паперів є виготовлення акцій. Однак в Україні це питання до цього часу залишається невирішеним, недивлячись на те, що в країні створена спеціалізована типографія для виготовлення цінних паперів. Так як випуск фізичних паперів пов'язаний зі значними витратами і не відповідає вимогам країн Європейської співдружності, які впроваджуються з 1996 року; дематеріалізація акцій є оптимальним варіантом вирішення проблем виготовлення цінних паперів. Звичайно, розвинутого ринку цінних паперів в Україні поки що немає. Впровадивши електронний обіг акцій, Українська фондова біржа спрацювала дещо на випередження. На нашу думку, зробити вона це вчасно. Активне формування такого ринку залежатиме від темпів приватизації. А збільшення числа учасників системи електронного обігу цінних паперів - від ініціативи і підприємливості керівників приватизаційних підприємств, їх уміння побачити і зрозуміти перспективність сучасних форм і

методів участі в діяльності фондової біржі.

Варто підкреслити, що на Заході досить широко застосовуються електронні акції. Електронна інформація про акції та інші цінні папери успішно замінює на фондових біржах мільярди примірників паперових документів. Система електронного обігу цінних паперів помітно підвищує не лише ефективність, а й надійність функціонування ринку цінних паперів і має чотири ступені захисту від електронних злодіїв.

Для залучення грошових коштів, необхідних для подальшого розвитку акціонерного товариства, за допомогою другої емісії /розміщення першого випуску акцій підприємства, яке приватизується в наших умовах, забезпечує зміну форм власності/ акціонерному товариству необхідне формування і підтримка вторинного ринку своїх акцій.

Враховуючи специфіку ринку цінних паперів в Україні, її недосконалість /після аудиторської перевірки 43 трастових компаній проти 23 з них була порушена кримінальна справа/, для дотримання інтересів усіх суб'єктів фондового ринку повинна бути організована жорстка система контролю по регулюванню ринку цінних паперів з боку держави. Для цього в Україні необхідно створити комісію по цінним паперам, структура якої має складатися з таких відділів: регулювання вторинного ринку цінних паперів, регулювання діяльності фінансових посередників; контролю за інформацією про емітентів і цінних паперів; служби аналізу реклами суб'єктів фондового ринку; контролю за дотримання законодавства.

Ліквідність цінних паперів є однією з найважливіших характеристик фондового ринку, яка відображає можливість їх реалізації на ринку. Аналіз існуючих методик визначення ліквідності цінних паперів показав, що в наш час в світовій практиці існує велика кількість індексів акцій, які дозволяють визначити ліквідність цінних паперів. Найбільш відомі з них: в США - індекс Доу-Джонса, у Німеччині - індекс *FAZ*, а також більш розповсюджений у Німеччині - індекс *ДАХА*, в Японії - індекс Ніккей, у Франції - *SAC*-індекс, у Великобританії - *FT*-індекс, у Канаді - *TSE*-індекс і т.п.

Однак на сучасному етапі застосування методик розрахунків класичних індексів на українському ринку цінних паперів неефективно, тому що: по-перше, специфіка ринку акцій, що розвивається у нашій країні характеризується низькою ліквідністю; по-друге, в умовах надзвичайно низької ліквідності українських цінних папе-

рів вибір групи емітентів, по акціям яких регулярно здійснювались би угоди, неможливо; по-третє, як показав досвід Росії, спекулятивний, а в основному "договірний" характер угод з акціями робить динаміку їх курсу непередбаченою.

Виходячи з цього і враховуючи, що до цього часу в Україні /на Українській фондовій біржі прийнята фіксіонгова котировка - зіставлення попиту і пропозиції, частота якого визначається біржою/, як і в Росії відсутня ефективна методика визначення ліквідності цінних паперів, в дисертації запропонована методика визначення ліквідності цінних паперів, яка враховує специфіку фондового ринку України.

Для оцінки ліквідності акції використовувались експертні або комбіновані методи в поєднанні з математичною обробкою на основі метода пріоритетів, розроблений В.А.Блумбергом і В.Ф.Глуценком.

Перевага цього методу полягає в підвищенні достовірності експертних оцінок при порівнянні об'єктів і систематизації процедури експертизи; більш обмежений по відношенню до експерта; відсутності вимоги транзитивності /дотримання логічності / відношень між суб'єктами.

Для оцінки ліквідності акцій ми обрали такі часткові критерії:

частота продажів /кількість біржових торгів за визначений період, на яких мали місце угоди з акціями відповідно емітенту/;

кількість проданих акцій за визначений період /шт./;

обсяг продажів, обчислений по номінальній вартості акцій /в тис.крб./;

обсяг продажів, обчислений по курсовій вартості акцій /в тис.крб./.

Для порівняння ліквідності акцій ми склали систему порівняння емітентів по кожному частковому критерію / $i=1...10$ /. На основі складеної системи порівняння визначили значення комплексного пріоритету ліквідності кожного емітенту, тобто загального показника ліквідності акцій кожного емітенту по формулі:

$$P_i = P_i^{(1)} V_1 + P_i^{(2)} V_2 + \dots + P_i^{(4)} V_4, \text{ де}$$

відн  
Рі - значення відносного пріоритету для кожного емітенту по  
кожному частковому критерію;

В1, В2, В3, В4 - вагомі коефіцієнти /значущість/ часткових  
критеріїв.

Для визначення значущості кожного критерію в сумарній лік-  
відності ми враховували різну ступінь важливості вибраних нами  
часткових критеріїв.

Виходячи з цього ми склали систему порівняння часткових  
критеріїв на основі анкетного опитування створеної нами експерт-  
ної групи. Далі значущість /вагу/ кожного часткового критерію  
ми визначили згідно методу пріоритетів.

Акції емітенту, які отримали найбільше значення комплексного  
пріоритету, є більш ліквідними. Запропонований метод може викорис-  
товуватись при виборі акцій для інвестиційного портфеля посеред-  
ницькими структурами та рядовими інвесторами.

Впровадження в практику розроблених пропозицій і рекоменда-  
цій дозволить прискорити приватизацію державних підприємств та  
здійснити подальший розвиток фондового ринку України і підвищити  
ефективність посередницької діяльності на ринку цінних паперів в  
процесі роздержавлення підприємств.

Основні положення дисертації відображені в таких публікаціях:

1. Рынок ценных бумаг: состояние и перспектива //Актуальные проб-  
лемы развития торговли, гостиничного хозяйства и туризма в  
условиях рыночных отношений: Тез. докл. междуна. науч. конф. -  
Киев: Киев.торг.-экон.ин-т, 1993 0,1 печ.лист., в соавторстве .
2. Значення посередницької діяльності на ринку цінних паперів //  
Торгівля в умовах приватизації: Зб.наук.праць.- К.: КТЕІ,  
1994 0,2 др.ар., у співавторстві .
3. Акціонування - основний шлях приватизації великих підприємств  
громадського харчування//Громадське харчування в умовах комер-  
ціалізації і приватизації: Зб.наук.праць.-К.: КТЕІ, 1994  
0.2 др.ар., у співавторстві .
4. Проблеми створення ринку цінних паперів на Україні // Під-  
приємництво у торгівлі: Зб.наук.праць. - К.: КДТЕУ, 1996  
0,4 др.ар. у співавторстві .
5. Організаційно-економічні проблеми акціонування підприємств //  
Вдосконалення технології виробництва та обслуговування в гро-  
мадському харчуванні і готельному господарстві: Зб.наук.праць.-  
К.: КДТЕУ, 1995 0.3 др.ар., у співавторстві .

Устильгова Асет Орсмаковна. Посредническая деятельность на рынке ценных бумаг.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальностям: 08.07.05 - экономика торговли и услуг, 08.04.02 - государственные финансы и податки, Киевский государственный торгово-экономический университет, Киев, 1995.

Защищается диссертационная работа, в которой исследованы проблемы по созданию дальнейшему развитию и повышению эффективности посреднических структур фондового рынка Украины. Обоснована сущность рынка ценных бумаг и его инфраструктуры. Определен состав инфраструктуры рынка ценных бумаг, его место и значение. Разработана методика определения ликвидности ценных бумаг. Осуществлено внедрение предложенной методики в практику трастовых компаний.

Ustilgova Aset Orsmakovna. Agent activity on the money market paper area.

The Dissertation on getting of a degree of economic sciences on speciality 08.07.05 - "economy of trade and services" and 08.04.02 "state finance and tax", Kiev state trade-economic university, Kiev, 1995.

The represented design consists of the reserched problems on creation and development of the Ukranian stock exchange agent structures. The essence of the money market paper area and its structure were substantiated in this design. The composition of global structure of the market, its place and importance were defined. The methodics of liquiditu defermination for the money market papers. The proposer methodics was imlemented into trust companies practic.

Ключеві слова: фондові біржі, інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, довірчі товариства, брокерські контори, емісія, лістинг, ліквідність.

442360

AB 32.150

**AB 32.150**