

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ім. І. Франка

На правах рукопису

ЗАГОРСЬКИЙ
ВОЛОДИМИР СТЕПАНОВИЧ

*ПРОБЛЕМИ СТАНОВЛЕННЯ
І ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ПЕРЕХІДНІЙ
ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ*

08.01.03 - Теорія макроекономіки

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

дисертації на здобуття наукового ступеня

доктора економічних наук

Львів - 1996

390.101.541

ЛННБ України ім.В.Стефаника



00760735 (S)

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ім. І. Франка

На правах рукопису

ЗАГОРСЬКИЙ
ВОЛОДИМИР СТЕПАНОВИЧ

*ПРОБЛЕМИ СТАНОВЛЕННЯ
І ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ПЕРЕХІДНІЙ
ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ*

08.01.03 - Теорія макроекономіки

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

дисертації на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Львів - 1996

Дисертація є рукопис

ДВ 36.52

Робота виконана у Львівській комерційній академії

Офіційні опоненти:

член-кореспондент НАН України,

доктор економічних наук,

професор *Долішній М. І.*

доктор економічних наук,

професор *Тивончук І. О.*

доктор економічних наук,

професор *Рибалкін В. О.*

Провідна установа:

Київський державний економічний університет

Захист дисертації відбудеться 7 лютого 1997 р.
о 14 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 04.04.06.
по захисту дисертацій у Львівському державному університеті
ім. І. Франка за адресою:

290008, м. Львів, пр. Свободи, 18.

З дисертацією можна ознайомитися в науковій
бібліотеці Львівського державного університету ім.
І. Франка (м. Львів, вул. Драгоманова, 5).

Автореферат розіслано 31 грудня 1996 р.

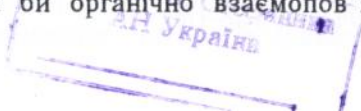
Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
кандидат економічних наук,
доцент

Панчишин С. М. Панчишин

1. Загальна характеристика роботи

1.1. Актуальність теми. Економічна криза, що охопила українську економіку, вимагає вироблення нових підходів до реформування народного господарства на ринкових засадах. Це завдання вирішується на тлі попереднього командно-господарського механізму, що мав антиринкову спрямованість. Воно ж ускладнюється ще й тим, що в радянській економіці деяких важливих складових елементів ринку не було навіть започатковано. Стосується це насамперед ринку цінних паперів, зокрема фондового ринку. Але ж без нього неможливо досягти ні фінансової стабілізації (бо фондовий ринок - це одна з найважливіших частин фінансового ринку, фінансової системи в цілому), ні структурної перебудови економіки, тому що за допомогою ринку цінних паперів відбувається міжгалузеве переливання капіталу. Та й трансформація відносин власності без широкого залучення до процесу приватизації цінних паперів, як засобу її здійснення, практично неможлива. Все це зумовлює необхідність формування ринку цінних паперів (РЦП) та дослідження процесів, що на ньому відбуваються.

Ринок цінних паперів передбачає досить високий ступінь розвитку всіх важелів і підойм економічного механізму суспільства. Багато в чому він стає результуючою домінантою ринкових перетворень у тій чи іншій країні, а також визначальним атрибутом конкурентного ринкового середовища. Тому в залежності від ступеня розвитку цього ринку можна робити висновки про загальний економічний рівень розвитку країни, ефективність залучення сукупних фінансових активів, віддачу інвестицій, культуру підприємництва і багато інше. Таким чином, не може бути сучасного ринку без ринку цінних паперів, і, навпаки. Бо ринок - цілісна органічна економічна система, всі елементи і сегменти якої тісно взаємопов'язані. Це потребує "утвердження в Україні комплексного за своїм характером національного ринку, який би органічно взаємопов'язував у собі



фондовий ринок і ринок капіталу, кредитний і валютний ринок, ринок робочої сили і ринок товарів".¹ Тільки такий ринок здатний забезпечити умови для виходу України з глибокої кризи, її економічну безпеку для того, щоб у подальшому здійснити перехід до високоефективної соціально-орієнтованої господарської системи.

Успішне здійснення ринкових перетворень в Україні повинно опиратися на засвоєння передових досягнень науки і техніки у виробництві. Безперечно, треба формувати технологічно закінчені цикли виробництва, які б нейтралізували недоліки успадкованого територіального поділу праці і негативні наслідки зруйнування міждержавних господарських зв'язків. Що неможливо без використання сучасних організаційно-управлінських систем, їх елементів ринкового інструментарію, де економіка ринкового типу повинна мати вбудовані механізми саморозвитку, одним з яких є ринок цінних паперів. Тому останній повинен розглядатися не сам по собі, а у більш широкому соціально-економічному контексті. Конкретно до ситуації в Україні це означає, що формування фондового ринку повинно йти таким шляхом, щоб він не замикався на власних потребах, а ніби "зшивав" окремі елементи ринку в єдине ціле. Це стратегічне завдання щодо становлення, розвитку і функціонування високоефективного та цивілізованого ринку цінних паперів. При цьому треба враховувати, по-перше, те, що в Україні сформувався своєрідний ринок цінних паперів, і, по-друге, цей ринок на відміну від його класичних форм, дуже специфічний у всіх відношеннях.

На жаль, у процеси становлення ринку цінних паперів в Україні вже привнесено багато спрощених і малоефективних форм, які недостатньо впливають на розвиток виробництва та удосконалення його структу-

¹ Кучма Л. Д. Шляхом радикальних економічних реформ. Доповідь на сесії Верховної Ради України // Урядовий кур'єр. - 1994. № 158-159

ри. Дуже незначним є вплив ринку цінних паперів на інвестиційні процеси в економіці і запровадження нових технологій. Все це необхідно враховувати, коли мова йде про особливості формування РЦП в Україні.

Становлення ринку цінних паперів в Україні відображає труднощі перехідного періоду і вимагає зваженого та вивіреного підходу до вирішення всіх аспектів його розвитку. Збій в одній ланці функціонування РЦП негайно приводить до великого розмаху шахрайства та дискредитації ринкової системи взагалі. Відсутність сучасної інфраструктури фондового ринку, надмірна довіра до того, що рекламується в засобах масової інформації, а також використання "внутрішньої інформації" з корисливою метою емітентами, призводить до незаконного збагачення як керівників підприємств, так і торговців цінними паперами за рахунок дрібного інвестора.

Нормальне функціонування ринку цінних паперів повинно мати відповідне правове та нормативне забезпечення, яке сьогодні відстає від вимог часу. Базовий закон, що визначає висхідні правові норми щодо цінних паперів і фондової біржі, вже не задовольняє і багато в чому стримує розвиток ринку цінних паперів. Це призводить до значних фінансових втрат інвесторів на фондовому ринку, особливо від діяльності на ньому посередницьких структур. Тому всі ці питання потребують негайного вирішення, тобто прийняття спеціального законодавства.

Більш успішно в Україні проходить інституційне оформлення ринку цінних паперів. Найважливішим інститутом на ньому є фондова біржа. Тільки вона спроможна з найбільшою ефективністю диверсифікувати капітал та грошові заощадження населення в реальні інвестиції. До цього додається також така перевага фондової біржі, як спроможність досягати найбільшої ліквідності довгострокових вкладів інвесторів. Все це означає не що інше, як досягнення макроекономічної стабільності суто ринковими методами і надійні гарантії захисту економічних інтересів приватних інвесторів.

З огляду на те, що ними стало майже все населення нашої країни, внаслідок широкого розповсюдження різного роду цінних паперів, які супроводжують приватизаційний процес, проблематика функціонування фондового ринку викликає всезагальний інтерес.

На становлення українського фондового ринку суттєво впливають економічна та політична нестабільність, дефіцит державного бюджету, взаємні неплатежі підприємств, безпрецедентний монополізм виробників, нестача кваліфікованих кадрів з новітніх спеціальностей, недостатня обізнаність населення щодо практичної роботи з цінними паперами і т.д. Поряд з цим необхідно відзначити, що протягом останніх п'яти років відбулися кардинальні зміни в економічній політиці держави, утворився акціонерний капітал, досить інтенсивно йшли процеси акціонування і приватизації державних підприємств, з'явилося багато комерційних структур, які професійно працюють на ринку цінних паперів. Навіть будь-який пересічний громадянин України може стати потенційним або реальним інвестором в цінні папери. Тому всі ці процеси обумовлюють невідкладну необхідність теоретичного аналізу і узагальнення специфічного досвіду становлення і функціонування українського фондового ринку.

До останнього часу теорія ринку цінних паперів як важлива складова частина досліджень капіталу взагалі розвивалася переважно декількома поколіннями закордонних вчених-економістів. Класики економічної науки Дж. Кейнс, А. Маршал, К. Маркс, Дж. Хікс започаткували дослідження капіталу та його різноманітних форм та метаморфоз у широкому соціально-економічному контексті. Їх теоретичний вклад є наріжним каменем у вивченні капіталу та капітальних цінностей у формі цінних паперів, які відносяться до фінансового капіталу. У подальшому цей різновид капіталу досліджували Р. Голдсміт, Дж. Герлі, А. Гершенкрон, У. Зілбер, Г. Марковіц, Дж. Лінтнер, Дж. Тобін, А. Пігу. Зовсім недавно ця проблема-

тика привернула увагу і вітчизняних вчених. Перші дослідження з проблем становлення і функціонування ринку цінних паперів вже виконані в незалежній Україні. До цікавих робіт, в яких проводиться аналіз ринку цінних паперів, досліджуються теоретичні і практичні питання розвитку фондового ринку, можна віднести монографії і статті М. А. Гольдцберга, В. В. Колесника, В. Ф. Міловідова, В. А. Одинцова, Г. П. Чернікова, А. С. Чеснокова, О. М. Четиркіна, В. В. Оскольського, Ю. В. Пешкуса, Г. О. Соровцева, І. О. Тивончука, Л. М. Хасан-Бека, М. Лаврова, В. М. Токмакова та ін.авторів. Саме ці роботи разом із законами України, Указами Президента, Постановами Кабінету Міністрів і Верховної Ради України та іншими джерелами стали теоретичною основою дисертаційного дослідження.

1.2. Емпіричною базою дисертаційного дослідження є практична діяльність по становленню, функціонуванню і розвитку ринку цінних паперів в перехідній економічній системі України, інших постсоціалістичних країн, а також деяких країн з розвинутою ринковою економікою; емпірико-статистична інформація про діяльність фондового ринку і фондових бірж в Україні та в деяких інших країнах.

1.3. Метою дисертаційного дослідження є вивчення і аналіз найзагальніших принципів становлення, функціонування та розвитку ринку цінних паперів в перехідній економіці України з боку соціально-економічних і макроекономічних його детермінант і факторів.

1.4. Для досягнення вказаної мети розв'язуються такі завдання: 1. Аналізується соціально-економічна природа цінних паперів та фінансового капіталу в цілому.

2. Визначається роль ринку цінних паперів як інструменту приватизації та роздержавлення, активізації інвестиційної діяльності і структурної перебудови вітчизняної економіки.

3. Розкриваються найзагальніші принципи функціонування і розвитку ринку цінних паперів в різних типах економік (перехідних, змішаних, із слаборозвинутою та розвинутою ринковими структурами).

4. Досліджуються з боку соціально-економічних факторів і на макроекономічному рівні основні принципи становлення та функціонування ринку цінних паперів в Україні.

5. Здійснюється порівняльний аналіз функціонування ринку цінних паперів в країнах з різними типами економік на засадах якого визначаються основні напрямки подальшого формування фондового ринку в Україні.

6. Проводиться теоретичний аналіз механізмів функціонування первинного та вторинного ринку цінних паперів і на основі цього визначаються найефективніші шляхи подальшої трансформації фондового ринку в Україні.

7. Вивчаються специфічні фактори становлення, функціонування та розвитку ринку цінних паперів у перехідних економічних системах.

8. Розробляється адекватна вітчизняним умовам і перехідній специфіці української економіки система методів державного регулювання ринку цінних паперів.

1.5. *Методологічну основу дисертаційного дослідження* склали методологія та методи загальної теорії наукового пізнання, методи системного економічного аналізу, методи макро- і мікроекономічного аналізу, вітчизняні та зарубіжні концепції функціонування і розвитку фінансових систем та ринку цінних паперів.

1.6. *Предметом дослідження* відповідно до поставленої мети та завдань є соціально-економічні і макроекономічні фактори становлення та функціонування ринку цінних паперів у перехідній економіці України.

1.7. Об'єктом дослідження є первинний і вторинний ринок цінних паперів в Україні та в деяких інших країнах з розвинутою і перехідною економікою.

1.8. Наукова новизна дисертаційної роботи полягає в наступному:

- досліджена природа цінних паперів з позицій специфіки її прояву в перехідній економіці, визначена суть ринку цінних паперів як важливого фактору ринкової трансформації вітчизняної економіки, виявлені основні функції ринку цінних паперів як інструменту диверсифікації капіталу, структурної перебудови національної економіки, її ринкового реформування на засадах приватизації та роздержавлення;

- виявлені в результаті комплексного аналізу українського фондового ринку основні закономірності його становлення, здійснена наукова періодизація еволюції ринку цінних паперів в Україні, починаючи з моменту зародження у 1991 р., формування перехідних форм і механізмів функціонування (1992-1994 рр.) та переходу до класичних форм цивілізованого, відкритого, прозорого ринку (з 1995 р. по теперішній час);

- проаналізовані соціально-економічні фактори становлення і функціонування ринку цінних паперів в Україні, виявлено його вплив на макроекономічну стабілізацію національної економіки, розроблена система методів державного регулювання ринку цінних паперів в перехідних економіках;

- вивчені основні закономірності функціонування первинного ринку цінних паперів у вітчизняній економіці, розроблені пропозиції щодо напрямків становлення вторинного ринку цінних паперів;

- запропоновані рекомендації щодо раціоналізації розміщення цінних паперів через систему інвестиційних

банків і фондових бірж з метою оптимізації галузевої структури перехідної економіки;

- визначені заходи по вдосконаленню організації обігу цінних паперів через систему ф'ючерсних та опціонних контрактів, намічені найадекватніші для специфічних умов перехідної вітчизняної економіки напрямки подальшого удосконалення обігу похідних форм цінних паперів;

- розроблена адекватна перехідним вітчизняним умовам схема контролю та регулювання обороту цінних паперів на первинному і вторинному фондовому ринку.

1.9. Теоретична значимість роботи полягає в тому, що в ній проведено комплексне дослідження соціально-економічних та макроекономічних аспектів українського фондового ринку і узагальнено основні закономірності його становлення та розвитку. Певне значення має обґрунтування методів переходу від початкових до класичних форм ринку цінних паперів. Зроблено певний крок на шляху до формування основ економічної теорії ринку цінних паперів в перехідних економіках.

1.10. Практична значимість дисертаційної роботи полягає в тому, що основні її теоретичні положення і висновки, а також методичні рекомендації можуть бути використані в практичній діяльності по подальшому формуванню, функціонуванню та розвитку ринку цінних паперів у перехідних економіках. Окремі положення дослідження були апробовані в практичній діяльності щодо організації роботи Української фондової біржі, зокрема під час розробки методики використання сучасних технологій на ринку цінних паперів (акт впровадження від 9.10.96р.). Деякі положення роботи були використані державною адміністрацією при підготовці Програми створення фондового ринку у Львівській області (довідка про використання від 4.11.96р.), а також знайшли практичне втілення в програмах і методичних розробках

Інституту змісту і методів навчання Міністерства освіти України (акт про впровадження від 10.10.96р.), у Львівській комерційній академії при виданні підручників і навчальних посібників з курсів: "Економічна теорія", "Ринок цінних паперів і фондова біржа" (акт про впровадження від 18.10.96р.).

1.11. Апробація роботи. Теоретичні положення, висновки і практичні рекомендації дисертації доповідалися і обговорювалися на Міжнародному Симпозіумі "Сучасний фондовий ринок України: засоби та механізми його запровадження" (Київ, січень 1995р.), на міжнародній науковій конференції "Становлення нової економічної системи в Україні" (Львів, грудень 1994р.), на інших наукових конференціях впродовж 1991-1996рр., на наукових конференціях професорсько-викладацького складу і аспірантів Львівської комерційної академії.

1.12. Публікації. Основні положення дисертаційного дослідження викладені у двох монографічних наукових виданнях та в чотирьох підручниках і навчальних посібниках (три у співавторстві), а також в інших 54 публікаціях загальним обсягом 85 д.а., з яких 64 д.а. належать особисто автору.

1.13. Структура роботи. Дисертаційна робота складається із вступу, чотирьох глав, висновків, списку використаної літератури, додатків. Її структура обумовлена метою та основними завданнями дослідження:

Вступ

Глава 1. Сутність та визначальні риси ринку цінних паперів

1.1. Соціально-економічна характеристика ринку цінних паперів

1.2. Особливості функціонування фондового ринку України

Глава 2. Цінні папери - інструменти функціонування фондового ринку

2.1. Економічна природа цінних паперів

2.2. Основні види цінних паперів та їх функціональні особливості

Глава 3. Інституційні засади функціонування ринку цінних паперів

3.1. Біржа як провідний інститут ринку цінних паперів

3.2. Інститут фінансових посередників на ринку цінних паперів та інвестицій

Глава 4. Оборот цінних паперів на ринку та його контроль

4.1. Розміщення цінних паперів, створення їх первинного ринку

4.2. Функціонування вторинного ринку та операції з цінними паперами на ньому

4.3. Термінові операції з цінними паперами на фондовому ринку

4.4. Контролювання обороту цінних паперів на ринку

Висновки

Список використаної літератури

Додатки

2. Основні положення дисертаційної роботи

2.1. У першій главі "Сутність та визначальні риси ринку цінних паперів" дається соціально-економічна характеристика ринку цінних паперів, а також аналізуються особливості функціонування фондового ринку України.

У ринковій економіці переважна більшість матеріально-речових процесів супроводжується рухом фінансових ресурсів. У цьому зв'язку складається розгалужена система фінансових регуляторів виробництва, обміну та розподілу матеріальних благ. У подальшому вони утворюють ще більш складну систему важелів і підойм економічного механізму суспільства. Серед останніх знаходяться інструментарій і засоби ринку цінних паперів. Аналіз механізму саморозвитку ринкової економіки, розгляд найбільш загальної схеми управління нею свідчить про наявність особливого управлінського контуру. За своєю суттю він є своєрідним "чорним ящиком" механізму функціонування ринку, де нагромаджується і переробляється найрізноманітніша економічна інформація. Остання і подає виробникам сигнали до певних дій у виробництві та обміні.

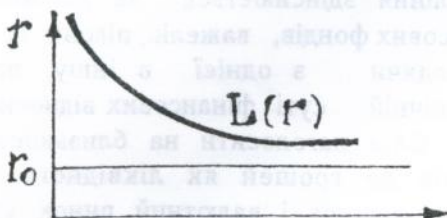
У механізмі саморозвитку ринкової економіки ринок цінних паперів є частиною ринку капіталів або фінансового ринку. Він перебуває у специфічному фінансовому блоці управління економікою, беручи участь у процесах розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів. Причому, в умовах ринкової економіки управління економічними процесами набуває форми фінансового управління, що визначає особливу роль і функції фінансів взагалі, і ринку цінних паперів зокрема. Фінансове управління здійснюється за допомогою найрізноманітніших фінансових фондів, важелів, підойм. Їх форма часто змінюється, переходячи з однієї в іншу, що відповідає соціально-економічній суті фінансових відносин.

Слід наголосити на близькості визначення цінних паперів до грошей як ліквідного майна. Ринок грошей, цінних паперів і валютний ринок утворюють найважливішу

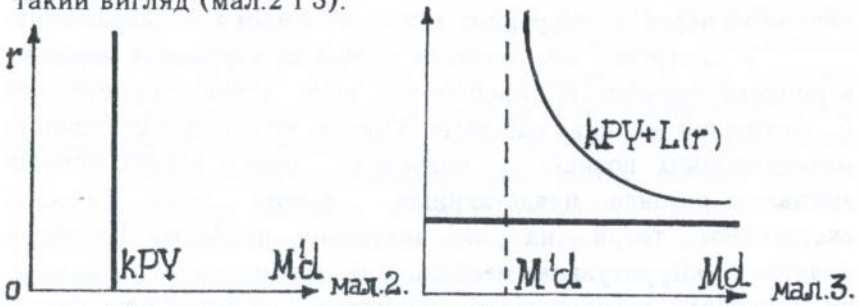
сферу фінансового контуру економічної системи, де приймаються найважливіші рішення. Співставлення грошей та цінних паперів як однотипного високоліквідного майна має відповідні соціально-економічні наслідки, які можна виразити в кількісному відношенні. З макроекономічних позицій необхідно прорахувати втрати, що можливі при касовому зберіганні готівки, яких могло б не бути, якщо на цю ж суму грошей було б придбано цінні папери. Емпіричне підтвердження гіпотези касового зберігання грошей як альтернативи їх вкладення у цінні папери у формулі сукупного грошового попиту розкривається змінними величинами, що його визначають.

В умовах ринкової економіки власник ліквідного майна повинен отримувати максимальні доходи від нього. Тому для власника завжди існує альтернатива тримання своїх заощаджень у вигляді готівки, або ж облігацій, розраховуючи на найбільшу віддачу. Це так званий спекулятивний попит на гроші, який є функцією норми процента на облігації. Спекулятивний попит на гроші слід відрізнити від касової готівки, який визначає операційний або трансакційний попит на гроші. Цей попит залежить від швидкості обороту грошей, реального сукупного доходу за певний проміжок часу та загального рівня цін на товари та послуги. Враховуючи те, що при зниженні норми процента від облігацій заощадження намагаються перевести в готівку, можна зробити висновок, що в умовах зростання непевності щодо змін цієї норми таке намагання стає переважаючим. Тому сукупний спекулятивний попит на гроші знаходиться в обернено пропорційній залежності від норми процента на облігації (див. мал. 1). У реальній дійсності норма процента не може бути нижчою деякої величини Γ_0 , тому крива $L(\Gamma)$ асимптотично наближається до прямої $\Gamma = \Gamma_0$.

мал. 1.



Сукупний попит на гроші складається з двох принципово відмінних частин - операційного та спекулятивного попиту. Операційний попит у часі визначається поточними потребами у грошах і не залежить від норми процента на облігації. Тоді крива сукупного попиту на гроші, що називається кривою надання переваги ліквідності, буде мати такий вигляд (мал.2 і 3):



На мал. 3 графічно зображена теоретична можливість придбання цінних паперів, бо весь простір зліва кривої надання переваги ліквідності при незмінності інших факторів ринкової кон'юнктури може бути заповненим покупцями цінних паперів та іншого ліквідного майна. За Кейнсом вирішальне значення при цьому має еластичність норми процента і психологічна готовність населення інвестувати свої заощадження у цінні папери.

Коли немає штучних обмежень, гроші, валюта і цінні папери вільно переходять з однієї форми в іншу. Більш ускладнена схема функціонування ринку капіталів враховує, крім того, кредити, які можуть бути надані у вигляді грошей чи облігацій. Цінні ж папери на ринку власного капіталу представлені акціями. Подальший аналіз визначальних рис ринку цінних паперів ґрунтується на положенні про те, що ринок взагалі вирішує більшість економічних проблем, виконуючи такі функції: встановлення економічно обґрунтованих еквівалентних зв'язків між споживачами та виробниками, структурно-кількісної відповідності між продукцією, що виробляється та потребами суспільства; кінцеве визнання суспільного значення тієї чи

іншої продукції, а також праці, що була витрачена на її виробництво; вплив в умовах досконалої конкуренції на формування витрат виробництва та обігу в напрямі їх зниження; подання інформації про стан економіки в цілому та окремих її галузей; формування раціональних пропорцій як між окремими галузями виробництва, так і на макроекономічному рівні; санування економіки через конкуренцію між суб'єктами господарювання.

У дисертації аналізується проблема втручання держави в ринкову організацію виробництва, різні аспекти присутності її інституцій на ринку капіталів. З метою чіткого формулювання методологічних позицій вивчення ринку цінних паперів зіставлені погляди представників різних течій сучасної економічної теорії на цю актуальну проблему. Висновок полягає в обґрунтуванні необхідності оптимального поєднання ринкових регуляторів виробництва, у тому числі фінансових, з виконанням державою різноманітних за формами економічних функцій, варіанти яких важко передбачити. Управляти економікою за відсутності однієї чи іншої сторони - ринку і держави - така схема може бути складовою концепцій, які не мають нічого спільного з економічними реаліями сьогодення. З переходом на постіндустріальну стадію розвитку суспільства капіталістичні країни не відходять від принципів державного регулювання у поєднанні з ринковим механізмом. Даний підхід стосується як ринку в цілому, так і окремих його сегментів, в тому числі ринку цінних паперів, визначаючи його характерні ознаки, оскільки цей ринок не існує поза дією провідних тенденцій соціально-економічного розвитку. Такий зовсім не другорядний факт часто залишається поза увагою дослідників.

В економічно розвинених країнах ринок цінних паперів багато в чому став однією з основних доміант ринкових механізмів, їх знаряддям, а також атрибутом конкурентного ринкового середовища. Проблема ринку цінних паперів має самостійне, але не самодостатнє значення. Це треба враховувати при проведенні економічних реформ в Україні.

Їх здійснення повинно опиратися не тільки на досягнення науки, техніки і організації виробництва, але й використання всього ринкового інструментарію, що є загальноцивілізаційним надбанням сучасного способу виробництва. Функціонування ринку цінних паперів є одним із вбудованих механізмів саморозвитку економіки ринкового типу. Це своєрідна трансмісія ринкової системи або інформаційно зв'язувальна інфраструктура ринкового механізму. Перші симптоми збоїв чи неполадок в якійсь із ланок ринкової системи проявляються на ринку цінних паперів, який надсилає сигнали про економічні негаразди. У дисертації аналізуються причинно-наслідкові зв'язки, що складаються під впливом функціонування ринку цінних паперів. В економічній літературі це питання ще не визначене, воно постійно потребує свого вирішення.

Дослідження найглибшої суті ринку цінних паперів потребує, перш за все, визначення його як економічної категорії. Серед економістів не помічається навіть загальнонаукова платформа для такого визначення. Для розкриття суті ринку цінних паперів необхідно "пропустити" ті відносини, які на ньому існують, крізь призму відносин власності на стадії їх реалізації. Оскільки цінні папери були породженням акціонерних товариств, з появою акціонерної форми власності процес розподілу прибутку здійснюється у два етапи, одним з яких є фондовий ринок. Отримання прибутку власником акції вказує на те, що відбулася реалізація акціонерної власності. Це не просто емпіричний факт, а дія, що має глибокий соціально-економічний зміст - у цьому разі власник акції вступив у відносини власності за допомогою ринку цінних паперів.

Реалізація акціонерної власності проявляється в дивіденді, отримання якого, минаючи фондовий ринок, неможливе. Тому можна зробити найбільш абстрактне узагальнення про те, що соціально-економічною основою ринку цінних паперів є акціонерна власність. Разом з тим фінансовий капітал виходить за межі своєї ролі як інструменту розподілу доходів тільки між власниками того чи іншого акціонерного товариства, в цінних паперах якого він виражений. Фінансові капітали на фондовому ринку зіштовхуються між собою у боротьбі за перерозподіл доходів, що створені діючими капіталами, які вони представляють. Узагальнюючи сказане відносно суті ринку цінних паперів

як економічної категорії, в дисертації формується висновок про те, що ринок цінних паперів виражає економічні відносини, що виникають в процесі залучення коштів шляхом купівлі-продажу цінних паперів, а також розподілу і перерозподілу частини прибутку, що створюється функціонуючими капіталами, сформованими завдяки емісії цінних паперів. У подальшому викладі даються додаткові визначення ринку цінних паперів більш конкретного характеру, пов'язані з тим, що на нього діє система законів соціально-економічного розвитку. У дисертації докладно аналізується структура ринку цінних паперів, сформульовані пропозиції щодо впорядкування критеріїв поділу фінансового ринку. Ключовим моментом тут є використання залучених коштів: на фондовому ринку сума купівельних і платіжних засобів перетворюється у реальний капітал, операції на ринку капіталів пов'язані з розширенням основного капіталу. Ринок цінних паперів охоплює частину кредитного ринку, а саме, ринок інструментів позики і боргових зобов'язань та повністю ринок інструментів власності. До інструментів позики належать облігації, до інструментів власності - акції, до їх похідних - ф'ючерси, опціони та ін. аналогічні цінні папери. Ринок цінних паперів поділяється за ступенем ризику вкладення коштів залежно від джерел і сфер застосування - на первинний і вторинний. Чим більше розвинена акціонерна власність, тим більша роль фондового ринку у фінансуванні і регулюванні всього процесу відтворення суспільного продукту і капіталу в цілому.

Функції фондового ринку визначаються функціями акціонерного капіталу, а структура акціонерного капіталу багато в чому формує структуру ринку цінних паперів, при цьому пріоритетне значення мають функції акціонерного капіталу. Виділяються дві групи функцій акціонерного капіталу і, відповідно, фондового ринку: постійні, що властиві стабільній, відлагодженій системі акціонерних відносин, і тимчасові - притаманні періоду становлення акціонерних форм організації виробництва і

фондового ринку внаслідок разових глибоких змін у системі відносин власності. В роботі здійснена детальна характеристика інвестиційної, власницько-стимулюючої, оперативно-регулюючої, приватизаційної та антиінфляційної функцій акціонерного капіталу.

Український фондовий ринок знаходиться лише на початковому етапі свого формування і на сьогоднішній день більш-менш сформований лише первинний ринок. З 1994 р. почався новий етап становлення первинного фондового ринку - етап зростання емісій цінних паперів приватизованих підприємств, що є позитивним моментом на шляху становлення цивілізованого ринку цінних паперів. Цей період буде продовжуватися до закінчення масової приватизації в державі.

Далі в дисертації докладно розглянуто процес формування вторинного ринку на основі аналізу діяльності Української фондової біржі. З цією метою використаний значний масив фактичного матеріалу підсумків торгових сесій і торгів цінними паперами. З кількісного боку фондовий ринок України "постає" як сформований, з досить солідним оборотом, особливо щодо приватизаційних цінних паперів, з якісного боку існує багато невирішених питань, які значною мірою впливають на механізм функціонування фондового ринку. Сформульовано висновок про те, що в процесі становлення ринку цінних паперів можна виділити три етапи: 1) відновлення ринку цінних паперів на основі загальногромадянського законодавства (період з 1990 р. до кінця 1991 р.); 2) поява спеціального законодавства і прийняття державної програми приватизації (з 1 січня 1992 р. до кінця 1993 р.); 3) формування специфічного ринку цінних паперів, його поворот до класичних цивілізованих форм і завершення приватизації (з 1994 р. до теперішнього часу).

У подальшому в роботі аналізуються цінні папери, які існують на українському фондовому ринку. Відзначено, що за умов спонтанності і унікальності його відродження та станов-

лення отримали розвиток не класичні форми цінних паперів, а специфічні, які з'явилися і обертаються лише на українському ринку: фондові і прив'язані до них цінності. Сьогодні вітчизняний фондовий ринок представлений акціями різноманітних венчурних компаній, банківськими акціями і акціями підприємств, що приватизуються, облігаціями державної внутрішньої позики, муніципальними облігаціями. На основі опрацювання статистичних даних розглянуто проблеми розвитку ринку державних і муніципальних цінних паперів.

Аналіз корпоративних цінних паперів водночас розпочато з акцій венчурних компаній, які першими з'явилися на ринку цінних паперів і сприяли його розвитку. Характерні риси цих компаній дають підстави для висновку про те, що надійність цінних паперів в цьому секторі невисока. Зігравши свою роль в становленні українського фондового ринку, цей сектор буде здавати свої позиції. Перспективи, пов'язані з тенденціями злиття венчурних компаній з приватизованими підприємствами, або створення таких компаній на основі реально діючих підприємств. У цьому випадку надійність цінних паперів обумовлена спрямованістю емісії на реалізацію конкретної мети - модернізацію виробництва або на окремий інвестиційний проект.

Особливою активністю сьогодні не відзначається ринок банківських акцій, хоча надійність цінних паперів тут досить висока: за ними реально сформований статутний фонд. Аналіз показників активів банків, що припадають на одну акцію, свідчить про високий потенціал банків на фондовому ринку. Що стосується акцій приватизованих підприємств, то тут дається прогноз подальшого розвитку ринку після закінчення ваучерної приватизації. У дисертації визначені глобальні причини того, чому корпоративні облігації, на відміну від акцій, ще не знайшли свого застосування.

Найпоширеніші серед всіх інших цінних паперів є такий їх вид як приватизаційні папери. Аналізується еволюція

і механізм використання приватизаційних майнових сертифікатів, вказано на головні недоліки приватизаційних паперів. Незважаючи на всі труднощі, перспективи для їх використання існують. На нашу думку, було б раціонально використовувати компенсаційні сертифікати на регіональних аукціонах.

Таким чином, найважливішим джерелом нового промислового підйому, подоланням інвестиційної кризи повинно стати фінансування через український ринок цінних паперів, що, в свою чергу, буде готувати появу іншого масштабного джерела - неспекулятивних іноземних інвестицій. Саме в цьому справжнє призначення ринку цінних паперів - не лише спекуляція, покриття дефіциту бюджету, перерозподіл власності, а й створення фінансового механізму для запуску інвестицій, для виживання та оновлення промисловості. Саме цього фондового ринку України і не вистачає. Вказано на штучні перепони з боку держави, які обмежують вплив ринку цінних паперів на соціально-економічні процеси, а то й зводять його нанівець. Теперішній стан фондового ринку не відповідає основним класичним принципам його функціонування, він доволі хаотичний і безсистемний. В Україні склався фондовий ринок з притаманними йому суттєвими особливостями, який перебуває на шляху до перетворення у класичний ринок цінних паперів. Як довго буде тривати цей процес, залежить від вирішення проблем щонайшвидшого виходу економіки України з кризового стану.

2.2. Друга глава "Цінні папери - інструменти функціонування фондового ринку"

присвячена аналізу природи та різновидностей фінансових активів у вигляді цінних паперів. Відтворення у сучасній економічній системі відбувається переважно у кредитній формі. Тільки вона дає змогу подолати суперечність між обмеженістю фінансових ресурсів і потребами інвестування виробничого процесу.

Матеріальним носієм боргових зобов'язань, які виникають

у процесі кредитування, виступають цінні папери, які є різновидністю фінансових активів. Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" визначає їх як "грошові документи, які засвідчують право володіння або ж боргові відносини, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їх власником і передбачає, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав іншим особам".¹

Цінні папери мають як споживчу, так і мінову вартість. Для того, хто їх випускає (емітента), цінний папір приносить дохід. Тим самим реалізується його споживча вартість, яка може задовольняти потреби не одного, а декількох суб'єктів господарювання. Потенційно у цінному папері є мінова вартість, як здатність залучення певної суми капіталу. Цінний папір також має вартість, яка визначається капіталізованим доходом, який він приносить. Цю вартість встановлює ринок, але це не головне при визначенні його ринкової ціни, яка відображає ефективність функціонування реального капіталу, бо цінний папір тільки представляє його. Визначальним для природи цінного паперу є характер його емітування. Якщо цим займається держава, то вона випускає ЦП лише у вигляді своїх боргових зобов'язань (облігації, скарбничі зобов'язання, векселі і т.д.). Мета такої емісії - оперативно, ринковими методами управляти розмірами державного боргу, і, як наслідок, розмірами бюджетного дефіциту і рівнем інфляції. Тому цей підвид цінних паперів - важливий інструмент макроекономічного регулювання.

У випадку, коли цінні папери емітують промислові та торговельні підприємства чи фінансові інститути, вони бувають трьох категорій. По-перше, це цінні папери, що становлять власний капітал емітентів - пайові ЦП: акції та похідні від них правові ЦП: опціони, ф'ючерси, варанти і

¹

Про внесення змін і доповнень до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу". Постанова Верховної Ради України від 9 липня 1996 р. - Голос України. - 1996. - 13 вересня

т.д. По-друге, ЦП, які представляють позиковий капітал або боргові цінні папери - різноманітні облігації корпорацій і акціонерних товариств. По-третє, це платіжні документи у вигляді векселів. Причому мотиви емітування можуть бути подвійними і пов'язані або з необхідністю здійснення господарської та підприємницької діяльності або ж бажанням отримання доходу певного розміру, регулярності, стабільності і т.д.

У дисертаційній роботі цінні папери розглядаються як втілення фінансового капіталу, що відчутно впливає на їх природу. Цей фінансовий капітал у декілька разів перевищує реальний капітал: будівлі, споруди, машини, обладнання, устаткування тощо. Проявляється фінансовий капітал у вигляді титулів власності, які мають властивість вступати в обіг і обертатися відносно незалежно від кругообігу реального капіталу. Роль фінансового капіталу в суспільному відтворенні полягає у тому, що за його допомогою опосередковуються процеси концентрації і централізації капіталу, відбувається розподіл та перерозподіл вартості та формування середньої норми прибутку, а тим самим - міжгалузеве переливання капіталу і структурні зрушення в економіці. Саме фінансовий капітал, який представлений в ЦП, є основою для мобілізації значної частини розрізнених капіталів та вільних коштів дрібних інвесторів.

На основі теорії фінансового капіталу в дисертаційній роботі проводиться класифікація цінних паперів. Першочергове значення на ринку цінних паперів належить акціям та облігаціям, які є фінансовим капіталом першого порядку. Це означає, що акції і облігації найближче знаходяться до функціонуючого реального капіталу, бо з боку емітентів мобілізований цими паперами капітал виступає як прями і портфельні інвестиції. З іншого боку, вказаний критерій дає можливість визначити методика для порівняльних характеристик цінних паперів. У дисертації викладена методика порівняльної цінності ЦП, яка основана на визначенні ціни компромісу між їх надійністю (ступеню ризику) та дохідністю (нормою диві-

денда). Це відкриває можливість для вирішення відомої дилеми: якщо ЦП надійні - то дохідність буде незначною, бо ті, хто надає перевагу цьому, будуть встановлювати більшу ціну, що не зможе забезпечити значний дохід. І, навпаки, якщо перспектива зростання ціни ймовірна, то виникне попит, який знизить дохідність цінного паперу. Подолання вказаної суперечності можливо за умови диверсифікації інвестування коштів у цінні папери.

Ризик знижується тоді, коли капітал розподіляється між багатьох видів ЦП, а також між відповідними галузями економіки, регіонами і термінами виконання боргового зобов'язання. Це називається сформувати портфель цінних паперів. Він передбачає, що його склад повинен переглядатися один раз на рік, як мінімум. Якщо буде виявлена невідповідність між його змістом і способами покриття, то необхідно здійснити заміну неліквідних елементів портфеля. Такі вимоги висуває теорія - "Theory of Portfolio Selection - портфеля цінних паперів", яку обґрунтували американські дослідники ринку цінних паперів Х. М. Марковітц і Дж. Тобін. У нашому дослідженні диверсифікація розглядається як визначений стандарт чи принцип управління будь-яким капіталом. Це притаманно також інститутам ринку цінних паперів. У дисертаційній роботі зроблена спроба дати характеристику функціональних особливостей основних видів цінних паперів: акцій, облігацій і похідних від них. Акція розглядається як цінний папір або грошовий документ, який емітується акціонерними товариствами і засвідчує частку участі в капіталі товариства. В той же час акція є засобом мобілізації капіталу для організації будь-якої підприємницької діяльності. З тієї причини вона не емітується державними органами. Великого розповсюдження акції, як вид цінних паперів, набули в Україні у процесі акціонування і корпоратизації державної власності. Стосовно іншого цінного паперу - облігації, в дисертації виявлені причини її незначного розповсюдження в Україні. Передусім це обумовлено тим, що облігації є зряддям довгострокового інвестування, яке в умовах глибокої кризи майже не практикується.

Серед інших цінних паперів у дисертаційній роботі

розглядаються ф"ючерси і опціони, які набули великого розповсюдження у країнах з розвинутою ринковою економікою. Ф"ючерсні контракти страхують здійснення операцій по продажу цінних паперів, дають змогу отримати їх за раніше проплаченою ціною, тим самим захищають покупця від можливого підвищення цін. Застрахувати учасників ринку у випадках різких змін цін на ньому може також опціон як право на продаж пакету ЦП (як правило акцій) за договірною ціною, яка згодом буде ймовірно вищою, ніж під час продажу. Опціон на купівлю дає змогу власнику акцій купити їх дешевше, ніж вони коштують на момент здійснення угоди на купівлю. В Україні відповідно до доповнень до Закону "Про цінні папери та фондову біржу" можуть бути в обігу також державні скарбничі зобов"язання, ощадні сертифікати, векселі та купони до них, боргові розписки, акредитиви, чеки, банківські накази, інші фінансові та банківські документи. Значна кількість цінних паперів в Україні супроводжує приватизаційний процес. Це, насамперед, майнові та компенсаційні сертифікати, житлові чеки і земельні бони, їх недоліки і переваги проаналізовано в роботі.

2.3. У третій главі "Інституційні засади функціонування ринку цінних паперів" аналізується економічний зміст, роль і механізм роботи біржі як провідного інституту ринкової економіки, а також мережа фінансових посередників на ринку цінних паперів та інвестицій. Розкриваються завдання, які виконує фондова біржа з макроекономічних позицій: залучення додаткового капіталу поза банківською системою, розміщення державних цінних паперів як неемісійного засобу покриття дефіциту державного бюджету та обслуговування державного боргу, здійснення структурних зрушень в економіці, досконала оцінка економічної кон"юнктури, розширення можливостей виконання грошима своїх функцій. Показано, що тільки біржа спроможна з найбільшою ефективністю перетворювати фінансовий капітал в реальні інвестиції, вона дає можливість досягти найбільшої ліквідності довгострокових

вкладів інвесторів, сприяє фінансовій стабілізації суто ринковими методами. Біржа забезпечує найбільш оптимальні умови для регулювання попиту-пропозиції і виявлення дійсних ринкових цін, елімінує тимчасові та випадкові фактори впливу на них, створює передумови для реалізації принципу раціональності при виборі контрагента ринкових операцій. Ми виходимо з того, що біржа не є ідеальним інструментом макроекономічного регулювання, оскільки її існування вносить певну невизначеність у функціонування економічного організму. Однак ця невизначеність обумовлена самою природою ринкової економіки, де важливим фактором її життєздатності є змагання і конкуренція виробників, інших суб'єктів економічних відносин.

Значна увага в дисертації приділена аналізу ролі біржових спекуляцій як одного з елементів системи саморегуляції економіки. Біржові спекуляції сприяють збільшенню швидкості обороту та посилюють динаміку переливання капіталів в народному господарстві. Біржа забезпечує підприємства коштами і здійснює оцінку виробничого майна. Скеровуючи кошти інвесторів на інновації, біржа конкурує з кредитною системою. Остання ж, на відміну від ринку цінних паперів, формується лише частково під впливом об'єктивних елементів. Значний вплив на неї мають суб'єктивні фактори чи погляди найвпливовішої групи експертів.

Як інтегральний елемент сучасної економіки, біржа спрямовує кошти туди, де перевага зиску над витратами є найбільшою. Разом з тим теоретичний аналіз і практика показують, що дані функції ринок капіталів реалізує за умов наявності ряду характеристик, найважливішими з яких є конкуренція посередників, значна чисельність його учасників як з боку попиту, так і з боку пропозиції, довіра до інвесторів ринку капіталів.

Узагальнення досвіду функціонування Української фондової біржі, а також регіональних бірж показало, що дієвість системи організації розрахунків між учасниками біржових торгів вимагає якнайбільшого спрощення процедур, повної стандартизації умов і автоматизації операцій. У цьому зв'яз-

ку в роботі розглянута проблема організації розрахункової палати біржі, її структури, а також органів управління, включаючи три основні рівні, які відповідають обсягу повноважень кожного з них. Зокрема, серед спеціальних функціональних підрозділів, які утворюються біржою для виконання рішень загальних зборів і біржового комітету, провідне місце займає котирувальна комісія. Докладно аналізується діяльність цієї комісії: цілі, надання фірмам необхідної інформації для допуску цінних паперів до біржової торгівлі, коло питань, відносно яких фірма-емітент зобов'язана інформувати котирувальну комісію, проспект емітента, рішення про доцільність декотирування акцій фірми.

Радикальне реформування економіки потребує створення розгалуженої мережі фінансово-посередницьких структур, які в умовах ринкової економіки легалізуються і набувають значного розповсюдження. Найбільш доцільною в цьому випадку стає діяльність спеціалізованого інституту фінансових посередників. У дисертації здійснено докладний критичний аналіз підходів стосовно теорії посередництва в сучасній західній економічній літературі - А. Пігу, Р. Голдсмита, Дж. Герлі, У. Зільбера, Б. Фрідмана та ін. У цьому зв'язку підкреслена плідність ідеї ефективного розподілу ресурсів в умовах їх обмеженості для розробки теорії посередництва. Крім вказаної причини існування на ринку інституту фінансових посередників, в Україні існують додаткові обставини, що викликають їх необхідність і, перш за все, це настійна потреба активізації затухаючого інвестиційного процесу.

У дослідженні показано, що по відношенню до сукупного попиту фінансові посередники займаються забезпеченням економіки позичковими платіжними засобами та розвитком системи безготівкових розрахунків, а також беруть участь у створенні нових підприємств і керуванні ними. Фінансові посередники створюють умови для зростання суспільного багатства, оскільки здешевлюють отримання фінансово-економічної інформації, забезпечують покупців і продавців більш прибутковими варіантами здійснення угод. Значення цього інституту буде зростати в міру того, як посередники будуть брати на себе відповідальність

за фінансові ризики у підприємницькій діяльності. У роботі дається широке тлумачення посередників як установ та інститутів, що займаються цінними паперами. До них відносять фондові біржі, комерційні банки з їх траст-відділами, спеціалізовані інвестиційні банки, фінансові відділи акціонерних товариств і корпорацій та ін. Однак, на наш погляд, виключно посередницькі функції на фондовому ринку виконують довірчі товариства (трасти), інвестиційні фонди та інвестиційні компанії, тому що завдання по акумулюванню вільних коштів для створення інвестиційних ресурсів є головними у їх діяльності. Докладно аналізується діяльність вказаних інститутів, перш за все, з організаційного боку. Вивчається широкий діапазон функцій довірчих товариств та розглядаються проблеми регулювання їх діяльності, як у закритих так і відкритих інвестиційних фондах. В цьому зв'язку певна увага приділена особливостям інвестиційних сертифікатів як виду цінних паперів.

Інституціональна структура, як і в цілому фондовий ринок, виступає важливим фактором переходу до ринкової моделі господарювання. Формування інституціональної структури, яка відлагоджено працює на фондових ринках провідних країн Заходу, є необхідною умовою створення ринку цінних паперів в Україні. При цьому треба адаптувати досвід зарубіжжя до наших умов. У дослідженні акцентується наголос на тому, що з розвитком фондового ринку його структура повинна все більше набувати міжгалузевого і міжрегіонального характеру, щоб виконувати одну із важливих функцій - переливання капіталу. Інституціональне інвестування повинно знайти широке застосування в практиці приватизації. На нашу думку, велике значення для формування інституціональної структури фондового ринку має створення спеціалізованих акціонерних інвестиційних компаній для операцій з цінними паперами. Одним з ключових завдань тут є участь у первинному розміщенні нових випусків і пакетів цінних паперів.

Необхідне розгортання діяльності фінансових посередників, які є, на нашу думку, фактором суттєвого поліпшення економічної ситуації в Україні. Для цього треба створити необхідні передумо-

ви, яких зараз немає. Це стосується, по-перше, правового простору, який не дає змоги співпрацювати з аналогічними посередницькими структурами економічно розвинутих країн. По-друге, посередники в Україні працюють в агресивному психологічному середовищі, їх сприймають деструктивно. Непрогнозована фінансова політика держави та релятивізм процентних ставок потребують нестандартних рішень при відборі й обслуговуванні інвестиційних проектів. По-третє, діяльність фінансових посередників перманентно перебуває в стані становлення та реорганізації, не має відповідної матеріально-технічної бази. Особливо гостро відчувається відсутність необхідного інформаційного забезпечення та розвинутої мережі філіалів і представництв, інших структур, які б сприяли активізації фінансової діяльності.

Наголошено на необхідності реалізації програм структурних реформ і спрямування обмежених інвестиційних ресурсів на реструктуризацію паливно-енергетичного комплексу, пріоритетний розвиток галузей з випуску споживчих товарів та переорієнтацію частини військово-промислового комплексу на виготовлення високотехнологічної продукції для цивільного сектора економіки. Розвиток інвестиційного процесу стримується суттєвими недоліками у податковій системі. У цьому зв'язку підкреслена настійна необхідність звільнити від оподаткування прибуток, що інвестується на розвиток виробництва і його модернізацію та створити дієвий механізм такого звільнення.

2.4. Четверта глава "Оборот цінних паперів на ринку та його контроль" присвячена проблемам функціонування первинного та становлення вторинного ринку цінних паперів, термінових операцій з цінними паперами і контролювання їх обороту.

Первинний ринок, тобто формування нового випуску та первісне розміщення цінних паперів, є найскладнішим етапом у їх життєвому циклі. Саме на цьому етапі відбувається повне розкриття інформації інвестором, що дає можливість зробити

обґрунтований вибір цінних паперів для вкладення в них грошових коштів. Оскільки в світовій практиці переважає спосіб розміщення цінних паперів на первинному ринку через посередників, в дисертації саме він став предметом докладного вивчення і узагальнення.

В операціях по розміщенню цінних паперів важливу роль відіграють інвестиційні банки, які діють як посередники між корпорацією та індивідуальними і інституціональними інвесторами. Розкривається суть емісійної угоди між цими суб'єктами інвестиційно-фінансової діяльності, а також проводиться характеристика етапів розміщення цінних паперів: розробки інвестиційного проекту, підготовки проспекту емісії, подачі реєстраційної заяви в комісію з цінних паперів, оповіщення ділових кіл і потенційних інвесторів, здійснення перевірки та аналізу реєстраційної заяви і проспекту емісії, нарешті, реєстрація заяви і початок розміщення цінних паперів.

На нашу думку, найефективнішою формою існування первинного ринку в Україні є відкрита підписка. Вона дає можливість запобігти погіршенню кон'юнктури ринку цінних паперів при їх вільній купівлі-продажу в майбутньому на вторинному ринку і, отже, забезпечує можливість виправдати очікування інвесторів щодо отримання доходів. Разом з тим, первинне розміщення цінних паперів здійснюється "власними силами" емітентів, що визначається наступними причинами: недостатнім рівнем розвитку ринку цінних паперів, прагненням заощадити частину коштів, незначною кількістю професійних посередників. Виходячи з умов, що склалися на ринку, і враховуючи чинне законодавство, в дисертації формулюються міркування щодо первинного розміщення цінних паперів в Україні. Вони викладені в двох основних варіантах взаємодії емітента з професійним торговцем цінними паперами.

Значна увага зосереджена на ролі інвестиційних банків у цьому процесі. Розглянута система "андеррайтеру", а також такі емісійні угоди, за якими інвестиційний банк бере на себе зобов'язання докласти максимум зусиль для продажу якомога більшої кількості цінних паперів нового випуску, але без фінан-

сової відповідальності. Висвітлюється формування і механізм дії емісійних синдикатів. Одним із головних питань при первинному розміщенні цінних паперів нового випуску є встановлення ціни пропозиції. Визначені і розглянуті фактори, що визначають цю економічну величину. Висвітлені питання рекламної кампанії, ліквідності цінних паперів, організації мережі їх реалізації, а також системи пільг для інвесторів з метою підвищення привабливості цінних паперів. Таким чином, первинний ринок виступає як форма відносин між дефіцитною і надлишковою фінансовими позиціями; між представниками цих двох протилежних позицій - очікувань є третя сторона - посередницька, яка виконує трансмісійну функцію.

Метою вторинного ринку є створення механізму для швидкого переміщення цінних паперів від одного власника до іншого, яке підвищує їх ліквідність. Таким чином, існує нерозривний зв'язок між двома частинами ринку цінних паперів: на первинному ринку емітуються фондові цінності, які потім стають предметом діяльності для вторинного ринку. Наявність вторинного ринку є безумовною необхідністю функціонування всього ринку цінних паперів і підприємницької діяльності взагалі. Сучасний вторинний ринок фондових цінностей розпадається на біржовий і позабіржовий обіг, які тісно пов'язані між собою.

Дається характеристика механізму функціонування фондової біржі, як певним чином організованого вторинного ринку цінних паперів. Основне завдання фондової біржі полягає в забезпеченні ліквідності цінних паперів. Докладно аналізується ряд важливих і специфічних функцій фондової біржі: здійснення доступу емітентів до позичкового капіталу; розмежування державних боргових зобов'язань; переливання капіталів фірм з однієї сфери діяльності в іншу; визначення поточного стану національної та світової економіки; складання економічних прогнозів, забезпечення стійкого і динамічного розвитку стабілізації господарського механізму. Розглядається питання про членство на фондовій біржі. Значне місце відводиться розгляду посередників, які діють на

вторинному ринку: брокерські фірми, ділери (інвестиційні банківські компанії), спеціалісти, біржові спекулянти. Аналізується значення біржових котирувань, через які відбувається зворотний вплив фондової біржі на рух цінних паперів у цілому: біржа концентрує в певному місці і в певний час пропозицію і попит, а наслідком їх зіставлення виступає ціна як вираз рівноваги, тимчасової і відносної, але достатньої для здійснення тієї чи іншої угоди. Проводиться зіставлення різних національних біржових систем. Кожна національна система характеризується своїми особливостями, що історично склалися і визначають характер її функціонування в цілому, а також місце окремої біржі в ній.

В Україні, згідно з Концепцією створення і розвитку фондового ринку, йде становлення моноцентричної системи вторинного ринку.¹ Розглянувши аргументи "за" і "проти" щодо доцільності збереження монопольного становища Української фондової біржі на ринку цінних паперів в Україні, на наш погляд, монопольний стан УФБ наносить величезних збитків розвитку регіональних фондових ринків. Створення нових фондових бірж буде призводити до загострення конкуренції між ними, а конкурентна боротьба призведе до знаходження кожною з них своєї ніші на ринку і оптимізації їх кількості при провідному становищі УФБ. У дисертації дається коротка характеристика діяльності існуючих фондових бірж в Україні, проводиться аналіз перспектив їх розвитку.

У подальшому в дисертаційній роботі розглядається діяльність Української фондової біржі. Сформульовані причини недостатньої реалізації потенціальної ефективності цієї установи, а також пропозиції щодо подолання недоліків для забезпечення повороту українським ринком цінних паперів у бік цивілізованих форм фондового ринку. По-перше, необхідно подолати

¹ Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України. Постанова Верховної Ради України від 22 вересня 1995р. № 342. - Діло. - 1995.- № 95(409).- С. 10-16

тенденцію до того, що в процесі роздержавлення акції найбільш прибуткових підприємств взагалі не попадають на ринок. Основні фонди цих підприємств, а отже і суми емісії цінних паперів настільки великі, що їх викуп обмеженим колом членів трудового колективу видається дуже проблематичним. Зазначена тенденція не лише негативно впливає на розвиток національного ринку цінних паперів, але й може в подальшому обернутися проявами монополізму. По-друге, процес приватизації в Україні відбувається дуже повільними темпами і не відповідає потенціалу УФБ. По-третє, значна частка державних цінних паперів на ринку відтягує на себе великі кошти і тим самим зменшує інвестиції у цінні папери акціонерних товариств, що призводять до перекосу в розвитку національного фондового ринку.

У заключному параграфі глави розглянуто питання регулювання обороту цінних паперів на ринку, яке здійснюється на основі трьох принципів: суверенності ринку, незалежності його учасників та досягнення рівності сил партнерів. Якщо ці принципи порушуються - необхідне негайне втручання з боку держави. Метою його є не стільки недопущення окремих негативних процесів і покарання винних в них учасників фондового ринку, скільки запобігання їх виникненню.¹

У дисертаційній роботі загострюється увага на недопустимості операцій внутрішнього домовленого продажу ЦП між одними і тими ж партнерами, фіктивної ринкової активності, організації суто пропагандистськими засобами штучного попиту чи пропозиції на них. У зв'язку з цим дається оцінка негативним наслідкам пулу - об'єднання спільного обороту, в якому інвестори і ділери, виступаючи формально незалежно, досягають спільно узгоджених цілей. Відзначається також, що привілейованість щодо отримання інформації про стан фондового ринку має бути кваліфікованою як

¹ Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. Постанова Верховної Ради України від 30 жовтня 1996р. - Голос України. - 1996. - № 221. - 16 листопада

прояв монополії. Приносить шкоду і розповсюдження помилкових відомостей, неперевіреної та невідповідної інформації з метою отримання фінансової вигоди. У той же час підкреслюється, що більше значення має правдива, достовірна інформація про цінні папери, якою користуються задля власної вигоди її користувачі.

Підкреслюється, що контролювання обігу ЦП на ринку здійснюється за допомогою чотирьох відносно незалежних одна від одної інституцій: державних органів, маклерського самоуправління, представництв інвесторів і біржі, які вже в основному сформовані в Україні. Так почала діяти Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Її керівник О. Мозговий відмітив, що вона не претендує на роль "всеохоплюючої силової структури, котра гратиме на офіційному ринку особисто".¹ У зв'язку з цим дедалі чіткіше проявляється тенденція до інтеграції зусиль державних і самоуправлінських структур на фондовому ринку України.

3. Висновки і рекомендації

Дисертаційне дослідження проблем становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України дає підстави зробити ряд висновків і рекомендацій, що мають теоретичний характер і можуть бути використані у подальшому вивченні цієї важливої проблеми економічної науки.

1. Ринок цінних паперів є однією з найважливіших складових національного ринку через яку здійснюється акумуляція і використання капіталів в економіці. Він визначений в дисертації як система зв'язків між продавцями і покупцями цінних паперів.

2. Основним об'єктом купівлі-продажу на фондовому ринку виступають цінні папери - акції, облігації та похідні від них. За своїм економічним змістом цінні папери - це вартісне відображення реального капіталу.

¹ Мозговий О. Фондовий ринок за міжнародними стандартами. - Урядовий кур'єр. - 1996.- 5 жовтня. - С.6

3. Функціональною структурою ринку цінних паперів виступає первинний і вторинний ринок. На основі проведеного аналізу формується висновок, що в перехідній економіці України започатковані лише основи первинного ринку і на початковому етапі становлення знаходиться вторинний ринок.

4. Виявлено, що ринок цінних паперів в перехідних економіках здійснює цілий ряд функцій, зокрема, виступає як інструмент приватизації і роздержавлення, як засіб інвестування і структурної перебудови економіки, як один із найважливіших факторів подальшого ринкового реформування вітчизняної економіки.

5. В перехідній економіці ефективне функціонування ринку цінних паперів можливе лише в умовах його державного реформування. Пропонується своєрідна перехідна модель державного регулювання ринку цінних паперів, яка з багатьох позицій є відмінною від класичних моделей державного регулювання в країнах з розвинутою ринковою економікою.

6. З метою запобігання монополізації та створення умов для розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів пропонується: по-перше, здійснити реєстрацію випусків емісій цінних паперів; по-друге, створити систему захисту прав інтересів покупців і контролю за діяльністю осіб, що є емітентами цінних паперів; по-третє, встановити певні правила та стандарти по здійсненню операцій на ринку цінних паперів і посилити контроль з боку держави за їх дотриманням.

7. На Українській фондовій біржі необхідно проводити аукціонування з первинного розміщення облігацій державної внутрішньої і місцевої позик, акцій приватизаційних підприємств, що дасть змогу розширити коло потенційних покупців цінних паперів і в майбутньому створити їх вторинний ринок.

8. Обґрунтовується теоретичне положення про необхідність випереджаючого розвитку інфраструктури фондового ринку: інформаційної, реєстраційної, депозитарної, клірингової.

9. З метою прискореного розвитку фондового ринку в Україні та підвищення його ролі у реформуванні вітчизняної економіки рекомендується інтенсифікувати процеси приватизації, корпоратизації та аукціонування державної власності.

4. Основні публікації з теми дослідження монографії, наукові видання

1. Цінні папери. Фондова біржа. - Київ: ІЗМН, 1996 р. 5,5 д.а.
2. Ринкова економіка: теоретико-практичні проблеми становлення в Україні. - Київ: ІСДО, 1996 р. 23,0 д.а. у співавторстві (особисто автором 10,0 д.а.).
3. Ринок цінних паперів: принципи організації і механізм функціонування. - Київ: ІСДО, 1995 р. 12,0 д.а.
4. Ринок цінних паперів і фондова біржа. - Львів: ЛТЕІ, 1994 р. 2,8 д.а.

Статті в журналах, наукових збірниках, тези доповідей на конференціях

5. Пошук нової економічної системи в Україні. // Економіка України. 1996 р. № 5. 0,3 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,2 д.а.).
6. Воспроизводственные связи между общественным и личным хозяйством. // Вопросы политической экономии. Республиканский межведомственный научный сборник. Вып. 178. - Киев: Выща школа, 1985 г., 0,3 п.л.
7. Некоторые аспекты реализации личной собственности в современных условиях. // Вопросы политической экономии. Республиканский межведомственный сборник. Вып. 189. - Киев: Выща школа, 1987 г., 0,4 п.л.
8. Форма проявления и реализации личного потребления в отношениях собственности. // Вопросы политической экономии. Республиканский межведомственный сборник. Вып. 189. - Киев: Выща школа, 1987 г., 0,5 п.л.

9. Социально-экономическая природа личного подсобного хозяйства. // Вопросы политической экономии. Республиканский межведомственный сборник. Вып. 183. - Киев: Вища школа, 1986 г., 0,5 п.л.
10. Власність і праця в умовах економічної реформи. // Питання економічної теорії. Республіканський міжвідомчий збірник. Вип. 219. - Київ: Вища школа, 1992 р., 0,6 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,5 д.а.).
11. Перебудова соціалістичної власності - економічна основа подолання відчуження праці. // Питання політичної економії. Республіканський міжвідомчий збірник. Вип. 213. - Київ: Вища школа, 1991 р., 0,6 д.а.
12. Индивидуальная деятельность как форма реализации личной собственности. // Вопросы политической экономии. Республиканский межведомственный сборник. Вып. 207. - Киев: Вища школа, 1990 г., 0,5 п.л. в соавторстве (лично автором 0,4 п.л.).
13. Домашнее хозяйство как форма проявления личной собственности. // Вопросы политической экономии. Республиканский межведомственный сборник. Вып. 195. - Киев: Вища школа, 1988 г., 0,5 п.л. в соавторстве (лично автором 0,4 п.л.).
14. Личная собственность и формы ее реализации в социалистическом обществе. - Киев: КТЭИ, 1989 г. 2,2 п.л.
15. Економічна теорія: концепція підготовки студентів з економічної теорії в економічному вузі. - Київ: ІСДО, 1994 р. 5,17 д.а. у співавторстві (особисто автором 2,6 д.а.).
16. Методические указания для студентов экономических вузов. - ЛТЭИ, 1989 г. 3,25 п. л. в соавторстве (лично автором 1,5 п.л.).
17. Роль фондовых бирж в условиях перехода к рынку. // Социально-экономические проблемы перестройки. - Киев: Киевский институт народного хозяйства, 1992 г. 0,4 п.л.
18. Проблеми формування українського ринку цінних паперів. // Наукова конференція професорсько-викладацького складу. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1993 р. 0,4 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).

19. Значение рынка ценных бумаг в структурной перестройке э кономики Украины. // Развитие производственных отношений и становление новых хозяйственных форм. - Киев: Институт экономики АН Украины, 1991 г. 0,4 п.л.
20. Організація обліку в умовах орендних відносин в автотранспортних підприємствах споживчої кооперації. // Організація бухгалтерського обліку, аналізу і контролю в умовах переходу до ринкової економіки. - Тернопіль: Тернопільський інститут народного господарства, 1993 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
21. Личный фактор и его взаимосвязь с ускорением научно-технического прогресса. // Социально- экономическое развитие коллектива и его роль в повышении эффективности общественного призвоства и ускорении научно-технического прогресса. - Тамбов: Тамбовский государственный политехнический институт, 1986 г. 0,6 п.л.
22. Аналітичні перевірки фінансового стану в процесі аудиту. // Проблеми становлення аудиторської діяльності в Україні. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
23. Совершенствование механизма реализации личной собственности. // Совершенствование хозяйственного механизма и ускорение интенсификации социалистической экономики. - Киев: Выща школа. Киевский государственный университет, 1987 г. 0,3 п.л.
24. До питання про деякі особливості становлення нової національної економічної системи в Україні. // Становлення нової економічної системи в Україні. Міжнародна науково-практична конференція. Ч. 2. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 0,8 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,6 д.а.).
25. Влияние социальных факторов на развитие производственных отношений. // Совершенствование производственных отношений в условиях ускорения социально- экономического развития. - Запорожье: Запорожский машиностроительный институт, 1987 г. 0,5 п.л.

26. Актуальні питання реформи системи оподаткування в Україні. // Становлення нової економічної системи в Україні. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
27. Розвиток форм власності, проблеми роздержавлення економіки. - Львів: Конференція професорсько-викладацького складу ЛТЕІ, 1991 р. 0,3 д.а.
28. Повышение роли человеческого фактора в условиях перехода к интенсивному типу воспроизводства. // Экономические вопросы интенсификации производства. Всесоюзная научная конференция. - Львов: Львовский государственный университет, 1987 г. 0,3 п.л.
29. Розвиток номінальної і реальної інфляції в Україні. // Становлення національної економіки України. - Львів: Львівський державний університет. 1995 р. 0,7 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,5 д.а.).
30. Проблемы управления производством товаров народного потребления в регионе. // Углубление перестройки хозяйственного механизма на современном этапе: теория, опыт, проблемы. - Кривой Рог: Криворожский филиал Киевского института народного хозяйства, 1989 г. 0,3 п.л.
31. Ринок інформаційних товарів у системі національного ринку // Сучасні інформаційні технології. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 0,7 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,5 д.а.).
32. Проблемы структурной перестройки экономики на современном этапе. // Развитие производственных отношений и становление новых хозяйственных форм. - Киев: Институт экономики АН Украины, 1991 г. 0,3 п.л.
33. Динамічний аналіз перехідної економічної системи України. // Соціально-економічні проблеми ВПК та його інфраструктур. Міжнародна науково-практична конференція. - Львів: Українська академія друкарства, 1996 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
34. Личная собственность - активный фактор перестройки. // Актуальные проблемы общественных преобразований в

условиях революционной перестройки общества. Международная научная конференция. - Дрогобыч: Дрогобычский педагогический институт, 1989 г. 0,3 п.л.

35. Питання аудиторської перевірки інвестицій. // Аудиторська діяльність в умовах становлення нових економічних відносин в Україні. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).

36. Роль собственности в перестройке хозяйственного механизма. // Теория и практика перестройки хозяйственного механизма. - Киев: Киевский институт народного хозяйства, 1990 г. 0,35 п.л.

37. Про сучасну інтерпретацію предмету економічних наук і їх єдність. // Аудиторська діяльність в умовах становлення нових економічних відносин в Україні. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 1,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 1,0 д.а.).

38. Взаимосвязь механизма владения и механизма хозяйствования. // Углубление перестройки хозяйственного механизма в современных условиях. - Днепропетровск: Днепропетровский государственный университет, 1990 г. 0,5 п.л.

39. Аренда и арендные отношения. // Перестройка хозяйственного механизма в современных условиях перехода к рынку. - Киев: Киевский торгово-экономический институт, 1991 г. 0,4 п.л.

40. Кризис советской экономической системы. // Социально-экономические проблемы перестройки. - Кривой Рог: Криворожский филиал Киевского института народного хозяйства, 1992 г. 0,5 п.л.

41. Основні проблеми макроекономічної теорії і інтерпретації в альтернативних школах економічної теорії. // Наукова конференція професорсько-викладацького складу. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 0,6 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,4 д.а.).

42. Ринок цінних паперів і фондова біржа. // Методичні вказівки для студентів економічних вузів. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 1,2 д.а.

43. Реклама, як складова менеджменту. // Сучасні інформаційні технології. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
44. Аудит бухгалтерської звітності підприємств і організацій. // Проблеми становлення аудиторської діяльності в Україні. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 0,6 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,4 д.а.).
45. Развитие инфляционных процессов в условиях детенсивного функционирования национальной экономической системы. // Становление новой экономической системы в Украине. Международная научно-практическая конференция. Ч. 5. - Львов: Львовский торгово-экономический институт, 1994 г. 2,5 п.л. в соавторстве (лично автором 1,5 п.л.).
46. Питання організації аудиту в споживчій кооперації України. // Проблеми становлення аудиторської діяльності в Україні. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
47. Проблеми становлення інституту фінансових посередників. // Становлення нової економічної системи в Україні. Міжнародна науково-практична конференція. Ч. 1. Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 1,0 д.а.
48. Дефекти конкурентної цінової системи. // Основні напрямки розвитку менеджменту в Україні: Міжнародна науково-практична конференція. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1994 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
49. Деякі питання формування фінансових ресурсів регіону. // Наукова конференція професорсько-викладацького складу. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).
50. Шляхи формування фінансового ринку в сучасних умовах господарювання. // Наукова конференція професорсько-викладацького складу. - Львів: Львівський торгово-економічний інститут, 1993 р. 0,5 д.а.
51. Детенсивний розвиток національної економічної системи в Україні. // Соціально-економічні проблеми ВПК та його інф-

раструктур: Міжнародна науково-практична конференція. - Львів: Українська академія друкарства, 1995 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).

52. Приватизація та право власності. // Сучасний стан та проблеми розвитку економічної науки в Україні: Збірник наукових праць. Ч. 2. - Тернопіль: Тернопільський інститут народного господарства, 1993 р. 0,5 д.а.

53. Запровадження міжнародних стандартів регулювання ринку цінних паперів. // Сучасні інформаційні технології. - Львів: Львівська комерційна академія, 1995 р. 0,5 д.а.

54. До питання про технологію метрологічного відображення економічної корисності. // Сучасні проблеми розвитку сертифікації та конкурентоспроможності товарів та послуг. - Львів: Львівська комерційна академія, 1996 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).

55. Про деякі особливості функціонування національної економічної системи в довгостроковому періоді. // Соціально-економічні проблеми ВПК та його інфраструктур. Міжнародна науково-практична конференція. Львів: Українська академія друкарства, 1996 р. 0,5 д.а. у співавторстві (особисто автором 0,3 д.а.).

56. Комерційні банки - фінансові посередники. // Проблеми фінансування і кредитування у споживчій кооперації. - Львів: Львівська комерційна академія, 1996 р. 0,5 д.а.

57. Держава і ринкові перетворення в Україні. // Проблеми фінансування і кредитування у споживчій кооперації. - Львів: Львівська комерційна академія, 1996 р. 0,5 д.а.

58. Основи функціонування фондової біржі. // Проблеми фінансування і кредитування у споживчій кооперації. - Львів: Львівська комерційна академія, 1996 р. 0,5 д.а.

59. Методика обліку і аудиту основних засобів. // Бухгалтерський облік в ринкових умовах: Міжнародна наукова конференція. - Свижтов, Болгарія, економічний університет, 1996 р. 0,5 д.а. (болгарською мовою).

60. Перспективи розвитку довірчих товариств в Україні. // Проблеми фінансування і кредитування у споживчій кооперації. - Львів: Львівська комерційна академія, 1996 р. 0,5 д.а.

АННОТАЦІЯ

Загорський В. С. Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України. Дисертація на соискание научной степени доктора економічних наук по спеціальності 08.01.03 - теорія макро економіки. Львівський державний університет. Львів. 1996.

В дисертації досліджені основні проблеми функціонування ринку цінних паперів в умовах ринкової трансформації економіки України. Теоретично обґрунтовані економічні параметри фондового ринку в перехідний період і його роль в системі ринків. Виявлені шляхи інституціонального оформлення фондового ринку з метою оживлення інвестиційного процесу. Розглянута економічна природа цінних паперів і функціональні особливості їх окремих видів. Розкриті принципові особливості обороту цінних паперів на первинному і вторинному ринках.

Ключові слова: ринок цінних паперів, фондова біржа, фінансовий капітал, фондовий ринок, фінансові посередники.

ANNOTATION

Zagorskyj V. S. Problems of the securities market development and functioning in the transition economy of Ukraine. The thesis for the academic degree of the doctor of economic sciences on the speciality 80.01.03 - macroeconomic theory. The Lviv state university. Lviv. 1996.

The underlying problems of the securities market development and functioning are studied in respect to the market-oriented transformation of Ukraine's economy. Social and economic dimensions of the securities market in a transition economy are elaborated, with its role in the system of capital and other markets highlighted. Institutional framework of the investment-friendly securities market is established. Economic essentials of the securities in general and specific instruments in question are found out. Particular features of the primary and secondary securities markets are expounded.

Key words: securities market, stock exchange, financial capital, capital market, financial intermediaries.



**ЗАГОРСЬКИЙ
ВОЛОДИМИР СТЕПАНОВИЧ**

**ПРОБЛЕМИ СТАНОВЛЕННЯ І
ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ
ПАПЕРІВ В ПЕРЕХІДНІЙ
ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ**

Підписано до друку 27.12.1996 р.

Формат 60x80/16. Папір писальн. Друк офсетний.

2 др. арк. 1,86 ум. друк. арк. 1,01 обл.-вид. арк.

Тираж 100 прим. Зам.501 Безкоштовно.

Віддруковано у видавництві "Коопосвіта" ЛКА
290008 м. Львів, вул. У. Самчука,6.

430344

430344

Ав 36.521
АВ 36.521

ВСТУПАЮЧИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ

КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ

1111

КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ

КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ
КОМУНАЛЬНИЙ ПИШЕЦ