Зміст

Вступ

1. Теоретичні основи функціонування та регулювання ринку цінних паперів

1.1 Сутність ринку цінних паперів, його функції, структура та суб’єктний склад

1.2 Характеристика корпоративних цінних паперів

1.3 Особливості похідних цінних паперів

2. Аналіз ефективності використання цінних паперів у практиці ват „закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд „східно-європейський інвестиційний фонд”

2.1 Загальна характеристика ват знвкіф «сєіф» та основних показників його діяльності

2.2 Оцінка ефективності управління операціями з цінними паперами на підприємстві

2.3 Аналіз доходності операцій з цінними паперами в межах ВАТ «ЗНВКІФ «СЕІФ»

3. Напрямки вдосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні

3.1 Моделі та перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні

Висновки

Перелік використаних джерел

## Вступ

Фінансове забезпечення переходу економіки України до ринку є найважливішою проблемою сучасних соціально-господарських перетворень. Вочевидь, що створення фондового ринку є єдиною альтернативою вольовому розподілу дефіцитних фінансових ресурсів, який існував ще нещодавно. Розвинений внутрішній фінансовий ринок істотно полегшить завдання інтеграції в світовий фінансовий ринок і створить канал для інвестування іноземного капіталу в нашу економіку через розміщення цінних паперів.

Нагромадження грошового капіталу відіграє важливу роль у ринковій економіці. Безпосередньо самому процесу нагромадження грошового капіталу передує етап його виробництва. Після того як грошовий капітал створений чи зроблений, його необхідно розділити на частину яка знову направляється у виробництво, і ту частину, що тимчасово вивільняється. Остання, як правило, і являє собою зведені кошти підприємств і корпорацій, аккумулируемые на ринку позичкових капіталів кредитно-фінансовими інститутами і ринком цінних паперів.

Виникнення і обертання капіталу, представленого в цінних паперах, тісно пов'язано з функціонуванням ринку реальних активів, тобто ринку, на якому відбувається купівля-продаж матеріальних ресурсів. З появою цінних паперів (фондових активів) відбувається як би роздвоєння капіталу. З одного боку, існує реальний капітал, представлений виробничими фондами, з іншого боку - його відображення в цінних паперах.

Поява цього різновиду капіталу пов'язано з розвитком потреби в залученні усе більшого обсягу кредитних ресурсів внаслідок ускладнення і розширення комерційної і виробничої діяльності. Таким чином, фондовий ринок історично починає розвиватися на основі позичкового капіталу, тому що покупка цінних паперів означає не що інше, як передачу частини грошового капіталу в позичку.

Ключовою задачею, що повинний виконувати ринок цінних паперів є насамперед забезпечення умов для залучення інвестицій на підприємства, доступ цих підприємств до більш дешевого, у порівнянні з банківськими кредитами капіталу.

Розробка теорії цінних паперів є настійно необхідної зважаючи на те значення, що ці папери отримали в різноманітних галузях сучасного господарського життя. Вони являють собою необхідний засіб юридичної техніки в області організації великих підприємств (акція), кредиту (облігація, вексель і ін) платіжного обороту (чек, переклад), великого товарного обороту (розпорядчі папери).

Метою роботи є дослідження ефективності операцій з цінними паперами в межах підприємства.

Предметом дослідження є відносини, що виникають між суб’єктами господарювання з приводу використання в їх практиці цінних паперів

Об’єктом дослідження є ВАТ „ЗНВКІФ „Східно-Європейський інвестиційний фонд”.

Для досягнення поставленої мети в межах роботи будуть вирішені наступні задачі:

* визначення сутності, функцій та ролі ринку цінних паперів в умовах ринкових відносин;
* розкриття особливостей ринку цінних паперів з точки зору його складових та механізму функціонування, принципів розвитку та саморегуляції;
* вивчення найбільш характерних особливостей цінних паперів, які використовуються в сучасних умовах, або можуть бути використані в майбутньому;
* аналіз результативності функціонування підприємства, що було обрано об’єктом дослідження;
* встановлення специфічних рис операцій з цінними паперами підприємства;
* оцінка ефективності операцій підприємства з цінними паперами;
* визначення пріоритетних напрямків удосконалення організації функціонування ринку цінних паперів в Україні.

Основними методами дослідження є логічний, аналітичний, системний та порівняльний методи дослідження.

Практична цінність отриманих результатів полягає в можливості впровадження їх в практику діяльності ВАТ „ЗНВКІФ „Східно-Європейський інвестиційний фонд”

Теоретичною та інформаційною базою для дослідження є законодавство України, яке регулює операції підприємств з цінними паперами, а також роботи вітчизняних та зарубіжних дослідників у даній сфері, таких як: Л. О. Бакаєв, І. Т. Балабанов, І. А. Бланк, Дж. К. Ван Хорн, Р. Вінс, Є. Ф. Жуков, Г. Р. Мансухані, А. Мертенс, В. М. Серов, І. І. Тренев, Є. М. Четиркін та інших.

## 1. Теоретичні основи функціонування та регулювання ринку цінних паперів

## 1.1 Сутність ринку цінних паперів, його функції, структура та суб’єктний склад

В економічній теорії особливе місце займає питання о виробничих відносинах, як суспільній формі розвитку продуктивних сил. Вони являють собою відносини з приводу привласнення засобів виробництва та продуктів праці (таким чином виступають, як відносини власності, засоби виробництва та продукти праці), вони включають в себе і відносини, які виникають з приводу емісії та купівлі – продажу цінних паперів. Емісія акцій та частково облігацій опосередковує привласнення засобів виробництва, виплати дивідендів та процентів відбивають розподіл додаткової вартості, а купівля – продаж цінних паперів – її перерозподіл.

Ринок цінних паперів охоплює як кредитні відносини, так і відносини співволодіння, які виявляються через випуск спеціальних документів (цінних паперів, які мають власну вартість і можуть продаватися, купуватися та погашатися). Ринок цінних паперів доповнює систему банківського кредиту та взаємодіє з нею.

Сутність ринку цінних паперів визначається законами розвитку капіталістичного суспільства, такими як всезагальний закон капіталістичного накопичення, закон тенденції норми прибутку до зниження, закон попиту, пропозиції та інші. Тенденція норми прибутку до зниження сприяє виникненню надлишкового капіталу, інвестування якого в реальний процес не видно з точки зору окремого капіталу, з зв’язку з його обмеженим об’єктом. Власники такого капіталу змушені віддавати його в борг під звичайний процент, цифра якого нижче цифри середньої норми прибутку. Ця суперечність може бути вирішена шляхом заснування акціонерних товариств, які, з однієї сторони, дозволяють зібрати воєдино достатню для прибуткового функціонування суму капіталів, а з іншої сторони – дають їх власникам надію на отримання дивідендів, які будуть більше виплат позичкового процента на аналогічний капітал. Однак при цьому інвестори несуть певний ризик, пов’язаний, по-перше, з тим, що фінансові результати діяльності акціонерного товариства можуть бути нижче середнього рівня або вони взагалі можуть збанкрутувати, по-друге, з можливістю збільшення позичкового відсотка.

Збільшення надлишкового капіталу по мірі зростання органічної будови капіталу в наслідок науково-технічного прогресу призводить до постійного збільшення фіктивного капіталу, який являє титули власності на дійсний та позичковий капітал.

Основним складовим ринку цінних паперів є саме поняття “цінний папір”. “Цінний папір являє собою документ, який відображає пов’язані з ним майнові права, може самостійно бути в обігу ринку цінних паперів і бути об’єктом купівлі-продажу та інших операцій, є джерелом регуляторного або разового доходу, виступає різновидом грошового капіталу”.

Цінні папери відомі з пізнього середньовіччя. Тоді в наслідок великих географічних відкриттів істотно розширилася міжнародна торгівля, і підприємцям знадобилися великі суми капіталів, щоб використати нові можливості. Витрати по освоєнню нових територій були не в змозі покрити окремі підприємці. В результаті виникли акціонерні товариства – англійські та голландські компанії для торгівлі з Ост-Індією, компанії Гудзонової затоки, які й стали першими емітентами цінних паперів. В ХVІ - ХVІІ ст. в Англії акціонерні товариства створювались також для фінансування видобутку вугілля та інших капіталоємких робіт.

Тільки з початком промислової революції і створенням великих обробних підприємств торгівля акціями стала розповсюдженою. В 1773 році утворюється Лондонська фондова біржа. Перша американська фондова біржа з’явилась в 1791 році в місті Філадельфія, і в 1792 році з’явилась предтеча відомої Нью-Йоркської фондової біржі. Спочатку біржі вели торгівлю не стільки акціями, скільки облігаціями, які охоче випускали уряди та залізничні компанії, які потребували величезних капіталів для створення інфраструктури великого машинного виробництва. Переможний марш акціонерної власності з кінця минулого століття привів до спеціалізації бірж на торгівлі акціями, а торгівля та робота з облігаціями сконцентрувалася на “вуличному ринку”.

В 60-их роках ХІХ століття ще одна важлива подія. В Німеччині з’явилися універсальні інвестиційні банки, які взяли на себе весь комплекс посередницьких операцій з цінними паперами. Розробляючи нетрадиційні джерела капіталу то формуючи майже не цілі галузі промисловості, вони зіграли видатну роль в індустріалізації таких передових країн, як США, Швеція, Німеччина.

Найбільш повно суть ринку цінних паперів можна розкрити аналізуючи функції, яки ним виконуються в економіці. До них відносяться:

* мобілізація та концентрація тимчасово вільних грошових нагромаджень та заощаджень шляхом продажу цінних паперів посередниками на первинному та вторинному ринках;
* кредитування та фінансування держави і приватного сектора шляхом придбання їхніх цінних паперів на первинному ринку, а також біржових спекулянтів і фінансово-кредитних закладів на вторинному ринку;
* концентрація операцій з цінними паперами, встановлення цін на них, що відбивають рівень попиту та пропозиції, а також формування фіктивного капіталу;
* забезпечення публічності цінних паперів.
* залучає вільні грошові капітали і нагромадження на первинний ринок.

Залучені ринком цінних паперів засоби використовуються для купівлі нових цінних паперів уряду та корпорацій на первинному ринку, тим самим їх покупці як-би надають кредит під заставу облігацій та інших грошових боргових зобов’язань або фінансують приватні підприємства та державу, отримуючи в обмін акції або безстрокові облігації. При фінансуванні або кредитуванні приватних компаній відбувається формування прав власності на дійсний та позичковий капітал. Виконуючи цю функцію ринок цінних паперів сприяє концентрації та централізації капіталу.

Мобілізація довгострокових капіталів на ринку акцій і облігацій обмежуються двома головними факторами. По-перше, в окремі періоди зменшується доля зовнішніх заємних коштів в загальному капіталі корпорацій в результаті використання самофінансування для здійснення своєї діяльності. Дія цього фактора підсилюється інфляцією. По-друге, існує конкуренція між емісією цінних паперів та отриманням банківської позики, яка дешевше в обслуговуванні однак, не дивлячись на декотре зменшення ролі ринку акцій як джерела фінансування корпорацій, вони все ж звертаються до їх послуг в двох основних випадках:

а) коли альтернативні можливості залучення грошей вичерпані;

б) для фінансування компаній, які засновані в молодих перспективних галузях виробництва.

Емітенти використовують ринок цінних паперів не тільки в якості посередника при мобілізації грошових коштів. Оскільки однією з передумов отримання ними кредитів та позик є сприятлива ситуація руху цінних паперів (ринкового курсу, дивідендів, загального прибутку на акції та ін), то емітенти прагнуть підтримувати курс цінних паперів на високому рівні різними методами, навіть вдаючись до їх скуповування.

Питання о ролі Ринку цінних паперів є одним з ключових у розумінні взаємозв’язку грошових та виробничих факторів у розвитку економіки, так як власність на засоби виробництва є основою способу виробництва. Відносини, які виникають з приводу емісії та розміщення, а також купівлі-продажу цінних паперів, опосередковують рух позичкового капіталу, відбивають процес виробництва та привласнення додаткової вартості. Цінні папери виступають своєрідним товаром, який не маючи вартості (за виключенням праці, яка була витрачена на їх виготовлення, перевезення і т. д), має споживчу вартість, яка є правом на отримання витраченої частини прибутку, яка за сучасних умов складає приблизно половину його маси.

Таким чином, аналіз змін, які виникають у функціонуванні ринку цінних паперів показує, що він зберігає свою сутність в якості важливого елемента економіки, який обслуговує процес мобілізації, концентрації та перерозподілу грошових капіталів. Ринок цінних паперів виступає в якості посередника між грошовими та функціонуючими капіталами і впливає на процес інвестування, який є однією з рушійних сил економічного розвитку.

Розглядаючи сучасну інституціональну структуру ринків цінних паперів, слід виділити 4 категорії учасників операцій: комерційні банки; інвестиційні (торговельні) банки; власне біржові фірми та кредитно-фінансові організації, які об’єднанні під назвою “інституціональні інвестори” (страхові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди).

У різних країнах співвідношення сил між ними різне. Воно залежить від рівня розвитку та від юридичних відмінностей у законодавствах. Так, у державах, де комерційні банки мають право здійснювати операції із усіма видами цінних паперів, наприклад у ФРН, Угорщині, інвестиційні банки не відіграють значної ролі.

Розподіл обов’язків між основними групами учасників ринку у цілому показано на рис. 1. 1.

Кошти, що мобілізуються пенсійними фондами, страховими компаніями та іншими організаціями, надходять на ринок цінних паперів, де вони використовуються у тому числі й інвестиційними банками чи біржовими фірмами (біржовою фірмою називають брокерську фірму, яка купила місце на біржі) переважно для придбання акцій, облігацій чи інших фондових цінностей.

Залежно від значення, яке має ринок цінних паперів в економіці, його можна поділити на два види: первинний і вторинний.

Первинний ринок – це ринок, на якому розміщуються вперше випущені папери. Тут відбуваються мобілізація грошових коштів акціонерними товариствами та запозичення їх державою. Продаж цінних паперів може бути прямим і опосередкованим.

Прямий продаж – це публічна реалізація цінних паперів населенню або незначній кількості інвесторів.

Опосередкований продаж – це реалізація цінних паперів через посередника, яким є банк або брокерська контора.

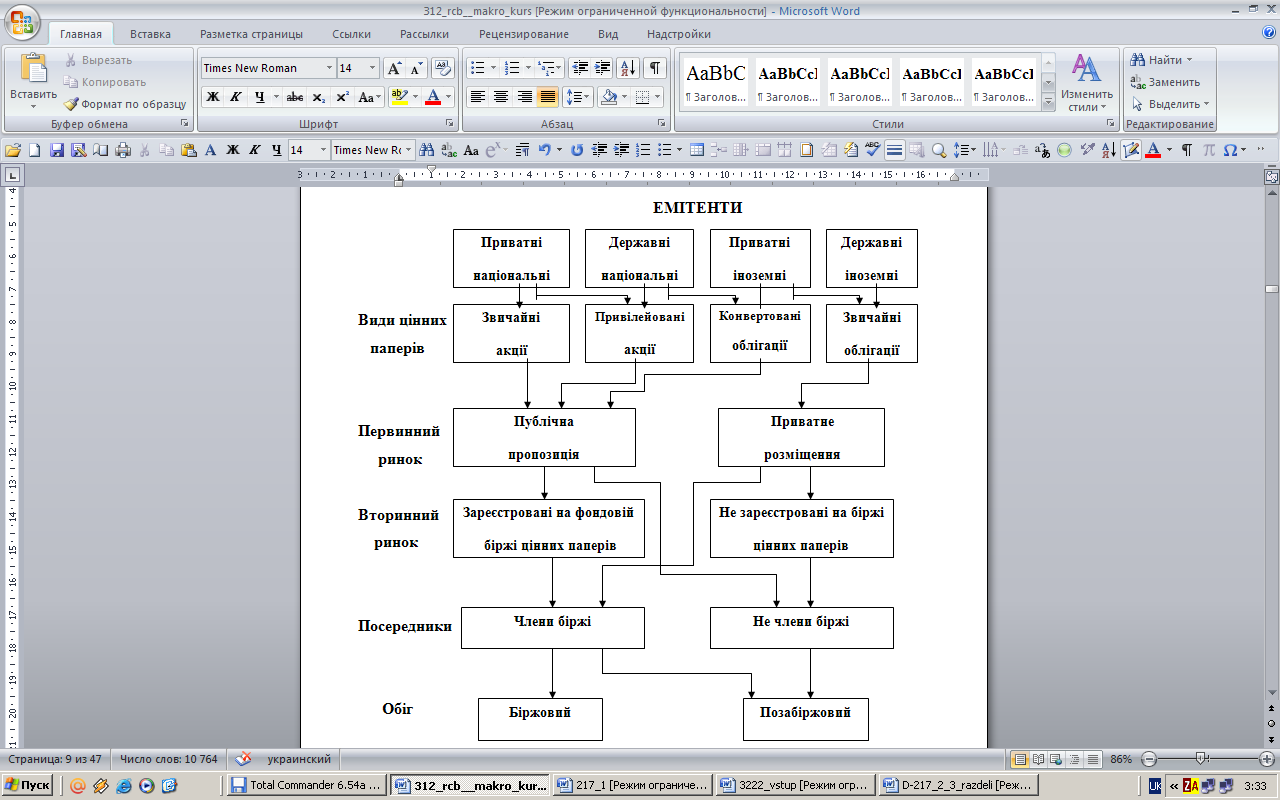


Рис. 1. 1. Структура ринку цінних паперів

Вторинний ринок – це ринок, на якому продаються і купуються випущені раніше цінні папери. Тут відбуваються зміна власника цих паперів. З погляду організації вторинний ринок поділяється на централізований і децентралізований.

Формою централізованого ринку цінних паперів є фондова біржа, на якій постійно обертаються цінні папери, але не всі, а лише ті, що допущені до обігу біржовими комітетами.

Децентралізований ринок – це ринок, на якому обертаються як допущені, так і недопущені до обігу на фондових біржах цінні папери. Цей ринок складається із значної кількості брокерсько-дилерських фірм, розкиданих по всій території.

Отже сучасний ринок цінних паперів складається з біржового обігу, а також позабіржового обігу. У свою чергу позабіржовий обіг ділиться на організований та неорганізований. Організований обіг перебуває під контролем саморегульованих органів, членами яких є посередники цих ринків (в основному – це брокери).

Позабіржовий та біржовий ринки певною мірою протистоять один одному, проте водночас взаємно доповнюють один одного, як правило, охоплює лише нові випуски цінних паперів і головним чином розміщення облігацій торговельно-промислових корпорацій. Навпаки, на біржі котуються старі випуски цінних паперів, переважно акції торговельно-промислових корпорацій. Якщо через позабіржовий обіг здійснюються в основному фінансування і відтворювання процесу, то на біржі за допомогою скуповування акцій відбувається контроль над корпораціями та фірмами, йде формування контролю та його перерозподіл між різними фінансовими групами. Біржа здійснює також відповідну частину фінансування, також відповідну через дрібного та середнього вкладника. На позабіржовому ринку посередники є одночасно і брокерами і дилерами. Дилери купують цінні папери за свій рахунок у вигляді запасу, а потім працюють з урахуванням ринкової ситуації. Брокер – це торговий посередник, який діє за дорученням і за рахунок клієнтів, отримуючи від них винагороду.

Важлива інформація поступає на робочі місця торгівців цінними паперами через різні інформаційні системи. Найбільш поширена – “Рейтер”. Також угоди складаються за допомогою спеціалізованих комп’ютерних систем. “Найбільш потужною системою такого роду є система автоматичного кодування Національної асоціації дилерів по цінним паперам, яка використовується в США” /1/.

Важливим елементом біржового ринку є фондова біржа. “Фондова біржа – це організація, яка створена для забезпечення вигідних умов вільної купівлі-продажу цінних паперів по ринкових цінах на регулярній та впорядкованій основі”. “Класична біржа – це аукціон, де торгівля проходить за допомогою обліку усними інструкціями між трейдерами (представниками брокерських фірм в торговій зоні біржі) ”/2/. Ключовим поняттям є ліквідність (здатність ринку поглинути визначену кількість цінних паперів при данній зміні ціни на ці папери). Задача біржі – підтримувати ліквідність, щоб торгівля відбувалася без збоїв (збої можуть викликати напік серед інвесторів, що є небезпечним явищем для економіки в цілому). Ліквідність тим вище чим більше учасників купівлі-продажу. Для роботи на фондовій біржі інвестиційний дилер та брокер повинні зареєструватися. Потім вони повинні купити “місце” для своїх трейдерів. “Місце” – цінний актив фірми, який купується або у самої біржі або у інших біржових фірм. Управління, розробка та здійснення політики біржі здійснюється керівним органом кожної біржі – правлінням або радою губернаторів (до складу входять президент, обізнані брокери, які стають губернаторами біржі на визнаний час). Для допомоги головному органу в роботі створюються різні комітети, які займаються більш вузькими сферами діяльності біржі. Кількість комітетів на кожній біржі буває різна. Як правило, біржі являють собою безприбуткові асоціації, звільнені від сплати корпоративного податку.

Особливе місце на фондовій біржі займає операція “лістинг”. Акції нового випуску проходять підписку у інвестиційних дилерів, потім вони реалізуються між ними. Тільки після того, як акції були розпродані дилерами і отримані докази їх задовільного розміщення, акції попадають в список котирування (“лист”) одної чи декількох бірж. Процедура включення акцій в цей список називається лістингом. Лістинг має багато переваг: престиж у інвесторів; кращі умови для кредитування емітента, чиї акції попали в список; полегшення облігаційного фінансування в майбутньому (лістинг робить для компанії більш практичним випуск нових конвертованих облігацій); полегшує злиття та поглинання компаній; полегшує спостереження акціонерами за угодами та котируваннями; підвищує зацікавленість робітників купувати акції своїх підприємств; краща інформативність о компаніях, які є в списку; можливість застави. Аналізуючи все вище перераховане можна зробити висновок, що фондова біржа це найважливіша складова частина ринку цінних паперів.

Після того, як підписано контракт, необхідно, щоб інформація, якою володіють безпосередні виконавці, була перевірена і надійшла до клієнтів, а потім відбулася оплата цінних паперів покупцем і подання їх продавцем. Підтвердженням і розрахунками по контрактам з цінними паперами займаються спеціальні організації – клірингові корпорації. Крім того, ряд установ, що називаються депозитаріями, здійснюють зберігання цінних паперів, облік їх власників. Зараз у багатьох країнах з розвиненою ринковою економікою створені централізовані депозитарії.

## 1.2 Характеристика корпоративних цінних паперів

Подальша деталізація інструментів на ринку цінних паперів потребує додаткового розмежування їх за видами. Перелік цінних паперів, що знаходяться в обігу, врегульовано Законом України "Про цінні папери та фондову біржу" від 18 червня 1991 року №1201-ХІІ (далі - "Закон про цінні папери та фондову біржу"), але даний перелік не можна назвати вичерпним. На сьогоднішній день законодавством України передбачена можливість емісії інших видів цінних паперів, що не ввійшли в основний перелік, а регулюються окремими нормативними актами.

Основною категорією цінних паперів є пайові цінні папери, що відображають співучасть їх власників у формуванні статутного фонду і розподіленні прибутку підприємства. До даної категорії цінних паперів відносять акції. Відповідно до ст. 4 закону про цінні папери та фондову біржу акції являють собою цінні папери без встановленого строку обігу, що засвідчують дольову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджують членство в АТ та право на участь в управлінні ним, да право власнику на одержання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства. Відповідно до цієї норми акції поділяються на прості та привілейовані, на пред'явника та іменні. Даний поділ є основним проте не вичерпним. В економічні літературі зустрічається і інша класифікація акцій, але вона не є визначальною для даного дослідження.

Іншою категорією цінних паперів, що обертаються в Україні, є боргові цінні папери, що відображають кредитні відносини між його учасниками. До боргових цінних паперів відносять облігації підприємств, облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, казначейські зобов'язання республіки, депозитні сертифікати, та векселі. Цінні папери, що відносяться до боргових, об'єднує тільки засвідчення боргу одного учасника ринку перед іншим. Але на цьому їх схожість закінчується, бо деякі з видів боргових цінних паперів мають достатньо специфічні функції та регулюються різними нормативними актами. Так, відповідно до звіту ДКЦПФР за 2001 рік, найбільшим попитом серед боргових цінних паперів на ринку користуються облігації підприємств, обсяг емісії яких на 2001 рік дорівнює 3% (0,6943239 млрд. грн). А якщо зважати на те, що інші 97% від загального обсягу це виключно акції, то навіть і 3% від загального обсягу емісії є суттєвим досягненням. Дана тенденція свідчить про розвиток підприємств та підвищення довіри інвесторів до стабільності в роботі цих підприємств, але цей показник значно знижує можливість більшої диверсифікації коштів інвесторів через недовіру до інших видів цінних паперів. Відповідно до законодавства в Україні крім облігацій підприємств існують ще облігації місцевих позик та облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик. Обіг облігацій регулюється законом про цінні папери та фондову біржу та іншими нормативними актами. Відповідно до глави 3 закону про цінні папери та фондову біржу облігації підприємств можуть бути іменними та на пред'явника, процентними та безпроцентними, з вільним або обмеженим колом обігу. Облігації внутрішніх і місцевих позик випускаються тільки на пред'явника. Облігації можуть містити купонний лист на виплату процентів по облігації, але обов'язкова наявність купонного листа вимагається тільки від облігацій, що пропонуються для відкритого продажу з наступним вільним обігом (крім безпроцентних облігацій). Різниця між облігаціями підприємств та облігаціями внутрішніх і місцевих позик полягає в умовах прийняття рішення про їх емісію та у використанні коштів, одержаних від реалізації облігацій. Окрему увагу необхідно приділити облігаціям зовнішніх державних позик, що розміщуються на міжнародних та іноземних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явником облігації їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій. Відповідно до закону про цінні папери та фондову біржу облігації зовнішніх державних позик можуть деномінуватись у конвертованій іноземній валюті та оплачуватись виключно у конвертованій іноземній валюті відповідно до умов їх випуску, а рішення про їх випуск приймається КМУ, що оформлюється постановою. Але для випуску облігацій зовнішніх державних позик необхідні певні економічно обумовлені підстави.

Іншим видом боргових цінних паперів є казначейські зобов'язання республіки, основні характеристики яких закріпленні в главі 4 закону про цінні папери та фондову біржу. Казначейські зобов'язання випускаються на пред'явника, розміщуються виключно на добровільних засадах серед населення та засвідчують внесення їх власниками коштів до бюджету і дають право на одержання фінансового доходу. Рішення про випуск казначейських зобов'язань приймається Мінфіном або КМУ, в залежності від строку, на який випускаються зобов'язання (довгострокові - 5-10 років, середньострокові - 1-5 років, короткострокові - до 1 року). Казначейські зобов'язання, як і облігації внутрішніх державних позик, випускаються з метою покриття дефіциту бюджету. Крім того, казначейські зобов'язання як державні цінні папери можуть обертатись в якості засобу платежу для отримання заставного кредиту. На сьогоднішній день був зареєстрований тільки один випуск казначейських зобов'язань серії А затверджений наказом Мінфіну від 18 березня 2002 року № 184.

Що стосується сертифікатів, то до прийняття змін до закону про цінні папери та фондову біржу від 3 червня 2002 року в Україні випускалися та були в обігу тільки ощадні (депозитні) сертифікати. Після прийняття змін до цього закону стаття 3 доповнилась ще одним видом цінного паперу - інвестиційним сертифікатом. Відповідно до глави 5 статті 18 закону про цінні папери та фондову біржу ощадним (депозитним) сертифікатом є письмове свідоцтво банку про депонування грошових коштів, яке засвідчує право вкладника на одержання після закінчення встановленого строку депозиту і процентів по ньому. Ощадні сертифікати можуть бути строкові та до запитання, іменні та на пред'явника. Обіг ощадних (депозитних) сертифікатів здійснюється відповідно до закону про цінні папери та фондову біржу та Правил здійснення депозитних операцій для банківських депозитів затверджених постановою Правління НБУ від 30 червня 1998 року № 250.

Поняття інвестиційного сертифікату міститься в загальних положеннях ЗУ "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) " від 15 березня 2001 року №2299-ІІІ (далі - закон про інститути спільного інвестуваня). В абзаці 12 статті 3 загальних положень стверджується, що інвестиційний сертифікат - це цінний папір, який випускається компанією з управліннями активами пайового інвестиційного фонду і засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів проводиться відповідно до положення ДКЦПФР про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів інвестиційного фонду та інвестиційної компанії та інформації про їх випуск.

Останнім цінним папером категорії боргових цінних паперів є вексель. Особливості обігу векселів в Україні регулює закон про цінні папери та фондову біржу (глава 6 ст. 12), закон про обіг векселів в Україні, Женевська конвенції 1930 року, якою запроваджено Уніфікований закон про переказні векселі та прості векселі, Женевської конвенції 1930 року про врегулювання деяких колізій законів про переказні векселі та прості векселі, Женевська конвенція 1930 року про гербовий збір стосовно переказних векселів та простих векселів. Вексель являє собою безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселедержателю). Однак, необхідно визнати, що цінні папери такого роду негативно впливають на політику фінансової стабілізації, бо фактично вони є сурогатами грошей з меншою платоспроможністю та їх емісія збільшує кількість засобів платежу в економіці. Якщо векселів буде видаватися більше ніж погашатись, то держава таким чином буде видавати векселі сама собі. А поява казначейських векселів знизить попит на облігації внутрішньої державної позики. Загалом за даними Першої фондової торгівельної системи (далі - ПФТС) за 2001 рік було укладено 106 угод з векселями, а за результатами торгів з початку 2002 року було укладено 31 угод з векселями. Взагалі ПФТС відзначилась різноманіттям фінансових інструментів, але протягом 2001 року угоди з векселями на первинному ринку укладалися тільки на Українській фондовій біржі (УФБ).

## 1.3 Особливості похідних цінних паперів

Стосовно похідних цінних паперів, то за даними ДКЦПФР обсяг торгів деривативами за 2001 рік на первинному ринку складає 10. 707 млн. грн. , а на вторинному ринку - 26. 765 млн. грн. Протягом першого півріччя 2002 року на первинному ринку весь обсяг торгів припадав на акції. На вторинному ринку провідну позицію за обсягами торгів як і раніше займають операції з акціями, на які припадає 99,9% ринку, торгівля деривативами складала лише 0,008% ринку. Наведені економічні показники свідчать про відсутність у більшості учасників ринку зацікавленності використовувати даний інструмент. І це цілком нормальне явище з огляду на "якість" законодавства, яке при регулюванні данного інструменту породжує більше проблем ніж можливостей ефективного використання цього інструменту при вкладанні коштів. Відповідно до ЗУ "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 року №448 похідними цінними паперами визнаються цінні папери, механізм випуску та обігу яких пов'язаний з правом на придбання чи продаж протягом терміну, визначеного договором (контрактом), цінних паперів, інших фінансових та/або товарних ресурсів. В законодавстві України, що регулює питання випуску та обігу цінних паперів, немає єдиного підходу до використання термінів "похідні цінні папери" та "деривативи". Відповідно до ЗУ "Про оподаткування прибутку підприємтв" від 28 грудня 1994 року № 334, в якому зазначено, що дериватив - це стандартний документ, який засвідчує право та/або зобов'язання придбати або продати цінні папери, матеріальні або нематеріальні активи, а також кошти на визначених ним умовах у майбутньому. Стандартна (типова) форма деривативів та порядок їх випуску та обігу встановлюються законодавством.

Відповідно до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств" від 28 грудня 194 року № 334 деривативами є форвардний контракт, фючерсний контракт та опціон. Але даний перелік не є вичерпним і було б доцільно виділити в окрему категорію такий дериватив, як варант, який відповідно до правил випуску та обігу фондових деривативів віднесений до різновиду опціону на купівлю.

Форвардний контракт визначений, як стандартний документ, який засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни такого продажу під час укладення такого форвардного контракту. При цьому будь-яка сторона форвардного контракту має право відмовитись від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у випадках, визначених цивільним законодавством. Претензії щодо невиконання або неналежного виконання форвардного контракту можуть пред'являтися виключно емітенту такого форвардного контракту. Продавець форвардного контракту не може передати (продати) зобов'язання за цим контрактом іншим особам без згоди покупця форвардного контракту. Покупець форвардного контракту має право без погодження з іншою стороною контракту в будь-який момент до закінчення строку дії (ліквідації) форвардного контракту продати такий контракт будь-якій іншій особі, включаючи продавця такого форвардного контракту. По суті, форвардний контракт є фючерсним контрактом, який до настання дати експірації не вдалося закрити за допомогою клірингово механізму, тобто фючерсний контракт, який закривається реальною поставкою. Тобто форвардний контракт - позабіржовий еквівалент фючерсного контракту.

Ф'ючерсний контракт - стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) цінні папери, товари або кошти у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент виконання зобов'язань сторонами контракту. При цьому будь-яка сторона ф'ючерсного контракту має право відмовитися від його виконання виключно за наявності згоди іншої сторони контракту або у випадках, визначених цивільним законодавством. Покупець ф'ючерсного контракту має право продати такий контракт протягом строку його дії іншим особам без погодження умов такого продажу з продавцем контракту. Базовим активом ф'ючерсів можуть бути тільки товарні ресурси або кошти (валютні цінності). Використання товарних ресурсів як базових активів повинно бути погоджене емітентом у Міністерстві економіки України або (щодо коштів чи валютних цінностей) у Національному банку України перед реєстрацією випусків цих похідних цінних паперів в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку. Але першкодою є непрописаний порядок погодження для використання товарних ресурсів як базових активів фючерсів. В законодавстві деякі вимоги до різних деривативів співпадають. Так, опціон та ф'ючерс можуть передбачати замість придбання (продажу) базового активу здійснення (одержання) плати, розрахованої в залежності від різниці між ціною виконання та ціною базового активу на момент виконання. Опціони та ф'ючерси на будь-який базовий актив, укладені як стандартизовані контракти, є похідними цінними паперами, обіг яких здійснюється виключно на фондових чи товарних біржах або в організаційно оформлених позабіржових торговельно-інформаційних системах (далі - ТІС) за правилами, встановленими біржами (ТІС) і затвердженими в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку відповідно до вимог Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності. Біржі, на яких здійснюється торгівля опціонами та ф'ючерсами, базовим активом яких є цінні папери, повинні забезпечити доступ учасників ринку до регулярної та особливої інформації про емітента цих цінних паперів.

Опціон - стандартний документ, який засвідчує право придбати (продати) цінні папери (товари, кошти) на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією ціни на час укладення такого опціону або на час такого придбання за рішенням сторін контракту. Перший продавець опціону (емітент) несе безумовне та безвідкличне зобов'язання щодо продажу цінних паперів (товарів, коштів) на умовах укладеного опціонного контракту. Будь-який покупець опціону має право відмовитися у будь-який момент від придбання таких цінних паперів (товарів, коштів). Претензії стосовно неналежного виконання або невиконання зобов'язань з опціонного контракту можуть пред'являтися виключно емітенту опціону. Опціон може бути продано без обмежень іншим особам протягом строку його дії. Але емітентами опціонів можуть бути тільки юридичні особи - торговці цінними паперами, що є членами фондової біржі або учасниками ТІС, які повинні відповідати обов'язковим нормативам достатності власних коштів і іншим показникам та вимогам, що обмежують ризики по операціях з цінними паперами, встановленим ДКЦПФР. Опціони поділяються на опціон на продаж "пут" та опціон на купівлю "колл". Придбавши опціон "пут", покупець має право продати продавцеві опціону вказаний у контракті актив у встановленні терміни за ціною виконання або відмовитися від цього продажу. Придбавши опціон "колл", покупець має право придбати у продавця опціону вказаний в контракті актив у терміни і за ціною виконання, що погоджені раніше, або відмовитися від цієї купівлі.

Відповідно до Правил випуску та обігу фондових деривативів від 24 червня 1997 року № 13 специфічним різновидом опціону на купівлю є варант, який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власнику право на придбання простих акцій даного емітента протягом певного періоду за певною ціною. Але за своїм економічним змістом є необхідність виділити варант в окремий вид деривативу на купівлю. Бо, відповідно до тих же правил випуску та обігу фондових деривативів, варанти можуть випускатися лише відкритими акціонерними товариствами (надалі - емітент) і тільки в документарній формі. Строк дії варанту не повинен перевищувати 1 року, а обсяг базового активу емітента варантів не повинен перевищувати 50% обсягу акцій даного емітента, випуск (випуски) яких було зареєстровано. Не дозволяється випуск варантів для покриття збитків від господарської діяльності емітента з зарахуванням надходжень від продажу варантів як результату поточної господарської діяльності. Забезпеченість виконання варантів може гарантуватися новим випуском (емісією) акцій, які є базовим активом щодо даних варантів, укладанням договору (договорів) комісії з власником (власниками) базового активу в кількості, передбаченій умовами випуску варантів з розміщенням цього базового активу у зберігача, викупом у акціонерів належних їм акцій та утриманням їх до закінчення терміну дії варантів.

На сьогодні в Україні немає окремого закону про похідні цінні папери, тому обіг деривативів регулюється в основному законом про оподаткування прибутку підприємств, та постановою КМУ "Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів" від 19 квітня 1999 року № 632 та правилами випуску та обігу фондових деривативів затверджених рішенням ДКЦПФР від 24 червня 197 року № 13. Крім цього, на затвердженні ВРУ знаходиться проект закону про похідні цінні папери, але його було відправлено на доопрацювання в основному через неузгодження деяких положень даного закону з чинними нормативними актами. Є сподівання, що цей закон буде доопрацьовано з урахуванням всіх проблемних питань, що породжує сучасне законодавство про деривативи - починаючи з розмежування понять "деривативи" та "похідні цінні папери", і закінчуючи розмежуванням компетенції державних органів влади, щодо регулювання окремих видів похідних цінних паперів.

Як окрему категорію цінних паперів слід розглядати приватизаційні цінні папери, що віднесені статтею 3 закону про цінні папери та фондову біржу до основних видів цінних паперів. Комерційна діяльність з приватизаційними паперами ліцензується відповідно до інструкції про порядорк видачі дозволів про порядок видачі дозволів на здійснення комерційної діяльноті з приватизаційними паперами від 25 квітня 1994 року №232. Надання дозволів на здійснення представницької діяльності з приватизаційними паперами проводиться відповідно до Інструкції про умови ліцензування представницької діяльності з приватизаційними паперами від 25 листопада 1993 року №514. Надання дозвлів на здійснення як представницької діяльності, так і комерційної діяльності з приватизаційними паперами проводиться Фондом державного майна України. Відповідно до ЗУ "Про приватизаційні цінні папери" від 6 березня 1996 року № 2173-ХІІ це особливий вид державних цінних паперів, які засвідчують право власника на безоплатне одержання у процесі приватизації частки майна державних підприємств, державного житлового фонду, земельного фонду. Приватизаційні папери можуть бути лише іменними.

Окрім цінних паперів вітчизняного емітента на українському РЦП обертаються ще й цінні папери іноземних емітентів, але процедура допуску іноземних цінних паперів на український ринок мяко кажучи "недосконала". Основним негативним наслідком цього є зменшення зацікавленості працювати на вітчизняному ринку цінних паперів. Цей факт може відвернути не тільки емітента іноземних ціних паперів, але й інвестора.

Державна політика, щодо захисту вітчизняного інвестора як учасника ринку цінних паперів має своє підгрунтя, але те, що воно повинно вдосконалюватись відповідно до темпів розвитку світового ринку цінних паперів взагалі не має сумніву. Найефективнішим способом регулювання ринку цінних паперів залишається державний контроль учасників РЦП шляхом їх звітування перед ДКЦПФР про результати своєї діяльності та отримання ліцензії на право здійснення професійної діяльності на РЦП. Це дає можливість впливати, через оброблення інформації поданої в звітах, на стан ринку та по можливості вдосконалювати механізм роботи на ньому шляхом усунення наявних недоліків.

## 2. Аналіз ефективності використання цінних паперів у практиці ват „закритий недиверсифікований венчурний корпоративний інвестиційний фонд „східно-європейський інвестиційний фонд”

## 2.1 Загальна характеристика ват знвкіф «сєіф» та основних показників його діяльності

ВАТ "ЗНВКІФ «Східно-Європейський інвестиційний фонд»" є правонаступником ВАТ Інвестиційна компанія "Укр-Капітал". ВАТ ЗНВКІФ «Східно-Європейський інвестиційний фонд» розпочала свою діяльність у 1994 році з метою фінансування малих та середніх підприємств України шляхом прямого та портфельного інвестування і протягом восьми років працювала на фондовому ринку як торговець цінними паперами.   
У вересні 2006 року Компанія реорганізовується в компанію з управління активами та отримує ліцензію Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів - діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування (ліцензія АА №549381 від 10. 09. 2006). В цьому ж році Компанія стає членом Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу.

З 1993 року ВАТ "ЗНВКІФ «Східно-Європейський інвестиційний фонд» входить до складу Інвестиційно-фінансової групи "Росан-Капітал", метою діяльності якої є реалізація інвестиційних програм і залучення капіталу для розвитку економіки України.

Володіючи багаторічним досвідом роботи з вітчизняними та іноземними інвесторами, Компанія бере участь в діяльності Центру сприяння залученню інвестицій та розвитку малого і середнього бізнесу. Основним напрямком діяльності Компанії в Центрі є консультаційна та практична допомога в підготовці і реалізації бізнес-планів розвитку суб'єктів малого і середнього бізнесу.

Здобутком Компанії стала перемога в конкурсі "Обличчя міста-2006", який проводився у вересні 2006 року Львівською Торгово-промисловою палатою спільно з Львівською міською Радою серед підприємств Західного регіону України. Компанія стала переможцем та отримала диплом в номінації "Європейський рівень послуг", базовими критеріями оцінки якої є робота з клієнтом, якість і комплексність послуг та їх ексклюзивність. Перемога у конкурсі засвідчила кваліфікованість та високий потенціал Компанії.

Історія створення і діяльності ЗНВКІФ «Східно-Європейський інвестиційний фонд» нерозривно пов'язана з процесами, які відбувалися і відбуваються в Україні. На початку діяльності Фонду - це участь в приватизації за рахунок приватизаційних майнових сертифікатів та компенсаційних сертифікатів, потім за рахунок грошових коштів, перерозподіл пакетів акцій, вибір основного напрямку діяльності за рахунок збільшення часток в статутних капіталах підприємств та подальша діяльність з метою отримання доходу для інвесторів Фонду через участь в корпоративному управлінні підприємств.

З метою проведення інвестиційної діяльності в Україні відповідно до Указу Президента "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" від 19. 02. 94 № 55/94, у 1994 році було засновано закрите акціонерне товариство "Закритий інвестиційний фонд "СЄІФ", правонаступником якого є Закрите акціонерне товариство "Компанія з управління активами "СЄІВ".

Для залучення приватизаційних цінних паперів, ЗІФ "СЄІВ" отримав Дозвіл Фонду державного майна України на право здійснення комерційної діяльності з приватизаційними паперами від 27. 06. 95 № 153.

Для проведення діяльності із спільного інвестування в період з 1994 р. по 2003 р. ЗІФ "СЄІФ" здійснив два випуски інвестиційних сертифікатів, які були розміщені серед приватних інвесторів та юридичних осіб. Протягом цього часу учасниками ЗІФ "СЄІФ" стали понад 40 тисяч громадян України. Залучені приватизаційні сертифікати та грошові кошти вкладалися в ОВГЗ та акції українських підприємств, які проходили через роздержавлення і приватизацію. Інвестиційний портфель ЗІФ "СЄІФ" включав державні цінні папери, акції і векселі 46 українських емітентів, серед яких акції ВАТ: Сумиоблагротехсервіс, Рівнехолод, Київський міський молокозавод № 3, Київміськбуд-6, Єнакієвський цементний завод, Азовсталь, Житомиробленерго, Київський холодокомбінат № 2, Хмельницькобленерго, Тернопільобленерго та ін.

Із закінченням терміну, на який він був створений, з метою проведення подальшої діяльності із спільного інвестування, ЗІФ "СЄІФ" був реорганізований відповідно до вимог чинного законодавства у Відкритий інвестиційний фонд "СЄІФ". З учасниками фонду - громадянами України, які вклали свої приватизаційні майнові сертифікати, розрахунки були проведені повністю.

Відкритий інвестиційний фонд "СЄІФ" здійснив випуск інвестиційних сертифікатів на суму 1 000 000 грн. , з яких були розміщені інвестиційні сертифікати на суму 793 457,50 грн. Залучені кошти були вкладені в цінні папери українських емітентів. Інвестиційний портфель ВІФ "СЄІФ" змінювався з урахуванням кон'юнктури ринку на підставі поточного аналізу ринку.

Прийняття Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) " дало новий поштовх і нові можливості для проведення спільного інвестування в Україні. Тому у березні 2006 року вищим органом управління ЗАТ "ВІФ "СЄІФ" було прийнято рішення про реорганізацію ЗАТ "Відкритий інвестиційний фонд "СЄІФ" в ЗАТ "Компанія з управління активами "СЄІФ" з подальшим створенням пайового інвестиційного фонду.

Протягом 2006 року ЗАТ "ВІФ "СЄІФ", один із перших, був реорганізований в ЗНВКІФ «Східно-Європейський інвестиційний фонд».

З серпня 2006 року ЗНВКІФ «Східно-Європейський інвестиційний фонд» є членом Української асоціації інвестиційного бізнесу.

За результатами інвестиційно-господарської діяльності протягом останніх 3 років, ВАТ „ЗНКІВ „СЄІФ” зформувало наступну структуру інвестиційного портфелю (рис. 2. 1).

Як свідчать дані, що унаочнені на рис. 2. 1, найбільшу частку інвестиційного портфелю компанії складають фінансові інструменти об’єктів інтелектуальної власності (47%) та нерухомості (30%). Найменшу частку займають цінні папери енергетичного сектору економіки – лише 3%.

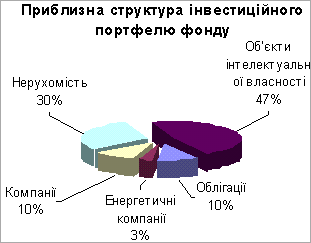


Рис. 2. 1. Структура інвестиційного портфелю ВАТ „ЗНКІВ „СЄІФ”

Відмітимо, що на ринку цінних паперів України відбувається реорганізація інвестиційних фондів. У зв'язку з цим спостерігалося зменшення загальної вартості фінансових вкладень. За ІІІ квартал загальна вартість чистих активів компанії зменшилась на 8,6% у порівнянні з ІІ кварталом.

Загальна вартість фінансових вкладень за ІІІ квартал 2006 року у порівнянні з ІІ кварталом 2006 року зменшилась на 6,6%.

Протягом останніх 2 років спостерігається збереження рівня покриття фінансових зобов’язань компанії на рівні показника 1: 2,7. Тобто, поточна вартість активів, якими володіє компанія, у 2,7 разу перевищують розмір її фінансових зобов’язань (за нормативом – 1,8). Це свідчить про достатньо високу ефективність розміщення фінансових ресурсів компанії та про її надійність в якості акумулятора фінансових ресурсів вкладників.

## 2.2 Оцінка ефективності управління операціями з цінними паперами на підприємстві

Протягом аналізованого періоду ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» лише один раз здійснило вкладення власних засобів в облігації внутрішньої державної позики на суму 111919,2 тис. грн. (у 2006 році). У наступні періоди унаслідок відсутності в держави засобів на погашення ОВДП, вони постійно переоформлялися в аналогічні облігації наступних випусків. Тобто підприємством по суті проводилося рефінансування засобів в ОВДП без зміни їхньої величини й одержання доходу (прибутку). Окрім того, відмітимо, що фактично ця операція перетворилася на довгострокові фінансові інвестиції, хоча за правилами бухгалтерського та податкового обліку вартість цих цінних паперів віддзеркалюється в якості короткострокових фінансових вкладень.

На початку 2007 року ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ», виконуючи вимоги Листа НБУ № 14,285-х від 12. 03. 98 р. рефінансувала частину отриманих від реалізації ОВДП засобів у нові ОВДП чергового випуску на суму 86257,8 тис. грн. У такий спосіб залишок доходу після реалізації ОВДП попередніх випусків, що знаходилися у власності ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ»р. склав 25661,4 тис. грн. , що склало 2,1% усіх доходів компанії за 1 півріччя 2007 року. Виходячи з настільки низької прибутковості операцій по ОВДП, керівництвом підприємства було прийняте рішення про припинення операцій по ОВДП.

Для зручності зіставлення наявних даних, проведемо аналіз операцій з цінними паперами спочатку по роках і півріччям, а потім у динаміці.

У 2006 році загальні витрати по проведенню операцій із цінними паперами ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» склали 1973318 грн. , а доходи - 361096,3 грн. У такий спосіб у 2006 р. операції з цінними папера принесли збитку в розмірі 1612222 грн. Це пов'язано з тим, що підприємство не одержало можливості реалізувати ОВДП, а змушено був їх переоформити на ту ж суму. У той же час витрати на придбання ОВДП склали 43% усіх витрат по операціях з фінансовими інвестиціями, а доходів вони не принесли.



Рис. 2. 2. Динаміка обсягів фінансових інвестицій ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» у різні фінансові інструменти

Значну частку в загальних витратах мають також і боргові зобов'язання суб’єктів господарювання (56%).

Однак операції з ними привели до одержання доходів у розмірі 256237,9 грн. , що складає 30% від вкладених у них засобів підприємства і 70% усіх доходів підприємства по фінансовим інвестиціями.

Незначними в 2006 році минуле доходи від продажу векселів Пенсійного фонду. Їхня прибутковість склала лише 0,7%. Це можна пояснити тим, що підприємство у даний період лише починало свою діяльність по реалізації векселів ПФ та наявністю жорстких обмежень щодо операцій небанківських установ з векселями державних централізованих фондів, установ та організацій.

Значну частку доходів склали доходи від операцій з цінними паперами для клієнтів (28,34%).

Таблиця 2. 1

Динаміка основних показників, що характеризують операції компанії з ЦП

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Статті | 2005 р. | 1 півріччя 2006 р. | | 2 півріччя 2006 р. | | 1 півріччя 2007 р. | | | |
| усього | у%до2006 р. | усього | у%до1 напіврік. | усього | у% до1 п,р2007 р. | у% до  2 п. р.2007 р. | у%  до2006 р. |
| Боргові зобов'язання клієнтів | 854126,2 | 854422,5 | 0,03 | 786545,5 | -7,94 | 86257,8 | -89,9 | -89,0 | -89,9 |
| ОВДП | 1119192 | 1119192 | 0,00 | 1119192 | 0,00 |  | -100,0 | -100,0 | -100,0 |
| Боргові цінні папери нефінансових організацій, у портфелі на продаж | 354622,2 | 665784,2 | 87,74 | 984123,6 | 47,81 | 1104270 | 65,9 | 12,2 | 211,4 |
| Процентні доходи по боргових зобов'язаннях клієнтів | 256237,9 | 213605,6 | -16,64 | 220232,7 | 3,10 | 243306,8 | 13,9 | 10,5 | -5,0 |
| Процентні доходи по цінних паперах з портфеля на продаж | 2543,2 | 8554,2 | 236,36 | 12942,5 | 51,30 |  | -100,0 | -100,0 | -100,0 |
| Комісійні доходи від операцій з цінними паперами для клієнтів | 102315,2 | 224658,2 | 119,57 | 288956,6 | 28,62 | 315487,7 | 40,4 | 9,2 | 208,3 |
| Результат від торгівлі цінними паперами | 0 | 10234,2 |  | 18546,5 | 81,22 | 22005,0 | 115,0 | 18,6 |  |
| Комісійні витрати від операцій з цінними паперами для клієнтів | 0 | 5423,3 |  | 8332,2 | 53,64 | 3324,5 | -38,7 | -60,1 |  |
| Усього витрати | 1973318 | 1979394 | 0,31 | 1914725 | -3,27 | 90708,4 | -95,4 | -95,3 | -95,4 |
| Усього доходи | 361096,3 | 446818 | 23,74 | 522131,8 |  | 558794,5 | 25,1 | 7,0 | 54,7 |
| Прибуток | -1612222 | -1532576 |  | -1392593 |  | 468086,1 |  |  |  |



Рис. 2. 3. Зміни у структурі окремих операцій з фінансовими інструментами ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ»

У 2006 році ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» не здійснював операцій з цінними паперами власної емісії (облігаціями та векселями), оскільки не мав на це дозволу, а також не мав потреби у залученні додаткових фінансових ресурсів з використанням цих фінансових інструментів



Рис. 2. 4. Динаміка доходів від фінансових інвестицій ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ»

Значних змін перетерпіла структура і величина окремих операцій із цінними паперами у першому півріччі 2007 р. Так, внаслідок активізації діяльності підприємства і розвитку його відносин з найбільшими клієнтами - підприємствами міста, на 87,7% збільшилися внески компанії у векселі Пенсійного фонду. Це відбулося ще і тому, що згідно Постанови КМ України від 02. 02. 2007 р. № 1254-КП23, підприємство отримало можливість збільшити обсяги операцій з цінними паперами державних організацій та установ.

## 2.3 Аналіз доходності операцій з цінними паперами в межах ВАТ «ЗНВКІФ «СЕІФ»

За 1-і півріччя 2007 р. значно знизилися процентні доходи по боргових зобов'язаннях клієнтів. Це відбулося в результаті зниження інфляційних процесів та зменшення дисконтної ставки НБУ, до якої було прив’язані доходи від боргових зобов’язань, які були у розпорядженні ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ».



Рис. 2.5. Зміни у структурі доходів ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» від фінансових інвестицій

У той же час підприємство активізувало роботу з цінними паперами для клієнтів (довірчі операції), що привело до зростання комісійних доходів по цих операціях (119% від рівня 2006 р); а також почало реалізовувати власні цінні папери, що принесло йому 10234,2 грн. доходів

Відбулися зміни й у структурі доходів і витрат підприємства від фінансових інвестицій. Так, значно збільшилася частка витрат на векселі ПФ (з 17% у 2006 р. до 33% у 1-м півріччі 2007р). У той же час частка зобов'язань клієнтів й ОВДП у витратах не змінилася. Внаслідок активізації діяльності підприємства з цінними паперами клієнтів, з'явилися витрати по цих операціях, пов'язані з необхідністю збереження, інвентаризації, обліку, пересилання, супроводу цих цінних паперів.

У структурі доходів провідне місце займають операції з цінними паперами клієнтів (50% усіх доходів по операціях із фінансовими інвестиціями), а також доходи по зобов'язаннях клієнтів, які входили до складу дебіторської заборгованості ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» (47%).



Рис. 2.6 Динаміка доходів та витрат ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» від фінансових інвестицій

У цілому за 1-му півріччя 2007 р. підприємство, за рахунок активізації операцій з векселями ПФ і цінними паперами клієнтів забезпечило зменшення збитковості фінансових інвестицій на 4,94% від рівня 2006 р.

В 2-му півріччі відбувалося подальше зниження збитковості операцій із цінними паперами.

Так, продовжували збільшуватися доходи від операцій з цінними паперами для клієнтів (28% від рівня попереднього періоду), а також від реалізації власних цінних паперів (81,22%) і доходи по зобов'язаннях клієнтів (3,1%).

У структурі витрат відбулися наступні зміни. Знову знизилася частка витрат на векселі ПФ, хоча витрати в абсолютному вираженні збільшилися і склали 147% від рівня попереднього періоду. Зросли витрати по операціях з цінними паперами для клієнтів (53,6 рівня 1 - го півріччя).

У цілому значно знизилася величина витрат від операцій із цінними паперами (на 3,27%) у порівнянні з 1-м півріччям 2007 року. Це відбулося через зменшення витрат по боргових зобов'язаннях клієнтів (на 7,94%), що дозволило знову зменшити розмір збитків від операцій із ЦП на 9,13%.

Однак самі істотні зміни відбулися в першому півріччі 2007 р. Як ми вже згадували вище, на початку цього року ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» нарешті одержало можливість реалізувати ОВДП, що протягом 2 років не приносили доходів. Лише частина засобів, отриманих від реалізації ОВДП знову ввійшло у витрати, унаслідок їхнього рефінансування в боргові зобов'язання НБУ. Це призвело до значного скорочення валових витрат компанії по операціях з цінними паперами, а рефінансування доходів від ОВДП у боргові зобов'язання НБУ дозволило, згідно Листа НБУ № 3459-МП-12 від 12. 01. 2007 р. , скоротити обов'язкові витрати на їхню купівлю. Крім цього, у 1-м півріччі 2007 року значно зросли доходи по векселях Пенсійного фонду (на 936%). Це, очевидно зв'язано з тим, що підприємства були змушені викуповувати ці цінні папери для ліквідації заборгованостей по бюджетним зобов’занням.

На 40% зросли також доходи підприємства від операцій з цінними паперами для клієнтів. Це пов'язано з активізацією діяльності підприємств по викупі своїх боргових зобов'язань у енергогенеруючих компаній і підрозділів Міністерства транспорту, перед якими в них була значна кредиторська заборгованість, а також з покупкою векселів цих компаній.

Однак, активізація діяльності ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» з цінними паперами в даний період не привела до збільшення витрат, пов'язаних зі здійсненням таких операцій. Це пояснюється тим, що з початку 2007 року компанія здійснює всі операції з цінними паперами клієнтів з використанням єдиного комп'ютерного реєстру, що прискорює всі операції і робить їхній більш дешевими і вигідними.

У цей період витрати ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ», пов'язані зі здійсненням операцій з цінними паперами скоротилися практично вдвічі, а доходи зросли на 25%. Це дозволило підприємству, уперше з моменту початку діяльності дістати прибуток від операцій з фінансовими інвестиціями в розмірі 468086 грн.

Аналізуючи динаміку основних показників, що характеризують операції компанії з цінними паперами необхідно відзначити наступні основні моменти.

За 2 роки істотно знизилися витрати по обслуговуванню боргових зобов'язань клієнтів, що склали наприкінці аналізованого періоду всего 11% від витрат на початок періоду. Цілком зникли витрати підприємства по обслуговуванню ОВДП. Однак це не можна поставити в заслугу ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ». Оцінюючи наслідки такого кроку слід зазначити високі професійні навички фінансових аналітиків підприємства, які, щоб уникнути значних збитків, прийняли рішення про відхід пємства з ринку ОВДП. Це дало можливість не накопичувати довготермінові вклади в ОВДП, що виникли б у результаті обміну короткострокових облігацій на довгострокові розпорядженням КМ України від 12. 09. 2007 р. Така міра дала можливість ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» визволити значні засоби, велика частина яких була спрямована на забезпечення векселів Пенсійного фонду.



Рис. 2. 7. Динаміка результату від операцій ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами

Не можна не відзначити і той факт, що за період з 2006 по 2007 р. значно зросли обсяги операцій підприємства з векселями Пенсійного фонду. Це вказує на те, що ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» дійсно займається проблемами, пов'язаними з обслуговуванням платежів підприємств у Пенсійний фонд. За аналізований період значно збільшилися доходи по цінних паперах клієнтів (552,3% від рівня 2006 року), що пов'язано з активізацією підприємств - клієнтів та партнерів ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» на фондовому ринку. Крім цього на таке збільшення доходів вплинули і конкурентні переваги підприємства в сфері забезпечення інтересів клієнтів по купівлі-продажу корпоративних цінних паперів. Протягом 2 років ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» постійно збільшувало розміри операцій, пов'язаних з реалізацією власних цінних паперів, що дало можливість залучити додатково 50780,7 грн.

## 3. Напрямки вдосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні

## 3.1 Моделі та перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні

Україна ще й досі знаходиться далеко від головних потоків капіталу. Спроби ринкових перетворень окремих сторін господарської діяльності, нажаль, не призводять до бажаного результату. Відсутність ефективно діючої інфраструктури, яка забезпечує акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери та сприяє раціональному розміщенню фінансових ресурсів, не дає можливості ефективно управляти господарською діяльністю і конкурентно оцінювати вартість виробничих ресурсів. Недосконала система обліку прав власності на майно у поєднанні із відсутністю загальнонаціональних ринків основних ресурсів виробництва робить українську продукцію неконкурентною а українські підприємства збитковими.

З початку реформи у постсоціалістичних країнах Східної Європи та деяких країнах СНД створення національного фондового ринку відбувалося водночас з розбудовою сучасної моделі його інфраструктури в суворій відповідності до рекомендацій Групи Тридцяти, IOSCO, та вимог міжнародних фінансових організацій.

Як відповідь на глобальні тенденції в Україні було прийнято Закони “Про цінні папери та фондову біржу”, ”Про господарські товариства”. Акцент на біржову торгівлю сприймався як знак ринкових перетворень. При цьому фундаментальні передумови існування біржової торгівлі, які створювались в інших країнах десятиріччями, вважалось виникнуть якось собою. Відсутність систем виконання угод і обліку прав власності обумовили появу низки законодавчих (Укази Президента України №247/94, 160/96 тощо) і нормативних документів. Цей поступовий розвиток привів до появи Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” та Указу Президента України від 22 червня 1999 року N 703/99 “Про загальні засади функціонування Національного депозитарію України”.

Необхідно визнати, що до сьогоднішнього дня ринкова інфраструктура в Україні формувалась безсистемно та контролювалась різними державними установами за принципом “у семи няньок дитина без ока”. За допомогою різних міжнародних організацій в Україні намагалися “методом прямого впровадження вживити” ринкові інфраструктури. Кожний з цих інфраструктурних елементів, нажаль, не враховував у повній мірі українське законодавство і національні особливості. Україна, як і інші постсоціалістичні країни, стала “експериментальним полігоном” щодо “схрещення” континентального і англосаксонського права. Вважалося, що імплантація ззовні готової системи буде мати користь для країни – реципієнта. Однак “віз і нині там”.

Стагнація українського ринку корпоративних цінних паперів має негативні наслідки для України не тільки зниженням обсягу інвестицій, а й для найбільшого власника корпоративних цінних паперів - держави. Складність визначення справедливої ціни на цінні папери поза функціонуючим ринком цінних паперів може призвести до збитків держави у випадку продажу пакетів цінних паперів. Визначення такої ціни (котирувальної ціни, що формується між попитом і пропозицією, при якому укладається максимальна кількість угод щодо цінних паперів) можливо для ліквідних цінних паперів у організатора торгівлі цінними паперами. Враховуючи це Указом Президента № 1626/99 від 29. 12. 1999 “Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні” передбачено вжити заходів для зосередження вторинної торгівлі цінними паперами інвестиційно-привабливих підприємств виключно на фондових біржах та у ліцензованих торговельно-інформаційних системах.

Відзначається загрозлива тенденція зростання кількості правопорушень щодо обліку прав власності. Так за 1997 рік на ринку цінних паперів Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку зареєструвала 2200 правопорушень, а за 1998 рік у тричі більше. Становище, що склалося в даний час стосовно фіксації прав власності на цінні папери наближається до критичного стану.

Указом Президента № 1626/99 від 29. 12. 1999 “Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні” передбачено пріоритети в діяльності Уряду, серед яких визначено:

вдосконалення механізму захисту прав дрібних інвесторів;

сприяння залученню інвестиційних ресурсів, у тому числі легалізованих у встановленому порядку, підвищення заінтересованості інвесторів щодо українських підприємств на внутрішньому і міжнародних фондових ринках;

забезпечення у процесі приватизації мінімального розпорошення акцій підприємств, які мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави чи займають монопольне становище на загальнодержавному ринку відповідних товарів (робіт, послуг), та продажу акцій таких підприємств промисловим інвесторам єдиним пакетом;

забезпечення здійснення ефективного управління корпоративними правами, що належать державі.

За відсутності єдиного в країні фондового центру майже неможливою стає прозорість ринку. Прозорість ринку цінних паперів дає інвесторам впевненість у правильності свого вибору. Інвестор не віддасть своїх грошей туди, де від нього не приховують інформацію. Зазначені недоліки суттєво впливають на фінансову довіру дрібних інвесторів і на розміри коштів, що залучаються.

Принцип цілісності ринку потребує впровадження єдиних підходів до функціонування організованих ринків на всій території України. Світова практика свідчить, що ринок неминуче еволюціонує від хаотичності і роздробленості до цілісності, централізації. Це характерно для усієї фінансової системи ринкових відносин - як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансово-економічних відносинах.

Концентрація капіталу, зменшення кількості акціонерних товариств і зростання їхньої рентабельності (включаючи прибутковість для інвестора), централізація Національної депозитарної системи разом з розвитком і концентрацією біржової і позабіржової торгівлі, розумна достатність державного регулювання та податкового пресингу - от далеко не повний, але важливий комплекс мір для підйому ринку цінних паперів в Україні.

Національна депозитарна система повинна для більше половини населення України забезпечувати облік їхніх прав власності, а це в грошовому вираженні більше 20 мільярдів гривень. Крім того, для розвитку ринку цінних паперів саме Національна депозитарна система забезпечує зниження ризиків інвестиційної діяльності.

Указом Президента України від 30 жовтня 1999 року № 1415/99 “Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році” визначено ряд головних завдань, які необхідно вирішити для розвитку фондового ринку в Україні, серед яких:

розбудова інфраструктури фондового ринку;

вдосконалення системи захисту прав інвесторів.

Інфраструктурні елементи організованого ринку є учасниками Національної депозитарної системи України, якісне функціонування якої має забезпечити утворений Національний депозитарій України. Адекватне функціонування та взаємодія інформаційної, облікової системи та системи виконання угод створює умови для появи цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого фондового ринку в Україні. Цей фундамент має забезпечити ефективність державного регулювання, необхідний рівень захисту прав власності інвесторів і має сприяти надходженню інвестицій в економіку України.

Правові особливості цінного паперу, що перетворюють звичайні зобов'язальні права боржника і кредитора також у майно, підвищують оборотність цих зобов'язань і, у кінцевому рахунку, роблять фінансові відношення в економіці більш мобільними й ефективними. Однак ця обставина робить цінні папери відмінними від інших фінансових інструментів (наприклад, грошових коштів). Це, у свою чергу, обумовлює необхідність розробки і використання спеціалізованих способів обігу цінних паперів і обліку прав на цінні папери. Суто кількісні характеристики (35 тисяча емісій цінних паперів і 30 мільйонів власників цінних паперів) диктують додаткові технологічні вимоги, що визначають складність вирішення всього комплексу проблем, пов'язаного з формуванням Національної депозитарної системи України.

Радянське цивільне законодавство не приділяло багато уваги цінним паперам і розглядало їх як річ. Наявність в обігу паперових облігацій 3% позики ставили первинним майнове право на цінний папір. Такий підхід цілком справедливий, якщо ми маємо справу з надрукованими на папері документами – цінними паперами на пред'явника. Саме вони є найбільш яскравим прикладом сполучення зобов'язальних прав, що надаються емітентом інвестору, і майнових прав на цінний папір. Однак, в Україні вся приватизація здійснювалась іменними цінними паперами, за умови практично повної відсутності їх правового аналізу.

Важливо зауважити, що на даний час обіг (укладання та виконання угод щодо цінних паперів) цінних паперів регулюється великою кількістю законодавчих і підзаконних актів, що регулюють майнові взаємовідносини. З одного боку загальне законодавство (Цивільний кодекс України, Закон “Про власність”, “Про нотаріат” тощо) із низкою підзаконних актів, а з іншого – спеціальне законодавство. Цілком можливо при обігу цінних паперів порушити (практично не можливо не порушити) хоча б один з цих актів. Це може відбутися незважаючи на Закон України “Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”, який також регулює “обіг цінних паперів”. Однак цей закон для багатьох правознавців є чомусь вторинним. І це відбувається незважаючи на п. 7 розділу 4 Закону України “Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” “До приведення законодавства у відповідність з цим Законом закони та інші нормативні акти України, прийняті до набрання чинності Законом України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні", діють у частині, що не суперечить цьому Закону. ”

Відсутність чіткої визначеності щодо порядку застосування загальних та /або спеціальних нормативно - правових актів дає можливість вирішувати долю учасників ринку цінних паперів суб’єктивно.

Україна в даному випадку навіть не вчиться на власному досвіді, вже не кажучи про досвід інших країн. Українське загальне законодавство визначає, що обіг фінансового інструменту – грошей регулюється спеціальним законодавством і документами Національного банку України. Невже у відношенні ще більш специфічного фінансового інструменту –цінних паперів важко застосувати ту ж саму норму. Тим більше таке спеціальне законодавство існує а стандарти, встановлені Національним депозитарієм України підлягають обов’язковому виконанню всіма учасниками Національної депозитарної системи(Указ Президента України від 22 червня 1999 року N 703/99). Цілком зрозуміло, що для впровадження цієї ідеї необхідно ревізувати нормативну базу щодо ринку цінних паперів. Однак, досвід інших країн і стан справ в Україні наполегливо підштовхує до вирішення цієї проблеми.

Створення чітко зрозумілої і прозорої системи законодавчого регулювання надасть інвестору впевненість, що в Україні його права власності захищені. У випадку обрання цього шляху вирішення проблем обліку прав, закріплених цінними паперами можливо регулювати спеціальним (чітко визначеним) законодавством.

Відсутність в Україні практики формування депозитарного обліку обумовлює необхідність концентрації інтелектуальних і фінансових зусиль навколо Національного депозитарію, до компетенції якого відноситься стандартизація депозитарного обліку і стандартизація документообігу. Допомогу у створенні депозитарного обліку в Україні можуть зробити практичні розробки в цьому напрямку інших країнах. Найбільшою проблемою цього напрямку є обмежений доступ українських фахівців до найкращого практичного досвіду іноземних депозитарних систем, який є “ноу-хау” і не підлягає поширенню. Практичне вивчення роботи конкретних депозитарних систем може стати за порукою не допущення помилок та підґрунтям для адаптації та інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки. При вирішення цієї задачі застосування “під копірку” таких “готових рецептів” країн із розвинутими ринками цінних паперів повинно враховувати правові норми України й особливості постприватизаційного періоду. Такі практичні розробки повинні бути вивчені й адаптовані з урахуванням усього комплексу законодавчих і нормативних актів України. Важливу роль у справі створення депозитарного обліку в Україні може зіграти також багатий досвід Національного банку України, накопичений при створенні банківської системи, а також при розробці і впровадженні передових інформаційних банківських технологій (система електронних платежів НБУ - одна з кращих у Європі).

Президент України в Указі від 30 жовтня 1999 року № 1415/99 “Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році” визначив, що розбудова інфраструктури фондового ринку передбачає, зокрема, запровадження стандартів діяльності професійних учасників фондового ринку щодо обліку прав власності на цінні папери на основі подальшого розвитку Національного депозитарію України і клірингового депозитарію, запровадження сучасних фінансових та інформаційних технологій.

Стандартизація обліку прав власності на цінні папери Національним депозитарієм України має стати практичним кроком щодо гармонізації законодавства України з світовими і Європейськими нормами. Встановлення відповідних стандартів депозитарного обліку буде сприяти підвищенню прозорості фондового ринку та сприяти зростанню операцій на фондовому ринку, що фактично веде до підвищення доходної частини бюджету України за рахунок відповідних податків.

Стандартизація Національним депозитарієм операцій на ринку цінних паперів дає можливість сформувати фундамент ефективного ринку цінних паперів, забезпечити дієвий контроль з боку державних органів та створює умови для надійного захисту прав інвесторів. З метою створення єдиної системи депозитарного обліку Національним депозитарієм із залученням фахівців державних органів, експертів фондового ринку і представників міжнародних організацій розроблено та затверджено Стандарт депозитарного обліку. В цьому стандарті вперше на теренах країн СНГ вдалося створити основу для формування єдиної системи депозитарного обліку як для державних так і для корпоративних цінних паперів.

Але норми законодавства і стандартизація не можуть замінити собою високі технології та програмні продукти, що мають забезпечити функціонування Національної депозитарної системи. Розбудова Національної депозитарної системи передбачає впровадження сучасних принципів і технологій, які відповідають тенденціям глобалізації ринків і в світовому масштабі. Запровадження стандартів має супроводжуватися створенням системної технології, що поєднує облікову і виконавчу систему інфраструктури ринку цінних паперів. Приклад такого будівництва в Україні вже є. Це поєднання методологічної роботи Національного банку зі створенням системи електронних платежів. Вирішення цієї проблеми забезпечить рух інвестицій в Україну, вихід цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові ринки, буде сприяти прозорості і надійності фондового ринку України.

3.2 Шляхи вдосконалення відносин на ринку цінних паперів в Україні

Досвід побудови національних фінансових ринків латиноамериканських країн і Росії не може бути кращим прикладом для України, оскільки неможливо впроваджувати однакові засоби боротьби з фінансовою кризою у всіх країнах. Коли світові ринки дедалі більше інтегруються, координація їхньої діяльності й забезпечення інституційних основ функціонування залишається національним пріоритетом. Оздоровлення фінансового ринку України нині вимагає розробки науково обґрунтованої стратегії випуску і обігу державних цінних паперів, що базується на довготермінових конструктивних інтересах держави.

Підвищення конкурентоспроможності українського фондового ринку і цивілізована інтеграція до міжнародних ринків капіталу повинні стати пріоритетами державної політики на фондовому ринку України.

З цією метою можна сформулювати наступні пропозиції:

впровадження в корпоративні відносини міжнародних стандартів корпоративного управління;

трансформація українських торговців цінними паперами у повнофункціональні,

фінансово стійкі інститути, що надаватимуть своїм клієнтам більш широкий спектр фінансових послуг та продуктів;

стимулювання інститутів інфраструктури фондового ринку (організаторів торгівлі, прямих учасників Національної депозитарної системи) до впровадження нових фінансових послуг, фінансових продуктів і інструментів;

здійснення кроків у напрямку інтеграції з фондовими ринками країн Східної Європи, Балтії та країн. ГУУАМ. (Грузія, Узбекистан, Україна, Азербайджан, Молдова);

впорядкування інтеграційних процесів до фондових ринків ЄС та Росії на засадах цивілізованості і врахування національних інтересів;

міжнародне співробітництво в рамках IOSCO та інших міжнародних організацій як основа для створення позитивного іміджу українського фондового ринку.

Найбільшою проблемою в найближчі роки стане регуляторний арбітраж (різниця між витратами учасників ринку на дотримання комплексу регулятивних вимог у тій чи іншій країні), пов’язаний з процесом масштабного переміщення ринків в офшорні зони для створення ринку, паралельного внутрішньому.

Економічне зростання України багато в чому залежить від зусиль держави і професійних учасників по концентрації ринку в країні та від здатності мобілізувати фінансові ресурси з метою інвестування в реальний сектор економіки.

Важливою складовою державної політики, спрямованої на підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України є податкове стимулювання розвитку інфраструктури фондового ринку, професійної діяльності суб’єктів фондового ринку, операцій з цінними паперами та доходів по них.

Пріоритетними напрямками розвитку фондового ринку, з урахуванням необхідності змін у його податковому регулюванні, вважаємо:

встановлення спеціального порядку ведення податкового обліку фінансових результатів та декларування доходів професійних торговців цінними паперами та прирівняних до них осіб (інституційних інвесторів) від операцій з цінними паперами та деривативами, відмінного від обліку аналогічних операцій та декларування доходів від таких операцій інших суб’єктів фондового ринку, які не мають статусу торговців цінними паперами;

звільнення від оподаткування податком на прибуток підприємств та податком на додану вартість некомерційних (неприбуткових) організацій фондового ринку (організатори торгівлі, Центральний депозитарій, добровільні об’єднання професійних учасників, фонди захисту прав інвесторів тощо), які забезпечують функціонування інфраструктури, діяльність яких спрямована на захист прав і законних інтересів інвесторів та здешевлення обліку та обігу цінних паперів;

звільнення від оподаткування податком на додану вартість доходів від діяльності на фондовому ринку професійних учасників, чий статус встановлено відповідно до спеціального законодавства, та будь-яких операцій, пов’язаних з обігом цінних паперів (корпоративних прав) та деривативів.

Створення ефективної системи захисту прав та законних інтересів інвесторів можливе тільки за умови об’єднання зусиль законодавчої, виконавчої та судової гілок влади, громадських організацій, засобів масової інформації, емітентів та самих інвесторів. З цією метою пропонуємо:

привести українське законодавство щодо інвестиційної діяльності у відповідність до законодавства країн ЄС.

прийняти відповідні зміни та доповнення до цивільно-процесуального та арбітражно-процесуального, валютного, банківського, податкового законодавства, а також законодавства, що регулює фондовий ринок.

встановити ефективний механізм захисту, що стимулюватимуть інвесторів до захисту своїх прав, в тому числі запровадження норми колективного позову.

Для подальшого розвитку інструментів фондового ринку України необхідно:

створення ринку похідних.

запровадження нових фінансових інструментів через застосування механізму пілотних проектів.

законодавче запровадження системи андерайтингу.

надання місцевим органам влади можливості здійснювати випуск муніципальних облігацій під певні пріоритетні прибуткові програми.

Цілісна інституційна інфраструктура фондового ринку повинна забезпечити його ефективне функціонування, слугувати національним інтересам, забезпечувати економічну безпеку і суверенітет України.

Сьогодні торгова інфраструктура фондового ринку України, що складається з фондових бірж та інформаційно-торговельних систем, перш за все, обслуговує приватизаційні та постприватизаційні процеси розподілу і перерозподілу корпоративної власності.

Фондовий ринок України не сприяє ефективному залученню та розподілу капіталу. Як наслідок:

розміри організованого ринку корпоративних цінних паперів в Україні є незначними за обсягами ринкової капіталізації, за кількістю і обсягами угод з цінними паперами; неорганізований ринок значно перевищує організований;

на неорганізованому ринку переважають угоди з векселями.

Глобальна тенденція розвитку фондових ринків вимагає концентрації торгівлі корпоративними цінними паперами на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій: організатори торгівлі повинні забезпечити ефективну торговельну платформу разом з фінансовими продуктами, які потрібні клієнтам, та за ціною, яку ці клієнти готові платити.

Зважуючи на вищевикладене пріоритетними вважаємо наступні заходи:

забезпечення прозорого ціноутворення, при якому ціни організованого ринку можуть бути основою для оцінки активів інститутів спільного інвестування і для цілей оподаткування;

створення через державне регулювання та саморегулювання професійних учасників ефективної системи контролю за торгівлею за участю афілійованих осіб;

встановлення обов’язковості укладання угод з великими пакетами цінних паперів українських емітентів на організованих ринках;

створення рівних умов вторинного обігу однотипних фінансових інструментів у різних організаторів торгівлі;

створення умов для торгівлі на організованому ринку акціями молодих компаній росту (венчурних компаній);

створення умов для торгівлі на організованих ринках іноземними цінними паперами;

запровадження заходів для розміщення українськими емітентами цінних паперів на організованих ринках.

розвиток технологій торгівлі похідними на організованих ринках;

здійснення організаторами торгівлі розрахунково-клірингової діяльності з похідними;

впровадження електронного документообігу при укладанні та виконанні угод з корпоративними цінними паперами, прийняття єдиних стандартів та сертифікації систем електронного цифрового підпису та шифруванні даних, придатних для використання у будь-яких технічних та технологічних системах, які будуть підтримувати функціонування інфраструктури фондового ринку України.

## Висновки

Розвиток ефективно діючого фінансового ринку здатного мобілізовувати та перерозподіляти інвестиційні ресурси є найважливішим завданнями регулювання національної економіки. Тому розвиток фондового ринку як невід'ємної частини фінансового ринку набуває першочергового значення.

У даній роботі були розглянуті різні види цінних паперів, що обертаються на фондовому ринку. Ринок цінних паперів грає важливу роль в системі перерозподілу фінансових ресурсів держави, а також необхідний для нормального функціонування ринкової економіки. Тому відновлення і регулювання розвитку фондового ринку є однією з першочергових задач, що стоять перед урядом, для рішення якої необхідне прийняття довгострокової державної програми розвитку і регулювання фондового ринку і суворий контроль за її виконанням.

Сьогодні ринок цінних паперів України знаходиться в початковій стадії розвитку. При цьому є значний потенціал як з боку професійних учасників ринку, так і з боку інвесторів. Позитивну роль в розвиток ринку грають: факт появи на ньому акцій підприємств,що приватизувалися промислових, завдяки чому збільшується обсяг "предмету діяльності", тобто цінних паперів; значна зміна цього спекулятивного спрямування,що є у фондового ринку за рахунок активізації діяльності як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів; перспективи створення інституту незалежних реєстраторів, що значно полегшить процес переоформлення іменних цінних паперів, збільшить швидкість їхнього обороту; наявність кваліфікованих професійних учасників ринку цінних паперів; вдосконалення законодавства, що регулює діяльність фондового ринку України.

На підставі проведеного аналізу результативності функціонування ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» на ринку цінних паперів, було визначено наступне. По-перше, як свідчать результати аналізу доходності окремих видів операцій із фінансовими інвестиціями, підприємству варто збільшувати витрати на фінансування боргових цінних паперів Пенсійного фонду України, оскільки вони є одним з найважливіших джерел доходів по операціях з цінними паперами. Однак можливість здійснення такого заходу буде залежати від особливостей попиту на векселі ПФ, а також від політики в сфері бюджетних і інших обов'язкових платежів, проведених урядом України.

По-друге, як засвідчив аналіз витрат на обслуговування фінансових інвестицій, ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» необхідно вишукувати можливості зменшення комісійних витрат, зв'язаних з реалізацією цінних паперів, що як знаходяться в розпорядженні компанії, так і що здобуваються і реалізованих на прохання клієнтів компанії. Це стане можливим при впровадженні нових технологічних систем керування портфелем цінних паперів, що дозволить значно скоротити поточні витрати, зв'язані з ними.

По-третє, підприємство не здійснює численні види операцій з цінними паперами, що значно звужує операційне коло його дій, можливості до отримання доходів.

По-четверте, зміни у законодавстві примушують підприємство до перегляду стратегії своєї діяльності з врахуванням нових, більш жорстоких вимог до гравців фондового ринку щодо забезпечення боргових зобов′язань, розміру статутного фонду тощо. За результатами проведеного дослідження було визначено, що ВАТ «ЗНВКІФ «СЄІФ» більш доцільно перейти на обслуговування реальних інвестиційних проектів, здійснювати пряме інвестування промислового виробництва аніж займатися операціями з фінансовими інвестиціями.

Серед недоліків ринку цінних паперів в Україні слід визначити наступні:

1. Все ще не отримала логічного завершення розробка правового забезпечення формування національного ринку цінних паперів. Концепція фондового ринку України витримала в Верховній Раді України лише перше читання.

2. До створення справжніх цивілізованих інвестиційних інститутів, покликаних виконувати посередницькі функції між емітентами і покупцями цінних паперів, "дистанція величезного розміру". Фактично недіючими в цій найважливішій справі залишаються банки, система казначейства і валютна біржа. Ситуація погіршується і підірваної зважаючи на несумлінну (якщо не сказати більше) діяльності репутацією великої кількості фінансових посередників.

3. В Україні доки ще буде відсутній чітка система гарантій розміщення цінних паперів як для вітчизняних так і для іноземних фізичних і юридичних осіб.

4. Питання про лімітування покупки окремих виглядів цінних паперів в Україні (на відміну від Росії, де ліміт покупки державних короткострокових зобов'язань для фірм-нерезидентів складає 10%) доки в практичній площині не ставиться.

5. Досі не врегульоване питання про присутність на національному ринку цінних паперів фірм-нерезидентів в якості самостійних фінансових партнерів.

6. Розвиток національного ринку цінних паперів багато в чому стримується все ще неадекватною сприйнятливістю населення.

8. Нормальне функціонування ринку цінних паперів ускладнюється істотною нестачею вірогідної і докладної інформації. Разом з тим, невдосконаленість інформаційного забезпечення зумовлене ще і відсутністю належної стандартизації врахування цінних паперів в відповідності з міжнародними стандартами. І, нарешті, на національному ринку цінних паперів доки ще не знайдене оптимальне співвідношення біржового і внебиржевого наявного і безготівкового оборотів.

Таким чином, ефективне регулювання фондового ринку є однією з найважливіших задач уряду, оскільки цей ринок є настільки масштабним і нестійким, що може погрожувати всієї економічної системи країни. Для цього необхідно всебічний і обміркований вплив держави на фондовий ринок, включаючи як правове регулювання, так і економічні засоби впливу.

В області законодавчого регулювання ринку цінних паперів однієї з першочергових задач є прийняття довгострокової державної програми розвитку і регулювання фондового ринку, Перші кроки в цьому направленні були зроблені з прийняттям Закону, що вирішив чисельні проблеми регулювання фондового ринку. Законом встановлений новий режим для цінних паперів і професійних учасників фондового ринку, що дозволить уникнути "сурогатною" діяльності на ринку, а також визначена чітка структура державних органів, регулюючих ринок цінних паперів. Необхідно прийняття і інших законів і нормативних актів в відповідності з обраною лінією регулювання, сприятливих подальшому розвитку і зміцненню фондового ринку в Україні, і здійснення контролю за їхнім виконанням.

Незважаючи на всі негативні характеристики, сучасний український фондовий ринок - це динамічний ринок, що розвивається на основі: масштабної приватизації і пов'язаного з нею масового випуску цінних паперів; випуску, що розширяється підприємствами і регіонами, облігаційних позик; швидкого поліпшення технологічної бази ринку; доступу, що відкрився на міжнародні ринки капіталу; швидкого становлення масштабної мережі інститутів - професійних учасників ринку цінних паперів і інших чинників.

## Перелік використаних джерел

1. Закон України “При цінні папери та фондову біржу” від 11. 09. 1999р. №13-477
2. Закон України “Про банки та банківську діяльність від 13. 09. 2000 р. №4551.
3. П(с) БУ 2 - П(с) БУ "Баланс", затверджений наказом МФУ від 31. 03. 1999р. за №87.
4. П(с) БУ 12 - П(с) БУ 12 „Финансовые інвестиції", затверджене наказом МФУ від 26. 04. 2000р. за №91.
5. Авдеев А. М. , Павловец В. И. Экономические показатели инвестиционных проектов в условиях инфляции. Экономика и коммерция. №3, 1994.
6. Агарков М. М. Учение о ценных бумагах - М. :, Финстатинформ, 1993 г. – 150 с.
7. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг - М. :, Финансы и статистика, 1992 г. – 165 с.
8. Алехин Б. “Рынок ценных бумаг” – К. : Либідь. 1991 г. – 166 с.
9. Бакаєв Л. О. Кількісні методи в управлінні інвестиціями: Навч. посібник. – К. ,2000. – 266 с.
10. Балабанов В. С. Осокина М. Е. Рынок ценных бумаг - М. : Литера, 1994 г. – 213 с.
11. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? – М. : Финансы и статистика, 1995. – 384 с. : ил.
12. Баронський А Ринок цінних паперів в Україні// Фінансова Україна, 1998 р. - № 47 – с. 12-18.
13. Басовский Л. Е. Финансовый менеджмент: Учебник. – М. ,2002. – 184 с.
14. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент. – К. , 1995. – 462 с.
15. Бланова В. А. Рынок ценных бумаг - М. : Финансы и статистика, 1996 г. – 312 с.
16. Боди Э. Принцип инвестиций /Боди З. , Кейн А. , Маркус. А. Дж. – М. ,2002. – 212 с.
17. Бочаров В. В. Инвестиционный менеджмент. – СПб, 2000. – 350 с.
18. Бочаров В. В. Финансовое моделирование: Учеб пособие. – СПб. , М. , Харьков, Минск, 2000. – 414 с.
19. Брейли Р. , Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Учебник. – М. , 1997. – 311 с.
20. Бурков В. Н. Управление большими системами. – М. : Синтег, 1998, 432 с.
21. Ван Хорн ДЖ. К. Основы управления финансами. М. , Финансы и статистика, 1996.
22. Ван Хорн Дж. К. , Вахович Д. М. Основы финансового менеджмента. Пер с англ. - 11-е изд. – М,2001. – 403 с.
23. Винс Р. Математика управления капиталом: Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров: Пер. с англ. – М. : Альпина. – 2000. – 400 с.
24. Гитман Л. Дж. , Джонк М. Основы инвестирования. – М. ,1997. – 274 с.
25. Глухов В. В. , Бахрамов Ю. М. Финансовый менеджмент (Участники рынка, инструменты, решения): Учеб пособие. – СПб. , 1995. – 314 с.
26. Гридчина М. В. Финансовый менеджмент: Курс лекций. – К. ,1999. – 288 с.
27. Єлейко Я. І. та інш. Інвестиції ризик прогноз: Посібник/ Я. И. Єлейко, О. И. Єлейно, К. Є. Раєвський. – К. , Львів,2000. -
28. Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. Учебное пособие для вузов - М. : Банки и Биржи, Юнити, 1995 г. – 298 с.
29. Зарубкин Л. Некоторые проблемы инвестиционной политики и нормализации незавершенного строительного производства. // Вопросы экономики. – 1990. – №8. – с. 58-66.
30. Инвестиционный финансовый портфель: Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового менеджера. Книга финансового посредника. – М. : Соминтэк, 1993. – 478 с.
31. Крейнина М. И. Финансовый менеджмент: Учеб пособие. – 2-е изд. , пер и доп. – М. ,2001. –
32. Ли Ч. О. , Финнерти Д. И. Финансы корпорации: теория, методы и практика: Учеб для вузов: Пер с англ. – М. , 2000. –
33. Мансухани Г. Р. Золотое правило инвестирования: Пер. с англ. – М. ,1991. – 93 с.
34. Маслова С. О. , Опалов О. А. Фінансовий ринок: Навчальний посібник. – К. ,2003. – 417 с.
35. Меркумов Я. С. Финансовые вычисления. Теория и практика: Учебно-справочное пособие. – М. ,2002. – 275 с.
36. Мертенс А. Инвестиции: Курс лекций. – К. , 1994. – 623 с.
37. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования (официальное издание). – М. : НПКВЦ "Теринвест". – 1994.
38. Оскольський В. В. "Реалії та перспективи ринку цінних паперів в Україні. " // "Вістник Національного банку України",1999 р. - № 1, с. 3-20.
39. Павлова Л. Н. Корпоративные ценные бумаги: эмиссия и операции предприятий и банков. – М. : Интел-Синтез, 1998, 528 с.
40. Первозванский А. А. , Первозванская Т. И Финансовый рынок: расчет и риск. – М. ,1994. – 175 с.
41. Рейтлян Я. Р. Аналитическая основа принятия управленческих решений. М. , Финансы и статистика, 1989.
42. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты / под ред. В. С. Торкановского – СПб. : АО «Комплект», 1994 – 421 с.
43. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. А. И. Басова. – М. ,1996. –
44. Семенкова Е. Е. Операции с ценными бумагами – М. : Перспектива, 1997 г. – 250 с.
45. Серов В. М. Инвестиционный менеджмент: Учеб пособие. – М. ,2000.
46. Теплова Т. В. Финансовые решения: стратегия и тактика. Учебное пособие. – М. : Магистр, 1998, 264 с.
47. Тренев И. И. Управление финансами: Учеб пособие. – М. , 1999.
48. Фабоцци Ф. Дж. Управление инвестициями: Пер. с англ. . – М. ,2000.
49. Филатов В. Проблемы инвестиционной политики в индустриальной экономике переходного периода. // Вопросы экономики. – 1994. – №7, с. 412.
50. Финансово-кредитный словарь в 3 т. М. , Финансы и статистика, 1994.
51. Хоминич И. П. Финансовая стратегия компаний: Научное издание. – М. : Изд-во Росс. экон. академии, 1998, 156 с.
52. Четыркин Е. М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М. : "Дело", 1992. – 320 с.
53. Шаблин Д. Л. Акции, облигации и другие ценные бумаги - М. :, Российское АО «Микротех», 1992 г. – 160 с.
54. Шарп У. Инвестиции. – М. : Инфра-М, 1997, 1024 с.