



Тетяна КОСОВА

## РОЗВИТОК ФОНДОВОЇ МОДЕЛІ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

*Визначено роль і значення залучення інвестицій через механізм фондового ринку в сучасних умовах в Україні. Досліджено методи оцінки ліквідності та ризику українського ринку цінних паперів. Зроблено екскурс в історію становлення фондової моделі фінансування розвитку економіки, визначено функції ринку цінних паперів. Окреслено етапи розвитку фондового ринку України та притаманні ним особливості. Досліджено стан капіталізації ринку цінних паперів, привабливість окремих фінансових інструментів. Визначено роль інституціональних інвесторів для розвитку фінансового ринку України. Обрунтовано основні напрями активізації інвестиційної діяльності за допомогою інструментів фондового ринку.*

*A role and importance of bringing of investments through the mechanism of fund market in modern terms in Ukraine are defined. The methods of evaluation of liquidity and risk of the Ukrainian equity market are explored. The excursion in history of becoming of fund model of financing of development of economy is conducted; the functions of equity market are defined. The stages of fund market development of Ukraine and inherent by him feature are outlined. The state of capitalization of equity market is explored; attractiveness of separate financial instruments is evaluated. The role of institutional investors for development of financial market of Ukraine is defined. The basic directions of activation of investment activity by means the instruments of fund market are based.*

В умовах розвитку ринкових відносин в економіці України відбувається децентралізація інвестиційних процесів, продовжується процес перерозподілу корпоративної власності, консолідації акцій в руках стратегічних інвесторів. В умовах дефіциту бюджетних коштів та ресурсів комерційних банків для довгострокового кредитування реального сектора економіки, залучення інвестицій через механізм фондового ринку стає дуже актуальним.

Водночас в Україні спостерігається значний прогрес в усвідомленні важ-

ливості ефективного корпоративного управління. Запроваджуються заходи, спрямовані на поліпшення механізмів захисту прав акціонерів та кредиторів акціонерних товариств. Ефективна практика корпоративного управління є головною передумовою, що визначає здатність залучати фінансові ресурси, необхідні для довгострокового інвестування і економічного зростання.

У таких умовах увагу багатьох науковців та практиків привертають проблеми інвестування у фінансові інструменти численні наукові публікації присвя-

чуються дослідженню ліквідності та ризикованості українського ринку цінних паперів. Зокрема, М. В. Стирським апробовано методіку “трикутника дохідності”, запропоновану Німецьким інститутом акцій, для умов української економіки [1]. Зроблено висновок, що вона дає змогу отримати якісну інформацію про доцільність фінансового інвестування у ринок акцій у цілому. Водночас, вибір конкретних об’єктів вкладання коштів потребує більш складного аналізу сподіваної дохідності та ризиків. А. М. Бошняковим зроблено спробу розв’язати проблему бездохідності акціонерного капіталу шляхом запровадження тимчасового компенсаційного рахунку, джерелом наповнення якого мають бути цільові відрахування, що входять до собівартості продукції у складі загальних витрат на виробництво [2]. Для оцінювання факторів ризику цінних паперів А. Кондрашихіним запропоновано використовувати абсолютні значення вартості їх обслуговування та умови угод [3].

Ряд публікацій присвячено комерційним банкам як суб’єктам фондового ринку України [4; 5]. Дослідженнями встановлено, що основними інвестиційними цілями банків України на ринку цінних паперів у сучасних умовах є забезпечення дохідності фінансових вкладень при мінімізації ризику, пошук високодохідних корпоративних цінних паперів з метою отримання контролю над окремими підприємствами, збільшення обсягів торговельних операцій з надійними фондовими цінностями.

Таким чином, в наукових публікаціях порушуються окремі проблеми функціонування вітчизняного фондового ринку, але не реалізується системний підхід до визначення його ролі в формуванні інвестиційних ресурсів для потреб економіки. У цьому зв’язку метою даної статті є обґрунтування фондової моделі фінансування інвестиційної діяльності в Україні.

Історично фондова модель фінансування розвитку економіки сформувалася спочатку в США – після фінансового краху і депресії 1929–1932 років, а згодом була впроваджена і в інших країнах. У “Новому курсі” Ф. Д. Рузвельта була проголошена фактично кейнсіанська лінія державної підтримки фондового ринку як основи інвестиційного процесу [6]. В останнє десятиріччя поширилася така форма стратегії підприємницького розвитку і врегулювання фінансових відносин між учасниками ринку, особливо боргових відносин, як сек’юритизація активів – заміна традиційного банківського кредитування емісією нових цінних паперів, що обертаються на вторинних торгах (термін вживається як похідний від “securities” – цінні папери).

Ринок цінних паперів в умовах перехідної економіки виконує чотири функції: залучення інвестицій; спекулятивних портфельних вкладень; постприватизаційного перерозподілу прав власності; механізм зовнішнього корпоративного управління. Фактично інвестиційне спрямування мають усі чотири зазначені функції, оскільки контрагенти, вступаючи у прямі чи опосередковані фінансові відносини, формують інвестиційне поле для реалізації своїх інтересів – вкладають (інвестують) кошти у свій і партнерський бізнес, змінюють структуру власності, зіставляють ризики і можливу дохідність авансового капіталу.

Аргументація інвестиційної ролі фондового ринку базується на розумінні специфіки цінних паперів як еквівалента прав чи вимог на частки власності і запозичень, що підлягають розміщенню та обігу як опосередковані фінансові активи.

Фондовий ринок України виник у 90-ті роки, однак, його розвиток стримувався, окрім власних перепон, значною збитковістю чи малою рентабельністю підприємств, що приватизувалися, складністю процесів управління приватиза-

цією, неринковою сутністю майнових і компенсаційних сертифікатів. Період паперово-сертифікатної приватизації мав псевдоінвестиційний характер, коли пропагандистські наміри передували створенню умов для продуктивного акціонування і реформування власності. Із настанням періоду індивідуальної грошової приватизації – переважного акціонування великих підприємств, продажу державних пакетів акцій як частки капіталу ВАТ, природно посилюється значущість інвестиційних важелів і фондових операцій в управлінні цими процесами.

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку в 2003 р. затверджено Принципи корпоративного управління, які містять ключові засади, на основі яких мають розвиватися корпоративні відносини в Україні, а також конкретні рекомендації щодо якісного та прозорого управління акціонерним товариством відповідно до міжнародних стандартів. Прийняття цього документа сприятиме подальшому розвитку системи корпоративного управління в Україні, підвищенню ефективності діяльності акціонерних товариств та їх конкурентоспроможності, покращенню інвестиційного іміджу нашої держави.

Інвестиційна активність, пов'язана з функціонуванням фондового ринку, зумовлена емісійною діяльністю та рівнем використання емісії на інвес-

тиційні цілі. Динаміку загального обсягу випусків цінних паперів, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), наведено на рис. 1. Станом на 01.01.04 р. він становив 109,18 млрд. грн. Темпи приросту загального обсягу цінних паперів в 2000–2001 рр. складали майже 50%, а в 2002–2003 рр. уповільнилися вдвічі.

ДКЦПФР у 2003 р. було зареєстровано випусків цінних паперів на суму 22,39 млрд. грн., з них: акцій – на 16,9 млрд. грн., акцій корпоративних інвестиційних фондів – на 143,3 млн. грн., облігацій підприємств – на 4,24 млрд. грн.; облігацій місцевих позик – на 150 млн. грн.; інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів – на 965,3 млн. грн. Протягом 2003 р. було зареєстровано випусків цінних паперів на 5,29 млрд. грн. більше, ніж у 2002 р. (17,1 млрд. грн.).

Станом на 01.01.2004 р. загальний обсяг випуску акцій, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (номінальна вартість) становить 98,13 млрд. грн. (табл. 1).

У 1998 р. обсяг номінальної капіталізації збільшився вдвічі, але починаючи з 1999 р. спостерігається уповільнення темпів його приросту. За 2003 р. було зареєстровано 2403 випуски акцій на загальну суму 16,9 млрд. грн., що на 4,1 млрд. грн. більше порівняно з 2002 р. Позитивною тенденцією розвитку ринку

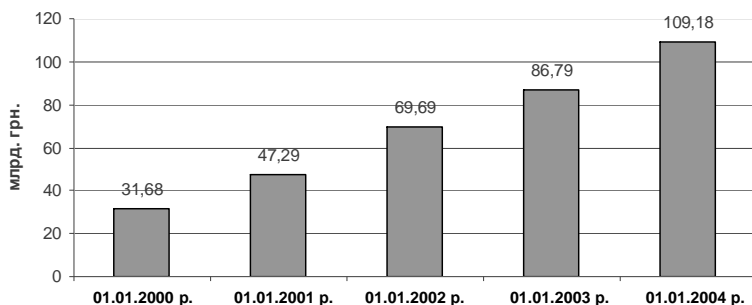


Рис. 1. Динаміка загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів в Україні [7]

цінних паперів є збільшення випусків акцій у 2003 р. з метою залучення реальних коштів на 4,71 млрд. грн. (11,9 млрд. грн.) порівняно з 2002 р. (7,19 млрд. грн.) [7].

Винятково важливим для України є розвиток ринку корпоративних облігацій.

Таблиця 1

## Динаміка номінальної капіталізації ринку цінних паперів України [7]

Показники	01.01.1998 р.	01.01.1999 р.	01.01.2000 р.	01.01.2001 р.	01.01.2002 р.	01.01.2003 р.	01.01.2004 р.
Обсяг номінальної капіталізації, млрд. грн.	11,26	23,1	31,32	46,51	68,43	81,23	98,13
Приріст номінальної капіталізації за період, в т. ч.: абсолютний, млрд. грн.	–	11,84	8,22	15,19	21,92	12,8	16,9
відносний, %	–	105	36	48	47	19	20,8

Сформована структура корпоративної власності, закономірності економічного розвитку і особливості інвестиційних ризиків сприяють інтенсивному розвитку боргових інструментів, про що свідчить рис. 2.

Починаючи з 2001 року, в Україні спостерігається різке збільшення обсягів випусків облігацій підприємств. У 2003 році зареєстровано 169 випусків облігацій на суму 4,24 млрд. грн., майже стільки ж як у 2002 р. (4,27 млрд. грн.). Але в 2003 р.

значні за обсягом випуски облігацій окремих підприємств призводили до суттєвих коливань структури ринку корпоративних облігацій: було зареєстровано випуск облігацій Дочірньої компанії "Газ України" НАК "Нафтогаз України" на суму 3,5 млрд. грн. з метою реструктуризації боргів. Протягом 2003 р. було зареєстровано на 61 випуск облігацій більше ніж у 2002 р. Незважаючи на позитивні зрушення на ринку акцій та облігацій, набір фінансових інструментів

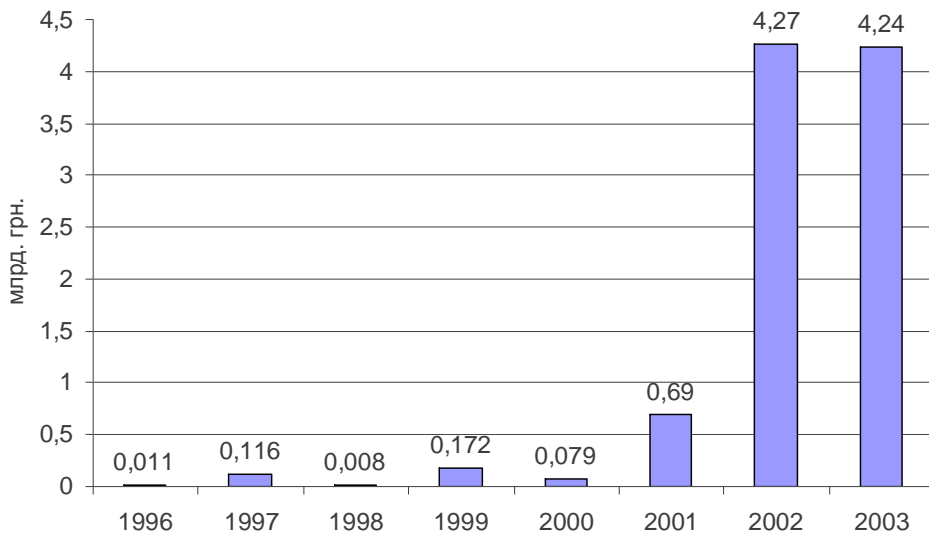


Рис. 2. Динаміка обсягу зареєстрованих випусків корпоративних облігацій в Україні [7]

фондового ринку України залишається обмеженим. Так, слабо розвиненим є ринок похідних фінансових інструментів.

Зростає ділова активність на фондовому ринку України. В 2003 р., як і в попередні роки, продовжилось збільшення загального обсягу торгів на ринку цінних паперів (рис. 3).

Загальний обсяг торгів на фондовому ринку України у 2003 р. складав 202,96 млрд. грн., що на 94,35 млрд. грн. більше порівняно з 2002 р. Важливим фактором, який впливає на розвиток ринку цінних паперів, є створення умов для виконання угод з цінними паперами на організаційно оформленому ринку. Торгівля на ньому підвищує інвестиційну привабливість емітента за рахунок підвищення ліквідності цінності цінних паперів та прозорості ринку. У 2003 р. питома вага обсягу торгів на неорганізованому ринку цінних паперів у загальному обсязі торгів становила 98,2%. Порівняно з 2002 р. цей показник збільшився на 4,2%.

Обсяг укладених угод на організованому ринку у 2003 р. становив 3,581 млрд. грн., в порівнянні з 2002 р. зменшився майже в 1,8 раза. Головною

причиною цього було зменшення попиту на облігації внутрішньої державної позики в зв'язку із зменшенням їх доходності. Позитивною тенденцією є те, що зацікавленість до таких фінансових інструментів як акції та облігації зростає.

На сьогодні до організованого ринку можна віднести: фондові біржі, які щоденно надають інформацію щодо укладених угод та сторін угод; торгово-інформаційні системи, які надають інформацію щодо укладених угод, але без розкриття сторін угод; торговців цінними паперами, які раз на квартал надають до ДКЦПФР інформацію щодо укладених, виконаних угод із зазначенням сторін угод. Збільшення частки організовано оформленого від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів можливо на сьогоднішньому етапі економічного розвитку тільки шляхом вдосконалення відповідної законодавчої бази у напрямку стимулювання розвитку організованого ринку або підвищення вимог до неорганізованого ринку.

За сучасних умов одним із найефективніших механізмів залучення іноземних інвестицій є випуск і розміщення серед потенційних стратегічних інвесторів депозитарних розписок (ДР) на акції українського емітента. ДР – це сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість депозитарних акцій, які, відповідно, дають право на володіння певною кількістю цінних паперів емітента. Випуск ДР на емісію акцій емітента дає змогу реальним іноземним інвесторам отримати контрольний пакет акцій об'єкта інвестування; мінімізу-

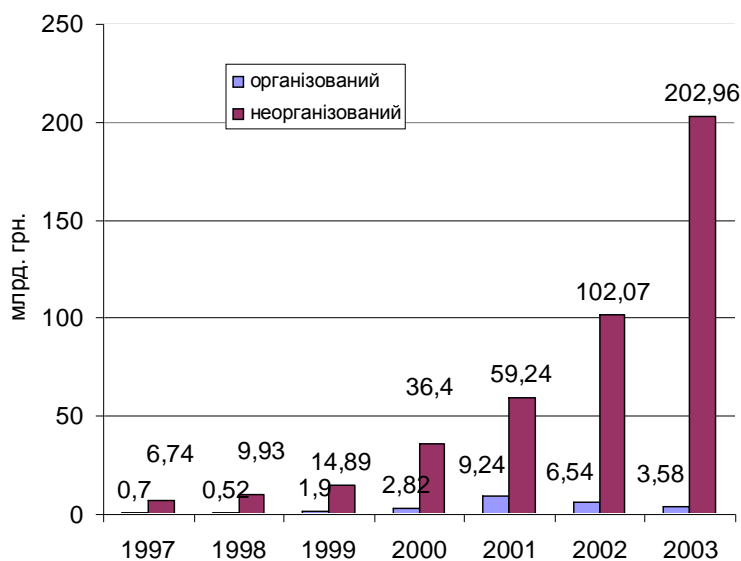


Рис. 3. Динаміка обсягу торгів на фондовому ринку України [7]

вати ризики, пов'язані з обігом цінних паперів.

З метою виконання державної програми приватизації на 1999 р. і збільшення надходжень від приватизації до державного бюджету 21 липня 1999 р. Кабінет Міністрів України ухвалив Постанову № 1320 "Про забезпечення продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, які належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках".

Великі українські компанії вже мають певний досвід випуску депозитарних розписок. Зокрема, сьогодні діють 14 програм депозитарних розписок українських емітентів: із них шість програм "Американські депозитарні розписки першого рівня" (АДР-1) та вісім програм "Глобальні депозитарні розписки" (ГДР) [8, 32]. Назву "глобальні" нині застосовують щодо розписок, які обертаються переважно на європейських біржах (Лондонській або Берлінській), а "американські" – щодо розписок, які продаються здебільшого на американському ринку. Крім названих, є ще "Європейські депозитарні розписки" (ЄДР). ЄДР – це фінансовий інструмент, який дає змогу емітенту вийти на європейські ринки, але доступу на ринки США вони не мають.

Розглянемо окремі особливості депозитарних розписок:

- вони посідають вагомe місце у світовій системі цінних паперів і привертають до себе увагу інвесторів із різних країн;
- це зручний механізм отримання справедливої ціни на акції українських емітентів, який сприяє підвищенню їх ліквідності й залученню порівняно дешевих коштів на міжнародних ринках капіталу;
- випуск розписок дає змогу підвищувати котирування акцій і авторитет українських підприємств на міжнародному фондовому ринку;

– реалізація українськими підприємствами ДР є першим кроком до інтеграції України у світовий фондовий ринок, на якому діє центральний депозитарій і велика кількість інвесторів.

Головною умовою залучення іноземних інвесторів на український фондовий ринок є наявність необхідної інфраструктури ринку цінних паперів: ефективного депозитарію, надійних зберігачів, політичної і законодавчої стабільності тощо. На ринку цінних паперів станом на 01.01.04 р. ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів мають: 876 торговців цінними паперами, 124 зберігачі, 375 реєстраторів, 8 бірж та 2 торговельно-інформаційні системи; 1 ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність за угодами щодо цінних паперів, 1 ліцензію на депозитарну діяльність мають депозитарії цінних паперів.

На сьогодні є три основні проблеми щодо стратегічного розвитку діяльності фондового ринку: розвиток та вдосконалення діяльності біржової системи; б) створення депозитарно-клірингової інфраструктури; в) формування механізму активного залучення широких верств населення до участі в діяльності фондового ринку. Найбільш раціональною системою має бути єдина загальнонаціональна фондова біржа, розташована в фінансовому центрі країни, яка матиме філіали в інших фінансово розвинутих містах, з'єднаних з головною конторою комп'ютерною мережею, що працює в режимі реального часу [9, 23].

Як довела практика роботи на фондовому ринку України, забезпечення обігу цінних паперів на основі мережі реєстраторських компаній не є ефективним. Саме тому необхідним є створення централізованої національної мережі з обігу та зберігання цінних паперів. Інститут реєстраторства має бути збере-

**Обсяг зареєстрованих протягом 2003 року випусків акцій корпоративними ІФ та випусків інвестиційних сертифікатів пайовими ІФ (млн. грн.) [7]**

Вид фонду та емітованих цінних паперів	Форма випуску		Вид випуску		Загальна сума випуску
	документарна	бездокументарна	іменні	на пред'явника	
Корпоративні ІФ (акції)	143	0,3	143,3	0	143,3
Пайові ІФ (інвестиційні сертифікати)	817,8	147,5	905,3	60	965,3
Всього	960,8	147,8	1048,6	60	1108,6

жено, але тільки для невеликих підприємств. Крім того, необхідним є стратегічне зменшення числа реєстраторських компаній шляхом їх злиття (як було зроблено в Росії). У результаті цих дій можливим стане зменшення вартості реєстраторських послуг, а також покращення контролю за їхньою діяльністю. Створення національної депозитарно-клірингової мережі має рунтуватися на таких принципах: мережа має бути моноцентричною з філіальною географією; кліринговими членами мережі можуть бути тільки уповноважені банки; система обігу та обліку цінних паперів має відповідати міжнародним стандартам.

Важливим фактором є розвиток саморегулювання на фондовому ринку України, впорядкування діяльності саморегулювальних організацій (СРО), яких на сьогодні існує 11. Передача частини регуляторних повноважень ДКЦПФР є стимулюючим фактором, але вона не дасть позитивних результатів без обов'язкового передання відповідальності СРО за виконання цих повноважень. Нині існує проблема з передачі частини функцій державних органів СРО в зв'язку з тим, що вони мають широкую спеціалізацію відносно видів професійних учасників ринку цінних паперів. Необхідно підвищити вимоги до СРО, що дозволить передати їм частину функцій перед-

ліцензійної підготовки та прийому адміністративних даних від професійних учасників ринку.

Формування інституційних інвесторів в Україні є важливим для розвитку ринку цінних паперів і економіки країни в цілому, адже інститути спільного інвестування, а також пенсійні фонди здатні акумулювати значні кошти і стати потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки нашої держави.

Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" регламентовано створення та діяльність якісно нових інститутів спільного інвестування (ІСІ) – корпоративних та пайових інвестиційних фондів, діяльність яких відповідає світовим нормам і стандартам. Цей законодавчий акт створює можливості для інвестування коштів як приватних інвесторів, так і фінансових установ, в тому числі і банківських установ. ДКЦПФР протягом 2003 р. видано 27 ліцензій на здійснення зазначеної професійної діяльності на ринку цінних паперів, а саме діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування, зареєстровано інформацій про випуск акцій інститутами спільного інвестування – 4; проспектів емісії інвестиційних сертифікатів – 25 та акцій – 2; змін до проспектів емісії інвестиційних сертифікатів – 14 та акцій – 1.

У табл. 2 наведено дані про обсяги емісійної діяльності інвестиційних фондів (ІФ).

У структурі випуску переважна більшість цінних паперів припадає на іменні (94,6%) та емітована в документарній формі (86,7%). Узагальнюючи вищевикладене, можна зробити висновок, що нові ІСІ здатні суттєво прискорити розвиток фондового ринку України, забезпечити збільшення надходжень інвестицій від вітчизняних і іноземних інвесторів, стати потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки країни. Але слід зазначити, що поряд з позитивними тенденціями розвитку інститутів спільного інвестування існують проблемні питання.

Законом України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” передбачено, що відкриті інвестиційні та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені відповідно до Указу Президента України “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії” від 19.02.1994 року № 55/94, зобов’язані ліквідуватися або привести свою діяльність у відповідність до діючого законодавства. Однак, частина з них досі не може провести розрахунки зі своїми учасниками, ліквідуватися або реорганізуватися у зв’язку з наявністю залишку приватизаційних паперів на позабалансових рахунках та затягуванням процесу реалізації активів при ліквідації інвестиційних фондів.

1 січня 2004 року набрали чинності Закони України “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування” та “Про недержавне пенсійне забезпечення”, які прийняті Верховною Радою України 9 липня 2003 року. На виконання положень цих законів розроблено ряд нормативно-правових актів, які сприятимуть функціонуванню суб’єктів системи недержавного пенсійного забезпечення, розвитку інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів, збереження та управління їх активами.

Згідно із Законом України “Про недержавне пенсійне забезпечення” управління активами недержавних пенсійних фондів може здійснювати компанія з управління активами, професійний адміністратор пенсійного фонду та банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду. Наявність відповідної ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів надає право на управління активами пенсійних фондів.

Також рішенням ДКЦПФР затверджено Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами недержавних пенсійних фондів щодо складу та структури зазначених активів. Це сприятиме диверсифікації інвестиційного портфеля, захисту пенсійних коштів від ризиків втрати та знецінення через встановлення конкретних вимог до напрямів інвестування активів пенсійних фондів, розмежуванню та відокремленню активів пенсійного фонду від активів його засновників та осіб, що здійснюють управління активами з метою унеможливлення банкрутства пенсійного фонду, а також підвищенню ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів на ринку цінних паперів, посиленню державного регулювання та контролю у цій сфері.

У зв’язку з розширенням кола осіб, які можуть здійснювати професійну діяльність з управління активами, рішенням ДКЦПФР затверджені зміни та доповнення до Положення про здійснення компанією з управління активами професійної діяльності з управління активами ІСІ. Це Положення визначає функції, обов’язки та обмеження діяльності компаній з управління активами інститутів спільного інвестування та осіб, які здійснюють управління активами пенсійних фондів.

У зв’язку з розширенням кола осіб, які можуть здійснювати професійну діяльність з управління активами, рішенням ДКЦПФР затверджені зміни та доповнення до Положення про здійснення компанією з управління активами професійної діяльності з управління активами ІСІ. Це Положення визначає функції, обов’язки та обмеження діяльності компаній з управління активами інститутів спільного інвестування та осіб, які здійснюють управління активами пенсійних фондів.



Крім того, рішенням ДКЦПФР погоджено Положення про інвестиційну декларацію недержавного пенсійного фонду, розроблене Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України, яка визначає інвестиційну політику недержавного пенсійного фонду, встановлює основні напрями інвестування пенсійних активів та обмеження інвестиційної діяльності з активами пенсійних фондів осіб, що здійснюють управління цими активами, а також обслуговування пенсійного фонду зберігачем.

В Єдиному державному реєстрі інститутів спільного інвестування зареєстровано 32 інститути спільного інвестування (4 – корпоративних інвестиційних фонди, 28 – пайових інвестиційних фонди), з яких 22 венчурних фонди (3 – корпоративних інвестиційних фонди, 19 – пайових інвестиційних фондів).

Для полегшення продажу акцій венчурних фондів, що не мають репутації в широкого кола потенційних покупців, у США існує позабіржовий ринок цінних паперів, що офіційно називається “Система автоматичного котирування Національної асоціації біржових дилерів” (NASDAQ). Умови виходу на цей ринок значно легші, ніж на традиційні (наприклад, на Нью-йоркську фондову біржу), тому малі і середні фірми орієнтуються, у більшості випадків, саме на нього [10].

В Україні також доцільно створити подібний ринок цінних паперів, на якому можна було б реалізувати акції ризикових підприємств. Це стало б значним стимулом до розвитку підприємницького сектора в нашій державі. Адже нерозвиненість інституціональних умов стримує розвиток відносин венчурного підприємництва.

Таким чином, основними напрямками активізації інвестиційної діяльності за допомогою інструментів фондового ринку є:

- створення моноцентричної біржової та депозитарно-клірингових систем;
- подальша розбудова ефективної системи захисту інтересів інвесторів;
- підвищення вимог до саморегульованих організацій, що об’єднують професійних учасників ринку цінних паперів;
- сприяння підвищенню ефективності діяльності Національної депозитарної системи у напрямі забезпечення захисту прав власників цінних паперів та упорядкування розрахунків за операціями з цінними паперами, функціонування єдиної системи депозитарного обліку, обслуговування обігу цінних паперів та інтеграції Національної депозитарної системи у міжнародну систему депозитарних установ, що забезпечують функціонування світових фондових ринків;
- подальша розробка та впровадження стандартів розкриття інформації на фондовому ринку;
- стимулювання розвитку організованого ринку, підвищення вимог до ліцензування професійних учасників ринку цінних паперів;
- розвиток обігу похідних цінних паперів та строкового ринку;
- активне застосування депозитарних розписок українських підприємств для залучення іноземних інвестицій;
- активізація позабіржового ринку для обігу цінних паперів венчурних фондів.

Метою подальших досліджень у вказаному напрямку є об’єднання підходів до розвитку операцій з похідними цінними паперами.

**Література**

1. Смирський М. В. *Методологічні аспекти оцінки інвестиційної привабливості ринку акцій* // *Фінанси України*. – 2002. – № 2. – С. 131–137.
2. Бошняков А. М. *Залучення інвестицій через механізм ліквідності акцій* // *Фінанси України*. – 2003. – № 3. – С. 116–118.
3. Кондрашихін А. *Інвестиційні ризики українського ринку цінних паперів* // *Банківська справа*. – 2003. – № 2. – С. 62–70.
4. Черкасова С. В. *Інвестиційна діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів* // *Фінанси України*. – 2003. – № 10. – С. 130–134.
5. Марахов К. *Роль інвестиційних банків на первинному ринку корпоративних цінних паперів* // *Банківська справа*. – 2000. – № 4. – С. 34–35.
6. Корнєєв В. В. *Інвестиційна спорідненість приватизації і фондового ринку* // *Фінанси України*. – 2002. – № 4. – С. 73–79.
7. <http://www.ssmsc.gov.ua/4/3/4/>
8. Крупка М. І. *Реформування власності й залучення в Україну іноземного капіталу* // *Фінанси України*. – 2002. – № 5. – С. 31–43.
9. Марахов К. *Структурні зміни на фондовому ринку України* // *Банківська справа*. – 2000. – № 3. – С. 21–23.
10. Батура А., Пикулина Н. *Институциональные условия развития венчурного предпринимательства в Украине* // *Экономика Украины*. – 2001. – № 8. – С. 34–38.