

**ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ФІСКАЛЬНОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ**

МАЦЕЛЮХ НАТАЛІЯ ПЕТРІВНА

УДК 336.76:338.5(043.5)

**РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ЦІНОВІ МЕХАНІЗМИ ЗБАЛАНСОВАНОГО
РОЗВИТКУ І ПОПЕРЕДЖЕННЯ КРИЗ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

**Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук**

Ірпінь – 2016

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі фінансових ринків Університету державної фіскальної служби України, м. Ірпінь.

Науковий керівник

доктор економічних наук, професор
Опарін Валерій Михайлович,
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені Вадима
Гетьмана»,
професор кафедри фінансів

Офіційні опоненти:

доктор економічних наук, професор
Алексєнко Людмила Михайлівна,
Івано-Франківський навчально-науковий
інститут менеджменту Тернопільського
національного економічного
університету
Міністерства освіти і науки України,
завідувач кафедри обліку та фінансів;
доктор економічних наук, професор
Коваленко Вікторія Володимирівна,
Одеський національний економічний
університет
Міністерства освіти і науки України,
завідувач кафедри банківської справи
доктор економічних наук, доцент
Міщенко Світлана Володимирівна,
Університет банківської справи
Національного банку України
професор кафедри банківської справи

Захист відбудеться « » 2016 р. о годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 27.855.01 в Університеті державної фіскальної служби України за адресою: 08201, м. Ірпінь, вул. Садова, 53.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці Університету державної фіскальної служби України за адресою 08201, м. Ірпінь, вул. Університетська, 31.

Автореферат розісланий « » 2016 р.

Учений секретар

спеціалізованої вченої ради,

доктор економічних наук, професор

С. В. Онишко

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Розвиток ринку цінних паперів є однією з ключових проблем вітчизняної економіки, оскільки саме він є необхідною ланкою фінансових відносин, здатною забезпечити процеси формування фінансового забезпечення розвитку економіки. У той же час неефективне функціонування ринку цінних паперів, низька якість його регулювання, безконтрольне ціноутворення на фінансові інструменти, відсутність регламенту повного та неупередженого висвітлення інформації про динаміку цін на ринку цінних паперів є одними із ключових чинників дестабілізації фінансової системи та розвитку масштабних криз як у фінансовому секторі, так і в економіці в цілому. Сучасні вітчизняні і зарубіжні фахівці активно здійснюють пошук дієвих важелів управління процесами на ринку цінних паперів. У зв'язку з фінансовими кризами, які супроводжують останнім часом економіки країн, ринки цінних паперів продукують нові фінансові інструменти, за допомогою яких суб'єкти господарювання не тільки отримують доходи, але й страхують ризики. Зростання обороту цінних паперів та виникнення інноваційних фінансових інструментів не тільки відкриває нові можливості для взаємодії ринку цінних паперів та інших секторів економіки, але і є джерелом нової проблеми – виникнення цінових аномалій внаслідок віртуалізації вартості, зростання ризиків цінових дисбалансів, зростання розриву між реальною вартістю, яка створюється в національній економіці, та віртуальною, яка обертається на ринку цінних паперів, що є фактором розбалансування розвитку ринку цінних паперів та виникнення масштабних криз, які вражають не тільки фінансовий сектор, але й економіку в цілому.

Проблемні питання розвитку ринку цінних паперів відображені в дослідженнях багатьох українських фахівців, зокрема Л. Алексеєнко, В. Базилевича, Н. Версаль, В. Гниляк, Н. Дегтярьової, С. Еш, В. Загорського, В. Зимовця, Н. Іващук, Г. Калач, В. Коваленко, Ю. Коваленко, В. Корнєєва, В. Лук'янова, І. Лютого, С. Міщенко, С. Онишко, В. Опаріна, О. Мозгового, В. Оскольського, О. Сохацької, Є. Шаповалова, В. Шелудько, І. Школьник та ін. Серед зарубіжних вчених проблемам інституціонального розвитку ринку цінних паперів та його ціновим механізмам присвятили свої дослідження Б. Бернанке, М. Бертон, С. Вайн, Р. Геддес, М. Глухов, С. Дас, Д. Даймонд, Т. Дженкінсон, Р. Кноп, К. Коноллі, Е. Корнеллі, Дж. Кокс, А. Мальков, Е. Міллер, Я. Миркин, Т. Нагл, В. Омельченко, Ю. Фама, Дж. Халл, М. Шольс та ін.

Незважаючи на багаторічну історію вивчення ринків цінних паперів, особливостей їх функціонування та регулювання, проблеми ціноутворення на ринку цінних паперів залишаються малодослідженими. Відкритою також залишається дискусія навколо диспропорцій у розвитку вітчизняного ринку цінних паперів та способів їх усунення. В Україні такі диспропорції негативно позначаються на інвестиційній привабливості економіки, що зменшує шанси залучити не тільки іноземного, але й вітчизняного інвестора. Неврегульованість ціноутворення на ринку цінних паперів виступає одним з чинників

невизначеності фінансових відносин, що є підґрунтям для розгортання масштабних криз.

Потреба комплексного дослідження ринку цінних паперів та цінових механізмів його збалансованого розвитку і попередження криз обумовила вибір теми, визначили мету, завдання, структуру та логіку дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.

Дисертація є складовою досліджень, проведених згідно з темами кафедри фінансових ринків Національного університету ДПС України «Фінансовий механізм структурної перебудови економіки» (державний реєстраційний номер 0107U011127), де автором розроблено теоретико-організаційні засади ціноутворення на ринку цінних паперів та обґрунтовані методологічні підходи до дослідження цінових механізмів на основні та похідні фінансові інструменти ринку цінних паперів та теми «Регулювання фінансових ринків в умовах глобалізації» (державний реєстраційний номер 0113U00283), де автором розроблені пропозиції щодо регулювання ринку цінних паперів через збалансування цінових механізмів та на цій основі розроблено методологічний підхід щодо визначення стратегічних орієнтирів збалансованого розвитку ринку цінних паперів та попередження криз. Окремі положення дисертації є складовою дослідження кафедри економічної теорії «Податкова діяльність держави в умовах становлення і розвитку інформаційної економіки» (державний реєстраційний номер 0110U0040554), де автор була співвиконавцем розділу «Макроекономічні дисбаланси ринку цінних паперів України», в якому їй належить обґрунтування проблеми асиметрії інформації як ключової в теорії та методології інституціоналізму, оскільки саме вона дає можливість пояснити, чому ринки є неефективними, а фактичні витрати на здійснення угод є вищі від очікуваних.

Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методичних засад цінових механізмів збалансованого розвитку ринку цінних паперів, розробка методологічного інструментарію та визначення напрямів оптимізації цінових механізмів ринку цінних паперів з метою попередження криз.

Для досягнення визначеної мети було поставлено такі завдання:

- розкрити сутність ринку цінних паперів та визначити засади його збалансованого розвитку;
- дослідити теоретичні та організаційні засади цінових механізмів функціонування ринку цінних паперів;
- обґрунтувати необхідність регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів з метою попередження криз;
- визначити методологічні засади ціноутворення на ринку цінних паперів;
- окреслити методологію дослідження кон'юнктури ринку цінних паперів;
- оцінити вплив асиметрії інформації на цінові механізми та ризик розвитку криз;
- виявити основні чинники виникнення транзакційних витрат в

процесі ціноутворення;

- проаналізувати дворівневу систему ціноутворення акцій та виявити фактори недооцінки акцій;
- систематизувати фактори ціноутворення на ринку цінних паперів;
- оцінити роль фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів;
- визначити чинники виникнення цінових аномалій та їх вплив на функціонування ринку цінних паперів;
- проаналізувати специфіку ціноутворення на інноваційні фінансові інструменти;
- визначити взаємозв'язок ціноутворення на деривативи та проблем збалансування розвитку ринку цінних паперів і попередження криз;
- проаналізувати механізми формування пропозиції та методи оцінки вартості структурованих фінансових інструментів;
- обґрунтувати стратегічні орієнтири збалансованого розвитку ринку цінних паперів;
- розробити заходи попередження цінових аномалій на ринку цінних паперів;
- визначити напрями удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів в контексті попередження криз.

Об'єктом дослідження є фінансові відносини, які виникають між учасниками ринку цінних паперів при здійсненні операцій з цінними паперами та формування цін на них.

Предметом дослідження є ринок цінних паперів, цінові механізми його збалансованого розвитку та попередження криз

Методи дослідження. При виконанні дисертаційної роботи були застосовані методи: системний та інституціональний – при дослідженні ринку цінних паперів як системного утворення, його інституційної інфраструктури та інституційних засад цінових механізмів ринку цінних паперів; історичний і діалектичний – при дослідженні еволюції ціноутворення на ринку цінних паперів, розвитку ціноутворення на похідні та інноваційні фінансові інструменти; абстракції – при виявленні цінових дисбалансів на ринку цінних паперів та обґрунтуванні заходів щодо їх попередження; коефіцієнтний та відносних величин – при оцінці параметрів розвитку ринку цінних паперів та його цінових механізмів; логічного узагальнення – при формулюванні висновків; трендового аналізу – для дослідження динаміки розвитку ринку цінних паперів та тенденцій ціноутворення на окремі види цінних паперів; економіко-математичного моделювання – при обґрунтуванні напрямів оптимізації цінових механізмів ринку цінних паперів в контексті попередження криз.

Теоретичною основою дослідження слугують фундаментальні положення економічної й фінансової теорії, викладені у наукових працях вітчизняних і зарубіжних учених. Правове поле дослідження сформували чинні законодавчі та нормативні документи, що регулюють обіг цінних паперів та функціонування ринку цінних паперів в Україні. Інформаційною базою

дослідження є інформація Державної служби статистики України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Міністерства фінансів України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює регулювання у сфері ринків фінансових послуг, офіційні публікації Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва та розвитку, Світового банку.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у такому:

вперше

- розроблено поетапний підхід дослідження кон'юнктури ринку цінних паперів, який складається з поточного спостереження за кон'юктурою ринку цінних паперів, що полягає у моніторингу індикаторів ринку цінних паперів у взаємозв'язку з індикаторами фінансового ринку; аналізу кон'юнктури для виявлення потенціалу розвитку ринку цінних паперів; прогнозування кон'юнктури для формування тенденцій в розвитку ринку цінних паперів. Для кожного з етапів виокремлені конкретні заходи і завдання. Застосування поетапного підходу дало змогу виявити через цінові механізми ринку цінних паперів зміни в коливаннях фінансової кон'юнктури та у взаємозв'язку з макроекономічними індикаторами розвитку економіки виявляти диспропорції в розвитку ринку цінних паперів;

- обґрунтовано методологічний підхід до визначення стратегічних орієнтирів збалансованого розвитку ринку цінних паперів, який базується на методологічному інструментарії (методах, підходах, принципах та завданнях), який дозволяє встановлювати залежності розвитку вітчизняного ринку цінних паперів від впливу внутрішніх та зовнішніх факторів. Це дало можливість сформулювати стратегічні орієнтири розвитку ринку цінних паперів з урахуванням потреб національної економіки та необхідності протистояння зовнішнім викликам зі сторони фінансових ринків;

- розроблено концептуальну основу регулювання діяльності хедж-фондів в Україні, яка базується на принципах, спрямованих на оптимізацію цінових механізмів ринку цінних паперів, активізацію інвестиційної діяльності інституційних інвесторів та містять заходи ефективного регулювання діяльності хедж-фондів, що дасть можливість забезпечити ефективне інституційне середовище розвитку ринку цінних паперів, в якому хедж-фонди будуть відігравати одну з ключових ролей у збалансуванні цінових механізмів та попередження криз вітчизняного ринку цінних паперів.

удосконалено

- понятійно-категоріальний апарат фінансової науки шляхом уточнення дефініцій «ринку цінних паперів» та «ціновий механізм ринку цінних паперів». На відміну від існуючих підходів при тлумаченні сутності ринку цінних паперів зроблено наголос на його ролі у організації обігу структурованих фінансових продуктів, а при уточненні сутності цінових механізмів ринку цінних паперів зроблено наголос на зв'язку цінових ринкових сигналів та перерозподілі фінансових ресурсів між учасниками ринку. На відміну від існуючих підходів це дало можливість обґрунтувати індивідуальний підхід до ціноутворення в

окремих сегментах ринку та вдосконалити механізми ціноутворення на структуровані фінансові продукти;

– теоретичні підходи до визначення сутності збалансованого розвитку ринку цінних паперів. На відміну від існуючих підходів, зроблено наголос, що збалансований розвиток спрямований на усунення інституціональних та інфраструктурних диспропорцій (дисбалансів) та попередження криз за допомогою ефективних механізмів ціноутворення. Визначено принципи, пріоритети і цілі збалансованого розвитку ринку цінних паперів, які полягають у досягненні якісних параметрів економічної і фінансової кон'юнктури, прискорення обігу цінних паперів для нарощування капіталів корпорацій в контексті збалансованості інтересів всіх учасників ринку та підвищення ефективності його державного регулювання. Це дало можливість на основі поетапного аналізу кон'юнктури ринку цінних паперів в поєднанні з методами фундаментального, статистичного та економетричного аналізу окреслити стратегічні завдання збалансованого розвитку ринку цінних паперів, які максимально наближені до реалій розвитку національної економіки поточного періоду;

- комплексний аналіз дослідження цінових механізмів ринку цінних паперів. На відміну від існуючих підходів, запропоновано застосовувати в комплексі системний, інституціональний, маржинальний підходи, об'єкти (цінні папери, інфраструктурну складову ринку цінних паперів, процеси прийняття рішень на ринку цінних паперів), методи (аналітичні, теорії прийняття рішень, теорії ігор, управління ризиками). Запропонований комплексний підхід до побудови методологічної платформи дослідження цінових механізмів цінних паперів та їх похідних дає можливість моделювати процеси управління ризиками у сучасних умовах економічного розвитку, виявляти та нейтралізувати цінові дисбаланси та формувати тактичні заходи, які сприяють попередженню розвитку кризових явищ;

– класифікацію фінансового посередництва з метою визначення його ролі у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів. На відміну від існуючих підходів виділено такі класифікаційні ознаки: за ознакою участі в ціноутворенні на ринку цінних паперів; за інституціональною ознакою; за специфікою надання послуг. Це дало можливість обґрунтувати рекомендації щодо регулювання фінансово-посередницької діяльності з метою зменшення трансакційних витрат та ризиків виникнення цінових дисбалансів на ринку цінних паперів;

– дефініцію «цінова аномалія на ринку цінних паперів» як стійке відхилення цін фінансових інструментів від прогнозованих, величина яких дозволяє генерувати надприбутки для одних учасників ринку та економічно невиправдані збитки для інших. Під стійкістю аномалій розуміється їх повторюваність і збереження впливу на динаміку цін ринку протягом тривалого періоду. На відміну від існуючих підходів зроблено наголос на взаємозв'язку стійкості відхилення цін та можливістю генерувати надприбутки окремими учасниками ринку цінних паперів. Це дало можливість виявити ризики

виникнення цінових аномалій та розробити механізми оперативного реагування та попередження їх негативного впливу на розвиток ринку цінних паперів;

- методологію опціонного ціноутворення. На відміну від існуючих підходів виділено принципи, завдання, методи і методики, моделі, технології і стратегії опціонного ціноутворення. Це дало можливість розробити алгоритм опціонного ціноутворення та довести можливість оптимізації портфелю опціонів;

набули подальшого розвитку

- теоретико-методичні підходи до розробки системи показників кон'юнктури ринку цінних паперів. На відміну від існуючих підходів виділено такі групи показників: пропозиції і попиту фінансових інструментів, пропорційності ринку, тенденцій його розвитку, стійкості, рівня ризику, масштабів ринку та його структури. Таке поєднання статичних та динамічних показників дасть можливість врахувати циклічність розвитку ринку цінних паперів та виявити фактори, які впливають на ціноутворення на ринку цінних паперів;

- методологічні підходи визначення взаємозв'язків між асиметрією інформації, невизначеністю та фінансовими кризами. На відміну від існуючих підходів доведено, що невизначеність зростає за високої вартості інформації, обмеженості доступу до неї, складності її обробки та відсутності гарантій достовірності. Внаслідок цього формуються інформаційні дисбаланси і провали, які спричиняють дисбаланси цінові і фінансові, що є передумовою розвитку фінансових криз. Це дало можливість обґрунтувати шляхи зменшення інформаційної асиметрії та напями попередження виникнення цінових дисбалансів, що сприятиме стабілізації вітчизняного ринку цінних паперів;

- теоретичні засади систематизації чинників виникнення трансакційних витрат. На відміну від існуючих підходів виділено маркетингові, правові, психологічні та організаційні чинники. Для кожної з груп обґрунтовано передумови формування та деталізовано додаткові умови зростання таких витрат та їх наслідки. Це дасть можливість оперативно реагувати на зростання трансакційних витрат та виявляти вчасно причини та усувати їх;

- організаційні засади процесів ціноутворення на ринку цінних паперів шляхом виокремлення інфраструктурної складової забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів під якою слід розуміти сукупність систем, організацій і технологій, які дозволяють учасникам ринку досягнути своєї мети – провести операцію, пов'язану з купівлею-продажем цінних паперів з найменшими ризиками. На відміну від існуючих підходів у складі інфраструктурної складової виділено регуляторну, розрахунково-клірингову, торгівельну, облікову, інформаційну системи. Такий підхід забезпечить можливість упорядкувати процес ціноутворення та зменшити ризики недооцінки акцій;

- теоретико-методичні підходи теорії фінансового посередництва. На відміну від існуючих підходів автором виділено функціонально-логістичний підхід, який робить акцент на ролі фінансового і торгового посередництва на

ринку цінних паперів. Це дасть можливість обґрунтувати оптимальні заходи щодо регулювання діяльності фінансових посередників у сфері купівлі-продажу цінних паперів.

Практичне значення одержаних результатів полягає в обґрунтуванні рекомендацій щодо забезпечення комплексного підходу до визначення напрямів удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів у контексті забезпечення його збалансованого розвитку та попередження криз. Окремі, отримані у дисертаційній роботі, пропозиції щодо необхідності застосування методики еквівалентного фінансового інструмента, відповідно до якої якщо інструмент торгується на відповідному ринку, то його ринкова ціна є ринковою мірою ризику, який страхується даним фінансовим інструментом, використані у роботі Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (довідка № 07/1727 від 26.01.2016 року). Пропозиції щодо розробки критеріїв ризику при класифікації структурованих фінансових продуктів на прості та складні з метою оцінки їх вартості прийняті до уваги Комітетом Верховної Ради з питань фінансової політики та банківської діяльності та використовуються при розробці Закону України «Про похідні цінні папери (деривативи)» (довідка № 288/11 від 29.02.2016 року).

Матеріали дисертації в частині методів і технологій біржового ціноутворення на основні та похідні фінансові інструменти фондового ринку (ринку цінних паперів) впроваджені в діяльність ПАТ «Українська біржа» (УБ) (Довідка № 48/2 від 12.04.2016 р). Зокрема, враховані рекомендації щодо визначення ризику опціонної позиції при формуванні цін на деривативи, а також взяті до уваги стратегії та технології по формуванню справедливої ціни в біржовій торгівлі на деривативи та пропозиції щодо моделювання цін на прості і складні фінансові інструменти в умовах волатильного фондового ринку України.

Пропозиції щодо необхідності обґрунтування та періодичного перегляду вимог до інвесторів та спонсорів хедж-фондів, удосконалення кваліфікаційних вимог до інвестиційних керуючих та інвестиційних консультантів, удосконалення системи контролю за їх дотриманням, встановлення вимог та періодичності до обов'язкового проведення зовнішнього аудиту діяльності хедж-фондів провідними аудиторськими компаніями, розробки системи контролю та відповідальності за зловживання на ринку цінних паперів використовуються в роботі Української асоціації інвестиційного бізнесу (Довідка №65 від 25 квітня 2016 року). Результати дослідження впроваджені в навчальний процес Національного університету Державної податкової служби України при викладанні дисципліни «Ціноутворення на фінансовому ринку» (Довідка № 345/01-12 від 11.02.2015 року).

Особистий внесок здобувача. Теоретичні положення, розробки прикладного характеру, висновки та пропозиції, винесені на захист, одержані автором самостійно. Внесок автора у наукових працях, підготовлених у співавторстві, відображено у списку опублікованих працях.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дослідження були апробовані на міжнародних науково-практичних конференціях: II

Міжнародній науково-практичній конференції «Україна в нових реаліях: політичні, економічні та правові орієнтири розвитку», (Київ, 17 травня 2011 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та права в умовах глобалізації», (Ірпінь, 2010 р.), «Методологія і методика незалежного аудиту і державного фінансового контролю» (Ірпінь, 6 жовтня 2010 р.), «Theory and Practical of Financial Transformation in the Conditions of Interdependence Strengthening of National Economics» (Ірпінь-Кьолн, грудень 2010 р.), «Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку» (Ірпінь, 23-24 березня, 2011), «Фінансове право у XXI сторіччі: здобутки та перспективи», (Ірпінь, 4-7 жовтня 2011 р.), «Право і держава в умовах глобалізації та регіоналізації», (Ірпінь, 14 жовтня, 2011 р.), «Гармонізація оподаткування в умовах глобалізаційних та інтеграційних процесів» (Ірпінь, 16 березня, 2012; 12-13 березня 2013 р.), X Ірпінських міжнародних науково-педагогічних читань «Проблеми гуманізації навчання та виховання у вищому закладі освіти» (Ірпінь, 29-30 березня, 2012 р.), Міжнародній конференції «Wissenschaftliche wirtschaftskonferenz» (Кьолн, 2010), науково-практичній інтернет-конференції «Україна в нових реаліях: економічні проблеми та перспективи розвитку», (Ірпінь, 17-19 березня 2015), Міжнародній науково-практичній конференції «Створення сильної економіки країни: проблеми та перспективи розвитку» (Тернопіль, 3 березня 2016 р.).

Публікації. Результати дисертаційної роботи опубліковано в __ наукових працях загальним обсягом __ д. а., із них: 1 одноосібна монографія, 3 параграфи у колективних наукових монографіях, 13 статтях у наукових фахових виданнях України, 8 статтях у наукових фахових виданнях України, що включені до міжнародних наукометричних баз, 13 публікацій в інших виданнях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг дисертації становить 198 сторінок. Основний зміст дисертації викладено на 168 сторінках друкованого тексту. Дисертація містить 20 таблиць, 31 рисунок (з них 2 займають 2 окремі сторінки), 3 додатки розміщені на 10 сторінках. Список використаних джерел налічує 176 найменувань і розміщений на 18 сторінках.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, її значущість для удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів для забезпечення його збалансованого розвитку, визначено мету і завдання дисертаційної роботи, її об'єкт, предмет і методи, сформульовано положення, що визначають наукову новизну та практичне значення отриманих результатів.

У розділі 1 «**Теоретичні основи збалансованого розвитку ринку цінних паперів**» досліджено сутність ринку цінних паперів та засади його збалансованого розвитку, теоретичні та організаційні засади цінових механізмів функціонування ринку цінних паперів, визначено теоретичну концептуалізацію ціноутворення на ринку цінних паперів та обґрунтовано необхідність і передумови регулювання механізму ціноутворення на ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів являє собою сферу торгівлі (розміщення і обігу) всіма формами фінансових інструментів, в тому числі і структурованими фінансовими продуктами, через яку здійснюється переміщення фінансових ресурсів від одного суб'єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній (акціонерний капітал) або тимчасовій основі (позиковий капітал). Умовою існування і функціонування ринків цінних паперів є комбінована форма торгівлі, яка реалізується через фінансові послуги.

Збалансований розвиток ринку цінних паперів передбачає підвищення ролі ринків цінних паперів у прискоренні обігу цінних паперів для нарощування капіталів як джерел фінансового забезпечення підприємств не фінансового сектору економіки. Схему збалансованого розвитку ринку цінних паперів представлено на рис. 1.



Рис. 1. Засади збалансованого розвитку ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором

Одним з ключових елементів збалансованого розвитку цінних паперів є ціновий механізм, який являє собою процес формування і взаємодії цін на фінансові інструменти як ринкових сигналів на основі яких відбувається перерозподіл фінансових ресурсів між учасниками ринку. Перерозподіл фінансових ресурсів на ринку цінних паперів здійснюється через операції з фінансовими інструментами. Фінансові інструменти ринку цінних паперів – це угоди, що обертаються на ринку, які мають цінність і за допомогою яких здійснюються операції на фінансовому ринку. Вони класифікуються таким чином: базові (основні) фінансові інструменти; прості похідні фінансові інструменти, гібридні похідні фінансові інструменти, структуровані фінансові інструменти.

Ціноутворення на ринку цінних паперів у своїй теоретичній складовій повинно врахувати специфіку фінансового ринку та ринку цінних паперів, на якому єдиним товаром виступають реальні (готівкові або безготівкові) грошові кошти, а в якості засобів платежу – фінансові інструменти. Теоретичні основи походження цін на ринку цінних паперів слід пов'язувати з класичними підходами до її визначення та теоріями, покладеними в основу функціонування, розвитку і прогнозування фінансового ринку, що дозволяє забезпечити індивідуальний підхід до ціноутворення на окремих сегментах ринку, не порушуючи, при цьому, цілісного системного підходу до ціноутворення, як економічного процесу.

Організаційно економічну структуру ринку цінних паперів складають учасники процесу ціноутворення – постачальники і споживачі фінансових ресурсів, в тому числі і інституційні учасники – фінансові посередники, які беруть безпосередню участь (через взаємозв'язок попиту і пропозиції на фінансові ресурси) у формуванні цін на фінансові ресурси; а також інфраструктурні учасники, які забезпечують процеси ціноутворення, і представлені на фінансовому ринку у якості реєстраторів угод, розрахунків за угодами, організаторів торгівлі; регуляторів, які забезпечують регулювання та нагляд за діяльністю фінансових установ, які взаємодіють між собою через механізм ціноутворення. Основу механізму ціноутворення на ринку цінних паперів складають інфраструктурні інструменти забезпечення процесів ціноутворення, інституційні учасники з власною ціновою політикою, методологічний інструментарій формування цін, важелі впливу та конкурентні позиції окремих фінансових інструментів.

Необхідність регулювання ринку цінних паперів України на сучасному етапі пов'язана з інтеграційними, інформатизаційними та глобалізаційними процесами та продиктована передумовами, як всередині країни, так і поза її межами, і передбачає формування та розвиток інфраструктури фінансового ринку та ринку цінних паперів, до якої входить торгівельна, розрахункова та облікова системи. В сучасній Україні, цінові механізми ринку цінних паперів, засновані на добросовісній конкуренції, ще не укріпилися, а досить великі інвестиційні потреби не врівноважені можливостями отримання інвесторами високих доходів. Ліквідувати такі дисбаланси в системі функціонування ринку цінних паперів можливо шляхом громадського та державного контролю за

цінами, враховуючи специфіку їх походження. Не можливо залишити організаційну систему ціноутворення на ринку цінних паперів на звичайних класичних позиціях, не корегуючи при цьому процеси формування цін на фінансові товари та послуги під впливом факторів, викликаних кризовими явищами у фінансовому секторі економіки.

У розділі 2 «**Методологічні основи цінових механізмів ринку цінних паперів**» визначено методологічні засади ціноутворення на ринку цінних паперів, обґрунтовано вплив кон'юнктури ринку цінних паперів на цінові дисбаланси, визначено вплив асиметрії інформації на цінові механізми та ризик розвитку криз та систематизовано основні чинники виникнення транзакційних витрат в процесі ціноутворення.

Основним критерієм при визначенні ціни цінного паперу є його цінність, яка виявляється через споживчу вартість – здатність цінних паперів задовольняти потреби вкладників шляхом можливості отримання певного рівня доходу, який знаходиться у взаємозв'язку з ризиком, який несе власник цінного папера. Такі характеристики цінних паперів вимагають застосування у методології дослідження цінових механізмів ринку цінних паперів системного та маржиналістського підходів. Присутність на ринку великої кількості економічних агентів, які мають різні цілі при укладенні угод з цінними паперами, неповнота інформація, ризик опортуністичної поведінки, обумовлюють необхідність застосування інституціональних підходів при дослідженні цінових механізмів ринку цінних паперів. За результатами дослідження визначено методологічні підходи дослідження ціноутворення на ринку цінних паперів, об'єкти та методи дослідження (рис. 2).



Рис. 2. Методологічна схема дослідження цінових механізмів ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором

Кон'юнктура ринку цінних паперів – це динамічна ситуація на ринку, яка характеризує основні тенденції зміни попиту і пропозиції на цінні папери. На

основі узагальнення підходів до дослідження кон'юнктури фінансових та товарних ринків систематизовано показники кон'юнктури ринку цінних паперів, з виділенням окремих елементів системи та їх детальною характеристикою (табл. 1).

Таблиця 1

Система показників кон'юнктури ринку цінних паперів

<i>Складова системи</i>	<i>Деталізація</i>
Пропозиція фінансових інструментів	Загальний обсяг пропозиції, розподіл за інструментами, за емітентами, за посередниками, за регіонами, еластичність пропозиції
Попит на фінансові інструменти	Загальний обсяг попиту, попит за сегментами ринку (біржовий та позабіржовий), попит за інструментами, місткість ринку
Пропорційність ринку	Співвідношення корпоративних і державних цінних паперів, співвідношення інструментів капіталу та боргових інструментів
Тенденції розвитку ринку	Темпи зростання загальні, темпи зростання за секторами, темпи зростання цін, прибутковості
Стійкість ринку	Параметри циклічності та волатильності
Рівень ризику	Інвестиційні ризики, валютні ризики, ризики випадкових валютних коливань
Масштаби ринку та його структура	Рівень конкуренції, рівень консолідації, характеристики учасників ринку

Джерело: складено автором

Зазначена система показників включає в себе не тільки специфічні показники кон'юнктури, але і ряд показників статистики, які мають кореспонденцію з характеристиками маркетингового дослідження. Особливістю показників кон'юнктури є використання їх як параметрів статистичних моделей, що відображають тенденції і циклічність ринку. За результатами проведеного дослідження розроблено трьох етапну модель дослідження стану кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів, застосування якої дасть можливість поліпшити систему регулювання цінових механізмів на ринку цінних паперів. Перший етап передбачає спостереження за поточним станом розвитку фінансового ринку та ринку цінних паперів. На другому етапі відбувається аналіз поточної кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів, оцінка потенціалу їх розвитку, що полягає у виявленні особливостей функціонування конкретних сегментів фінансового ринку і тих змін, які на них відбуваються по відношенню до попереднього періоду та у взаємозв'язку із загальною динамікою розвитку фінансового ринку. На третьому етапі відбувається прогнозування кон'юнктури фінансового ринку та ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів характеризується високим ступенем інформаційної асиметрії, яка обумовлена високою вартістю інформації, складністю її обробки, високою ймовірністю надходження на ринок недостовірної інформації внаслідок опортуністичної поведінки учасників ринку. Асиметрія інформації на ринку цінних паперів формує інформаційні провали, які спричиняють виникненню інформаційних дисбалансів, що трансформуються у дисбаланси цінові та фінансові. Інформаційні провали, які виникають внаслідок інформаційної асиметрії, є причиною цінових дисбалансів, які генерують

дисбаланси фінансові, які у сукупності стають причиною виникнення фінансових криз. Стійкий стан асиметрії інформації на ринку цінних паперів спонукає його учасників до нестримної гонитви за знаннями і інформацією, подоланням ризику і невизначеності інвестиційних транзакцій. У цьому контексті асиметрія інформації тримає ринок постійно в тонусі. Чим сильніше цей стан, тим менше впевненість учасників ринку в тому, що інформаційна складова їх мотивацій достатня для прийняття рішень.

Оскільки ринок цінних паперів є безперервним процесом здійснення транзакцій, то проблема виникнення транзакційних витрат та можливості управління ними є надзвичайно актуальною. Виникнення транзакційних витрат на ринку цінних паперів обумовлено багатьма чинниками, які систематизовані у чотири основні групи: маркетингові, правові, психологічні, організаційні. Вплив чинників визначається особливостями розвитку ринку цінних паперів, за умови глибоких диспропорцій рівень транзакційних витрат буде вищим. Зменшити рівень транзакційних витрат може ефективний розвиток фінансового посередництва, який сприятиме зменшенню асиметрії інформації та попередження опортуністичної поведінки учасників ринку цінних паперів.

У розділі 3 **«Аналіз ціноутворення на ринку цінних паперів та чинників виникнення цінових аномалій»** досліджено дворівневу систему ціноутворення та визначено фактори недооцінки акцій, проаналізовано фактори ціноутворення на ринку цінних паперів, обґрунтовано роль фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів, визначено сутність цінових аномалій, виявлено чинники їх виникнення та оцінено їх вплив на функціонування ринку цінних паперів України.

Ринок цінних паперів структурується за різними ознаками, пов'язаними з ціноутворенням: за рівнями ціноутворення – первинний, вторинний; за організацією ціноутворення – біржовий та позабіржовий. На таких ринках процеси ціноутворення взаємопов'язані та реалізуються через механізми IPO – і SEO-ціноутворення, які мають як спільні, так і відмінні риси. Обґрунтовано, що в ціновому механізмі має місце діапазон встановлення ціни та явище недооцінки (переоцінки акцій).

Розробка та удосконалення регуляторних механізмів ціноутворення на ринку цінних паперів має враховувати такі аспекти:

- 1) встановлення верхньої межі цінового діапазону повинна відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною;
- 2) встановлення нижньої межі цінового діапазону має бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки. Ціновою політикою по встановленню цінового діапазону нами визнана політика переміщення очікувань інвесторів з нижньої межі цінового діапазону у верхню.

До стратегічно важливих факторів впливу на ціни ринку цінних паперів слід віднести об'єктивні та суб'єктивні; традиційні і специфічні. Особливу групу факторів складають інформаційні фактори, які пов'язані з наявністю асиметрії інформації на фінансовому ринку та призводять до ризиків в ціноутворенні. На ціноутворення на ринку цінних паперів здійснюють також вплив традиційні ринкові фактори (рівень попиту і пропозиції, конкуренція,

витрати) і специфічні (тип, вид, різновид, термін обертання, інвестиційні якості цінних паперів; рейтинг і ділова репутація, галузева належність і територіальне місцезнаходження емітента; інвестиційний клімат і інвестиційне наповнення сегменту ринку; вид фондових операцій; місце і час ціноутворення). Найбільш важливим фактором ціноутворення на ринку цінних паперів є кон'юнктурний фактор, оскільки взаємодія попиту і пропозиції приводить у рівновагу ринкові ціни як на біржовому так і на позабіржовому сегменті ринку цінних паперів. Порушення рівноваги призводить до накопичування дисбалансів та провокування кризових явищ в економіці. Про асиметрію розвитку ринку цінних паперів свідчить порівняння його динаміки з динамікою товарних ринків (рис. 3).



Рис. 3. Динаміка розвитку ринку цінних паперів по відношенню до динаміки обсягів реалізації промислової продукції, продукції сільського господарства та будівництва, млрд. грн.

З рис 3 прослідковується асиметрія розвитку ринку цінних паперів по відношенню до ринку основних споживчих товарів і послуг. Адже, розбалансованість обсягів товарної та грошової маси виступає основою фінансових спекуляцій і генерує проблеми у сфері регулювання економіки. Дисбаланси у розвитку ринку цінних паперів впливають на динаміку цін та спричиняють розвиток цінових дисбалансів та аномалій.

Цінові аномалії – це стійкі відхилення цін фінансових інструментів від прогнозованих, величина яких дозволяє генерувати надприбутки. Під стійкістю аномалій слід розуміти їх повторюваність і збереження впливу на динаміку цін ринку протягом тривалого періоду. В даному контексті визначення вважається, що дія інших факторів відсутня. Під поняттям «нормальної» поведінки дохідності цінних паперів необхідно вважати цінову поведінку їх дохідностей відповідно до гіпотези ефективного ринку. Передумовами розвитку цінових аномалій на ринку цінних паперів України є розрив між розвитком

нефінансових секторів економіки та ринку цінних паперів, переважно спекулятивний характер розвитку ринку цінних паперів, фрагментарність ринку цінних паперів та поведінковий фактор, який проявляється в ірраціональності поведінки інвесторів на вітчизняному ринку цінних паперів.

У розділі 4 «**Ціноутворення на деривативи як інструмент хеджування ризиків та протидії кризам**» розкрито специфіку ціноутворення на інноваційні фінансові інструменти, визначено взаємозв'язок між ціноутворенням на деривативи та проблемами збалансування розвитку ринку цінних паперів і попередження криз, досліджено особливості формування пропозиції та методи оцінки вартості структурованих фінансових продуктів.

Сучасний етап розвитку ринку цінних паперів характеризується генеруванням великої кількості складних фінансових інструментів, динаміка торгівлі якими постійно зростає (табл. 2-3).

Таблиця 2

**Обсяги та структура світового біржового ринку деривативів
у 2000-2014 рр.**

Роки	Відкриті позиції за номінальною вартістю						Всього, (млрд. дол. США)
	Процентні		Валютні		ІПА		
	(млрд. дол. США)	%	(млрд. дол. США)	%	(млрд. дол. США)	%	
2000	12626	89,39	96	0,68	1403	9,93	14125
2005	52296	90,50	174	0,30	5316	9,20	57788
2007	86135	89,10	303	0,31	10246	10,60	96674
2009	67056	91,66	328	0,45	5773	7,89	73157
2011	53298	94,23	308	0,54	2957	5,23	56563
2013	62177	93,77	341	0,51	3793	5,72	66311
2014	69118	93,90	375	0,51	4112	5,59	73605

Джерело: побудовано автором за даними Світової федерації бірж

Слід відзначити, що структура торгів на біржовому та позабіржовому ринках суттєво відрізняється. Так, на біржовому ринку не представлені позабіржові кредитні деривативи. Спільним для біржового і позабіржового ринків є домінування процентних інструментів (табл. 3).

Таблиця 3

Обсяги світового позабіржового ринку деривативів у 2002-2014 рр.

Роки	Відкриті позиції за номінальною вартістю (млрд. дол. США)						Всього
	Процентні	Валютні	ІПА	Кредитні	Товарні	Інші	
2000	64668	15666	1891		662	12312	95199
2005	211970	31364	5795	13908	5434	29199	297670
2007	346937	48620	9202	42580	7567	61501	516407
2009	449875	49181	5937	32693	2944	63270	603900
2011	504117	63381	5982	28626	3091	42614	647811
2013	561299	73121	6821	24349	2458	24860	692908
2014	611173	76114	7131	29118	2677	31125	757338

Джерело: побудовано автором за даними Банку міжнародних розрахунків

Такі тенденції обумовлені не тільки важливістю хеджування процентного

ризик, але і зростанням обсягів позик, які необхідно страхувати від процентного ризику фінансовим посередником. Безконтрольний обіг деривативів може призводити до виникнення ряду диспропорцій не тільки у фінансовому секторі, але й в економіці в цілому. Тому регулювання їх обігу є одним з актуальних завдань у сучасних умовах господарювання.

Одним з найбільш проблемних аспектів регулювання обігу складних похідних складних фінансових інструментів є визначення їх ціни. Зазвичай метою купівлі похідного фінансового інструменту є не отримання базового активу, а хеджування цінового чи валютного ризику в часі, або отримання спекулятивного прибутку від зміни ціни базового активу. Відмінна риса деривативів полягає в тому, що вони не пов'язані з кількістю базового активу, що обертається на ринку. Такий розрив між реальним активом та фінансовим інструментом якраз і є основою ризику формування диспропорцій на фінансовому ринку та джерелом розвитку криз.

Справедливе ціноутворення роздрібних структурованих продуктів вкрай необхідно для ефективного функціонування фінансового ринку цілому та ринку цінних паперів зокрема. Ключовими факторами, що визначають вартість роздрібно структурованого інструменту є його дериватив на та боргова складова. У світі існує багато формульних підходів до визначення ціни роздрібно структурованого інструменту, однак зазначені підходи не повною мірою відображають специфіку українського ринку цінних паперів. Вони повинні бути взяті за основу, а поступово на основі дослідження результатів угод купівлі-продажу структурованих фінансових інструментів на українському ринку цінних паперів базові формульні підходи мають бути уточнені.

У розділі 5 **«Удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів в контексті його збалансованого розвитку та попередження криз»** обґрунтовано орієнтири збалансованого розвитку ринку цінних паперів, визначено напрями попередження цінових аномалій на ринку цінних паперів, окреслено шляхи удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів в контексті попередження криз.

Збалансований розвиток ринку цінних паперів вимагає чіткого визначення стратегічних орієнтирів. Відсутність стратегічних орієнтирів розвитку ринку цінних паперів є одним з основних чинників його незбалансованого розвитку. Розроблено концептуальну основу визначення стратегічних орієнтирів розвитку ринку цінних паперів та на її основі сформульовано першочергові орієнтири (рис. 4).

На основі сформульованих стратегічних орієнтирів збалансованого розвитку ринку цінних паперів необхідно розробити тактику їх досягнення з урахуванням впливу цінових механізмів ринку цінних паперів. Характер цінових трендів проаналізовано через зміну фондових індексів, а вплив інших чинників збалансованого розвитку ринку цінних паперів проаналізуємо на основі взаємозв'язку динаміки обсягів цінних паперів та основних показників економічного розвитку (ВВП, зовнішнього боргу, інфляції тощо).



Рис. 4. Стратегічні орієнтири збалансованого розвитку ринку цінних паперів в Україні

Джерело: побудовано автором

Аналіз зміни фондових індексів здійснювався на основі інформації про щоденну динаміку індекси ПФТС, S&P 500, NASDAQ, FTSE та SSE. Вибір індексів був обумовлений наступними міркуваннями. Біржа ПФТС є найбільшою українською біржею, яка є кореспондованим членом Світової федерації фондових бірж та Міжнародної асоціації бірж. Індекс ПФТС розраховується щоденно за результатами торгів на ПФТС, в основі індексу – середньозважена ціна за угодами. Цей індекс є основним показником розвитку ринку цінних паперів в Україні, тому його і обрано для порівняння із світовими показниками та виявлення взаємозв'язку між ними. За результатами аналізу встановлено залежність розвитку вітчизняного ринку цінних паперів від кон'юнктури світових ринків, що є додатковим каналом поширення кризових явищ (1).

$$\text{Col}_1 = 193,188 - 0,0444867 \times \text{Col}_2 + 0,0417373 \times \text{Col}_4 \quad (1)$$

де Col₁ – індекс ПФТС;

Col₂ – індекс S&P 500;

Col₄ – NASDAQ Composite (National Association of Securities Dealers Automated Quotation).

На основі аналізу зв'язку динаміки обсягів операцій на ринку цінних паперів з ключовими макроекономічними параметрами встановлено наявність відриву розвитку ринку цінних паперів від реального сектору економіки, що є чинником розбалансування розвитку ринку цінних паперів (2).

$$\text{Col}_1 = -141,622 + 0,474955 \times \text{Col}_3 + 2,28314 \times \text{Col}_4 \quad (2)$$

де Col₁ – обсяги операцій з цінними паперами;

Col₃ – зовнішні борг за поточний період;

Col₄ – індекс інфляції з лагом в три періоди, оскільки наслідки інфляції мають продовжений ефект.

Суттєва залежність розвитку ринку цінних паперів від боргової політики держави є передумовою розвитку цінових аномалій, а залежність ринку від інфляційних очікувань є передумовою розвитку хеджування, що дасть можливість перетворити інститути спільного інвестування на ключових учасників ринку цінних паперів.

Попередження поширення цінових аномалій на ринку цінних паперів можливе за допомогою впорядкування діяльності хедж-фондів. Обґрунтовано, що в Україні діяльність хедж-фондів позитивно вплине не тільки на ринок цінних паперів, але і на економіку в цілому. На основі схеми функціонування хедж-фонду обґрунтовано напрями регулювання діяльності хедж-фондів в Україні (рис. 5). Виділено мету, принципи, завдання та заходи такого регулювання. Стимулювання роботи хедж-фондів в Україні, врегулювання їх діяльності сприятиме зниженню ризиків переоцінки або недооцінки цінних паперів та одночасно задоволення інвестиційної місткості національної економіки.

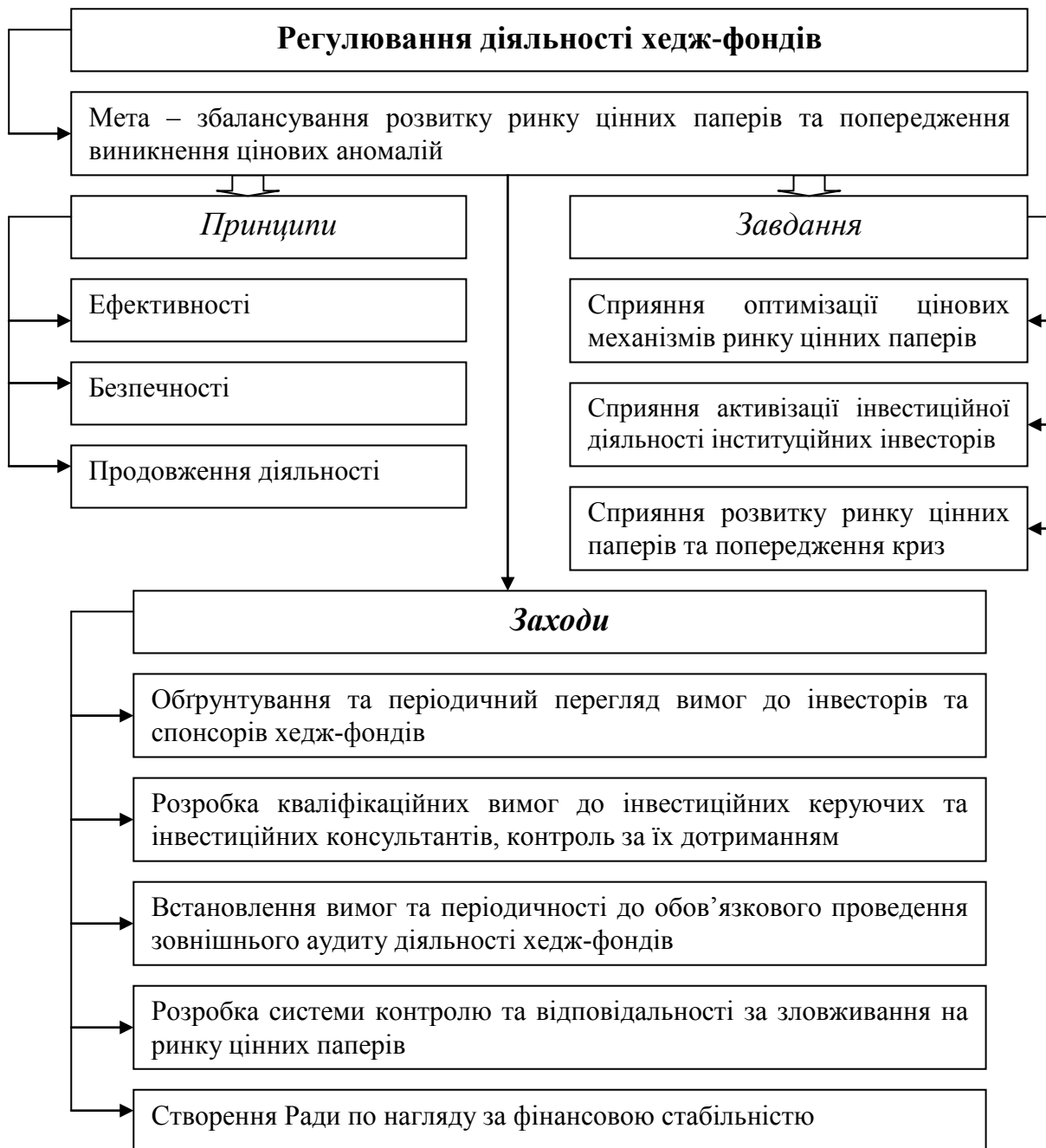


Рис. 5. Схема системи регулювання діяльності хедж-фондів

З метою удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів було вивчено зарубіжні тенденції розвитку ринку деривативів та механізмів регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів. На основі вивченого досвіду запропоновано створення цінового монітора – незалежної організації, яка за власною методологією розраховуватиме орієнтовні ціни та публікувати їх на початок дня. Розрахунки будуть здійснюватися на основі інформації, яка подаватиметься учасниками ринку цінних паперів. Розроблені принципи організації діяльності цінового монітора з виділенням функціональних напрямів: збір інформації, її обробка та публікація. Це дасть можливість підвищити прозорість ринку цінних паперів та забезпечить створення передумов для попередження розвитку кризових явищ.

ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і представлено нове вирішення важливого наукового завдання щодо удосконалення цінних механізмів збалансованого розвитку ринку цінних паперів та попередження криз. Результати проведеного дослідження дають підстави сформулювати такі висновки:

1. Одне з головних призначень ринку цінних паперів полягає у забезпеченні гармонізації інтересів учасників цього ринку з урахуванням потреб розвитку економіки. Ефективність функціонування ринку цінних паперів як механізму збалансування попиту і пропозиції залежить від рівня розвитку його інфраструктури. Серед головних проблем розвитку ринку цінних визначено недосконалість його регулювання, фрагментарність ринку, у тому числі і через надмірну кількість фондових бірж, низький рівень ліквідності та капіталізації ринку, обмежену кількість фінансових інструментів, проблеми корпоративного управління та недосконале розкриття інформації про емітентів та інструменти фондового ринку. Визначено, що збалансований розвиток ринку цінних паперів передбачає підвищення ролі ринків цінних паперів у прискоренні обігу цінних паперів для нарощування капіталів як джерел фінансового забезпечення підприємств не фінансового сектору економіки. Також сформульовано мету, принципи, пріоритети та цілі збалансованого розвитку ринку цінних паперів та визначені необхідні передумови (для бізнесу і населення), які передбачають покращення якісних параметрів ринку цінних паперів та підвищення ефективності його державного регулювання.

2. Особливості цінних механізмів ринку цінних паперів визначаються специфікою товарів, які обертаються на ньому – фінансових інструментів. Фінансові інструменти являють собою угоду, внаслідок якої у однієї сторони виникає актив, а у іншій – зобов'язання. Сучасний етап розвитку фінансових ринків характеризується швидкою еволюцією фінансових інструментів, виникненням інноваційних фінансових продуктів, у тому числі структурованих. З метою дослідження цінних механізмів фінансові інструменти поділено на такі групи: базові, похідні, гібридні похідні, структуровані фінансові продукти. Основа ціноутворення полягає в розкладанні інструменту на складові частини і оцінці підсумкового продукту виходячи з їх вартостей кожної з них за умови відсутності арбітражу. Ефективне функціонування цінних механізмів залежить від рівня розвитку інституційної інфраструктури ринку цінних паперів.

3. Витоки теорій ціноутворення на ринку цінних паперів беруть свій початок від класичних підходів до визначення цін та теорій прогнозування розвитку фінансового ринку. Це дає змогу забезпечити індивідуальний підхід до ціноутворення на окремих сегментах ринку, не порушуючи, при цьому, цілісного системного підходу до ціноутворення, як економічного процесу. В основі методології ціноутворення на ринку цінних паперів лежить класичний підхід. Він дає можливість визначити концептуальні основи визначення ціни з позицій теорії вартості та маркетинговий підхід, який є основою розробки політики ціноутворення на фінансові товари та послуги, відповідного методичного забезпечення цього процесу.

4. Розвиток ринку цінних паперів та поява інноваційних фінансових інструментів не тільки відкриває нові можливості для розвитку фінансового сектору, але і генерує додаткові ризики розгортанні криз. Ризики розгортання криз зростають у зв'язку із збільшенням надмірної грошової маси, яку складно контролювати. Найвищим рівнем ризику характеризуються операції з деривативами, оскільки їх обіг практично не регульований, а ціноутворення має ознаки віртуальності. В основі ефективного регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів знаходиться добре налагоджена інфраструктура ринку цінних паперів. Вона є підсистемою ринку цінних паперів, сутність якої полягає в забезпеченні ефективної взаємодії діяльності емітентів та інвесторів, через організацію фінансового посередництва, технічних механізмів, торговельного та інформаційного просторів для здійснення операцій із цінними паперами.

5. Методологічні засади ціноутворення на ринку цінних паперів ґрунтуються на базових постулатах класичної економічної теорії. З розвитком економічної теорії підходи до ціноутворення на ринку цінних паперів акцентували увагу на необхідності врахування залежності вартості цінного паперу та базисного активу. Оскільки вартість є явищем суб'єктивним та з точки зору суб'єкта власності має властивість зменшуватись із зростанням кількості блага, то методологія дослідження ціноутворення на ринку цінних паперів мають також враховувати системний та маржинальний підходи. Специфіка сучасного етапу розвитку ринку цінних паперів, поступове перетворення його на своєрідне сферу гри між учасниками ринку цінних паперів, зростання рівня асиметрії інформації, обумовлює необхідність доповнення методології дослідження цінних механізмів ринку цінних паперів інституціональним підходом. Загалом методологічна схема дослідження цінних механізмів ринку цінних паперів включає підходи (системний, інституціональний, маржинальний), об'єкти (цінні папери, інфраструктура складова ринку цінних паперів, процеси прийняття рішень на ринку цінних паперів), методи (аналітичні, теорії прийняття рішень, теорії ігор, управління ризиками).

6. Посилення уваги до кон'юнктури ринку цінних паперів та її впливу на цінові дисбаланси обумовлене зростанням частоти і глибини світових фінансових криз. Кон'юнктура ринку цінних паперів є складовою економічної кон'юнктури, і тому необхідно акцентувати увагу на тому факті, що існує взаємозалежність кон'юнктури ринку цінних паперів і динаміки національної економіки, оскільки ступінь збалансованості грошової маси впливає на динаміку товарної маси. Сутність коливань кон'юнктури ринку цінних паперів необхідно розглядати як безперервно змінювані у часі рівні показників кон'юнктури. З цією метою систематизовано показники кон'юнктури ринку цінних паперів та виділено їх індикатори. також розроблено трьохкомпонентну систему дослідження кон'юнктури ринку цінних паперів, для кожного з етапів якої виділено конкретні завдання і заходи.

7. Ринок цінних паперів характеризується високим рівнем асиметрії інформації, яка підвищує рівень трансакційних витрат на укладання та виконання угод. Зменшити рівень інформаційної асиметрії та знизити рівень

трансакційних витрат, які вона породжує, можуть ефективно функціонуючі інститути, які здатні забезпечити укладання ефективних контрактів. Асиметрія інформації є потужним імпульсом виникнення та еволюції фінансового посередництва, оскільки його економічна функція якраз побудована на володінні особливими знаннями та вмінні ними користуватися, чого позбавлений пересічний власник заощаджень. Проте відносини при обміні інформацією на ринку цінних паперів часто виявляються досить заплутаними, що обумовлює складні тенденції в ціноутворенні на ринку цінних паперів, у т.ч. спекуляції, що сприяє розвитку недобросовісної конкуренції. Асиметрія інформації на ринку цінних паперів формує інформаційні провали, які спричиняють виникненню інформаційних дисбалансів, що трансформуються у дисбаланси цінові та фінансові. У свою чергу цінові та фінансові дисбаланси є одними з головних чинників розвитку криз.

8. Однією з головних причин виникнення трансакційних витрат є недостатня розвиненість інституційного середовища ринку цінних паперів України порівняно з іншими країнами. Трансакційні витрати в ціноутворенні – це витрати прямої дії, витрати, які виникають, реалізуються і ускладнюють процес ціноутворення. Трансакційні витрати в процесі ціноутворення пов'язані в першу чергу з проблемами розробки умов контракту, узгодження їх між сторонами, що також потребує витрат ресурсів і часу. Чинники виникнення трансакційних витрат поділено на чотири групи: маркетингові, правові, психологічні, організаційні. Усі перераховані чинники взаємодіють у процесі ціноутворення і формують частину собівартості фінансових товарів, послуг. Пріоритетність дії того чи іншого чинника визначається сегментом (видом) ринку цінних паперів, структурними особливостями продавців і покупців, видом фінансового товару, можливістю і формою участі фінансових і торгових посередників, рівнем асиметрії інформації у контрагентів, формою організації торгівлі на ринку цінних паперів тощо.

9. Ціноутворення на акції є дворівневим – IPO та SEO. IPO-ціноутворення може мати місце як на фондовій біржі, так і поза біржовим ринком – серед інвестиційних фондів. Дворівневий підхід до ціноутворення на ринку цінних паперів дає можливість структурувати ціноутворення в біржовому та позабіржовому сегменті ринку цінних паперів. Процес ціноутворення передбачає встановлення верхньої межі цінового діапазону, яка повинна відповідати цільовому рівню оцінки, але при цьому має бути реалістичною; встановлення нижньої межі цінового діапазону, яка повинна бути привабливою для інвесторів, які демонструють високу чутливість до оцінки. При визначенні ціни SEO необхідно виходити з поточної ринкової вартості емітента. Як правило, ціна SEO встановлюється з дисконтом до ринку, проте іноді акції розміщуються з нульовим дисконтом, що може бути пов'язано з наявністю попиту на акції, який не задовольняє емітента або з їх низькою ліквідністю (і відповідно, недооцінюваністю). В цілому ціна SEO визначається з урахуванням середнього дисконту, який склався на ринку на момент розміщення і скорегованого в бік збільшення, чи зменшення в залежності від інвестиційної привабливості емітента і рівня попиту на акції. У забезпеченні ефективності

цінових механізмів важливу роль відіграє інфраструктурна складова. Під інфраструктурною складовою забезпечення ціноутворення на ринку цінних паперів слід розуміти сукупність систем, організацій і технологій, які дозволяють учасникам ринку досягнути своєї мети – провести операцію, пов'язану з купівлею-продажем цінних паперів з найменшими ризиками.

10. Чинники ціноутворення на ринку цінних паперів досліджувалися у руслі основних тенденцій розвитку ринку: інституціоналізації, фінансової експансії, сек'юретизації, інтернаціоналізації, інтеграції, інновацій та глобалізації. Зростання масштабів фінансового сектору, яке перевищує темпи зростання реального сектору економіки, призводить до постійного зростання фінансової глибини економіки. Інтернаціоналізація, інтеграція спонукає до інновацій, які на ринку цінних паперів проявляються в уніфікації фінансових інструментів та поширенні нових форм деривативів, що обумовлює необхідність дослідження чинників ціноутворення на ринку цінних паперів під новим кутом зору. Ціноутворення на ринку цінних паперів визначається такими чинниками: традиційними ринковими (попит, пропозиція, конкуренція, витрати); інформаційними (їх виникнення пов'язане з асиметрією інформації); специфічними (пов'язані з класифікаційними та інвестиційними ознаками цінних паперів); суб'єктивними (пов'язані з процедурами та формою ціноутворення на РЦП); об'єктивними (пов'язані з сучасним розвитком РЦП); внутрішніми, які продукуються інфраструктурними учасниками РЦП та зовнішніми, які продукуються іншими учасниками фінансового ринку. За результатами проведеного дослідження систематизовано специфічні чинники, які впливають на ціну у взаємозв'язку з характерними ознаками ціноутворення на ринку цінних паперів з урахуванням видів цін (номінальна, емісійна, біржова, ринкова, балансова, облікова, поточна, базисна).

11. Розвиток фінансового посередництва та активізація його участі у процесах перерозподілу фінансових ресурсів через ринки цінних паперів суттєво впливає на процеси ціноутворення на фінансові інструменти. З метою оцінки впливу фінансових посередників на ціноутворення на ринку цінних паперів удосконалено їх класифікацію з виокремленням таких груп: за ознакою участі в ціноутворенні на ринку цінних паперів, за інституціональною ознакою та за специфікою надання послуг. Роль фінансових посередників у ціноутворенні на ринку цінних паперів реалізується через інформаційну, інфраструктурну та торгову функції. Виконання зазначених функцій забезпечують фінансовим посередникам можливість брати активну участь у розвитку ринку цінних паперів, сприяючи активізації торгівлі цінними паперами, у тому числі завдяки оптимізації процесів ціноутворення. При цьому банківські установи мають більше важелів впливу на ціну, порівняно з небанківськими фінансовими посередниками. Це пов'язано з тим, що небанківські фінансові посередники інвестують у портфель цінних паперів з метою довгострокового розміщення коштів, натомість банківські установи часто використовують операції з цінними паперами у спекулятивних цілях.

12. Спираючись на існуючі дослідження вчених, а також на результати проведеного нами дослідження асиметрії інформації на ринку цінних паперів,

сутність цінових аномалій визначено як стійкі відхилення цін фінансових інструментів від прогнозованих, величина яких дозволяє генерувати надприбутки для одних учасників ринку та економічно невиправдані збитки для інших. Під стійкістю аномалій слід розуміти їх повторюваність і збереження впливу на динаміку цін ринку протягом тривалого періоду. У даному контексті робиться припущення, що дія інших факторів відсутня. Під поняттям «нормальної» поведінки дохідності цінних паперів необхідно вважати цінову поведінку їх дохідностей відповідно до гіпотези ефективного ринку. Виникненню цінових аномалій на ринку цінних паперів найчастіше передують три основні передумови: низька ефективність фондових індексів, нерациональність поведінки інвесторів, високий рівень системного ризику. Вплив аномалій здатний змусити ринок несправедливо, з точки зору ЕМН, переоцінювати або недооцінювати активи, а також надмірно або недостатньо реагувати на ті чи інші події, причому подібна поведінка може повторюватися і бути стійкою протягом тривалого періоду часу. Про наявність цінових аномалій на ринку цінних паперів України свідчать відрив темпів росту операцій на РЦП та ВВП, розрив динаміки РЦП та обсягів реалізації основних видів промислової продукції. Основна причина фінансової кризи завжди міститься в асинхронності розвитку фінансового й реального секторів економіки, коли на різних сегментах ринку фінансовий капітал самовідтворюється у власному кругообігу й не використовується для фінансування нефінансових секторів економіки. У цілому на українському ринку цінних паперів створені передумови для виникнення аномалій при інших рівних умовах. Однак залишається домінуючим вплив на український ринок цінних паперів зовнішніх чинників та інвестиційного поведінки нерезидентів. Дані особливості можуть утруднити виявлення аномалій, аналіз їх стійкості і ступінь впливу на ціноутворення.

13. Ціноутворення на деривативи має власну специфіку, яка обумовлена передумовами виникнення і поширення деривативів, а також роллю деривативів у сучасній фінансовій системі. Передумови виникнення деривативів та особливості їх поширення обумовлюють поділ розвитку ціноутворення на деривативи на п'ять етапів: еволюційний, нормативно-правовий, технологічно-інформаційний, стратегічний та інноваційний. Первинне призначення деривативів полягало у хеджуванні ризиків. Ця властивість деривативів сама по собі вносить диспропорції у цінові механізми, оскільки здійснення операцій здійснюється по старих цінах в умовах нової кон'юнктури. Посилення диспропорцій у цінових механізмах відбувалося разом із поступовим перетворенням деривативів на об'єкт спекуляцій. Це стало передумовою того, що розвиток ринку деривативів став однією з причин світових фінансових криз. Серед основних передумов поширення цінових дисбалансів та розвитку криз виділено такі: недооцінка морального ризику і асиметрії інформації на ринках похідних фінансових інструментів як з боку спекулянтів, так і хеджерів; існування численних стратегій з похідними фінансовими інструментами в основі; сек'юритизація неякісних іпотечних кредитів банківськими установами і створення кредитних деривативів

декількох рівнів під них; неадекватні методики рейтингування ПФІ; непрозорість, відсутність єдиних вимог до розкриття інформації про угоди з ПФІ у звітності контрагентів, та їх регулювання; значний леверидж – кредитне плече у спекулятивних операціях з ПФІ; безконтрольність при випусценні нових складних ПФІ; прогалини у системах та стратегіях ризик-менеджменту суб'єктів господарювання, відсутність уніфікованих методів оцінки для конкретних видів інструментів; генерування та мультиплікація системного ризику великими банківськими установами розвинених країн світу; негативна роль хедж-фондів у процесах ухилення від сплати податків, маніпуляцій зі звітністю, копіюванням стратегій, тощо.

14. Систематизовано базові постулати теорії опціонного ціноутворення, на основі яких виділено основні принципи ціноутворення на опціони. Теоретично оцінка вартості опціону будь-якого виду полягає в обчисленні очікуваної вартості опціону у момент виконання і дисконтуванні цієї величини до теперішнього часу. Удосконалена методологія опціонного ціноутворення дала можливість обґрунтувати алгоритм формування ціни на опціон, який складається з таких етапів: визначення справедливої ціни, оскільки опціони є похідними фінансовими інструментами, ціна яких нелінійно залежить від вартості базового активу; визначення ризику опціонної позиції; прогнозування ціни опціону; прогнозування волатильності опціону в торгових стратегіях.

15. Забезпечення збалансованого розвитку ринку цінних паперів можливе на основі визначення стратегічних орієнтирів, які виражені не у статичних величинах, а описуються динамічними процесами. Визначення стратегічних орієнтирів передбачає розробку концептуальної основи та формулювання на її основі першочергових орієнтирів. На основі аналізу світових і вітчизняних фондових індексів встановлено залежність розвитку вітчизняного ринку цінних паперів від кон'юнктури світових ринків, що є додатковим каналом поширення кризових явищ. На основі аналізу зв'язку динаміки обсягів операцій на ринку цінних паперів з ключовими макроекономічними параметрами встановлено наявність відриву розвитку ринку цінних паперів від реального сектору економіки, що є чинником розбалансування розвитку ринку цінних паперів. Суттєва залежність розвитку ринку цінних паперів від боргової політики держави є передумовою розвитку цінових аномалій, а залежність ринку від інфляційних очікувань є передумовою розвитку хеджування, що дасть можливість перетворити інститути спільного інвестування на ключових учасників ринку цінних паперів.

16. Як свідчить світовий досвід, попередити виникнення цінових аномалій на ринку цінних паперів можливо завдяки впорядкуванню діяльності хедж-фондів, діяльність яких направлена на диверсифікацію ризиків ринку цінних паперів. Обґрунтовано, що в Україні діяльність хедж-фондів позитивно вплине не тільки на ринок цінних паперів, але і на економіку в цілому. На основі схеми функціонування хедж-фонду обґрунтовано напрями регулювання діяльності хедж-фондів в Україні. Виділено мету, принципи, завдання та заходи такого регулювання. Стимулювання роботи хедж-фондів в Україні, врегулювання їх діяльності сприятиме зниженню ризиків переоцінки або

недооцінки цінних паперів та одночасно задоволення інвестиційної місткості національної економіки. Це сприятиме зменшенню волатильності вітчизняного ринку цінних паперів та зменшення розриву між реальною вартістю базисних фінансових інструментів та похідних.

17. Світові тенденції свідчать про зростання обсягів торгівлі деривативами, що супроводжується зростанням волатильності світових ринків цінних паперів. Зростання індексу волатильності припадає здебільшого на роки, в яких збільшуються обсяги торгівлі кредитними дефолтними свопами та невизначеними деривативами. З метою удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів було вивчено зарубіжні тенденції розвитку ринку деривативів та механізмів регулювання ціноутворення на ринку цінних паперів. На основі вивченого досвіду запропоновано створення цінового монітора – незалежної організації, яка за власною методологією розраховуватиме орієнтовні ціни та публікувати їх на початок дня. Розрахунки будуть здійснюватися на основі інформації, яка подаватиметься учасниками ринку цінних паперів. Розроблені принципи організації діяльності цінового монітора з виділенням функціональних напрямів: збір інформації, її обробка та публікація. Це дасть можливість підвищити прозорість ринку цінних паперів та забезпечить створення передумов для попередження розвитку кризових явищ. Загалом діяльність такого регулятора сприятиме впорядкуванню ціноутворення на ринку цінних паперів та забезпечить підвищення рівня транспарентності інформації про операції з цінними паперами та ціни таких угод. Прозорість інформації про ціноутворення на ринку цінних паперів сприятиме зменшенню невизначеності, а значить і ризику розвитку кризових явищ на ринку цінних паперів.

Список опублікованих праць за темою дисертації монографії

1. Мацелюх Н.П. Теоретико-методологічні основи ціноутворення на ринку цінних паперів/ Н. Мацелюх. – монографія: ANF group. – К., 2015. – 321 с.
2. Трансформаційні процеси і регуляторна політика в економіці України: монографія. - Національна академія ДПС України. – Ірпінь, 2004. – 222с.
3. Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: монографія. - Видавництво Національного університету ДПС України. – Ірпінь, 2013. – 606с.
4. Зміцнення економічної безпеки України в умовах глобалізації: теоретичні та прикладні аспекти: монографія. - «Центр учбової літератури». – К., 2015. – 220 с.

у фахових виданнях

1. Мацелюх Н.П., Якушик І.Д. Інституціональна структура регулювання фінансового ринку: адаптація зарубіжного досвіду (Електронне фахове видання) Збірник наукових праць Національного університету ДПС України. – Ірпінь, 2009. – № 2. – С. 400–407. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до журналу : <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/Znnpnudps/index.html>
2. Мацелюх Н.П. Дослідження кон'юнктури фінансового ринку як

необхідна передумова його регулювання / Н.П. Мацелюх // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – № 1. – С. 87–93.

3. Мацелюх Н.П. Концепція та алгоритм побудови організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку України / Н.П. Мацелюх // Схід. – 2010. – № 7. – С. 64-68.

4. Мацелюх Н. П. Основні теорії походження цін на фінансовому ринку / Н.П. Мацелюх // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 9–10. – С. 3–10.

5. Мацелюх Н.П. Асиметрія інформації, як фактор дисбалансів ціноутворення на фінансовому ринку: теоретичний аспект / Н.П. Мацелюх // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України. – 2013. – №2. – С. 88–96. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до журналу: <http://www.nbuuv.gov.ua/ejournals/Znpnudps/index.htmlhttp://asta.nudpsu.com>.

6. Мацелюх Н.П. Регулювання світового фінансового ринку: методологічні аспекти / Н.П. Мацелюх // Науковий вісник Національного університету Державної податкової служби України (економіка, право). – 2013. – №3(62). – С. 113–117.

7. Мацелюх Н.П., Нікончук В.В. Проблеми типологізації теоретичних моделей фондового ринку в контексті інституціонального розвитку (Фахове видання) Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – Хмельницький, 2013. – №5. – Т.2. – С. 236–241.

8. Мацелюх Н.П. Класифікаційні характеристики та критеріальні ознаки у формуванні організаційно-методичних основ ціноутворення на ринку цінних паперів/ Н.П. Мацелюх (фахове видання)// Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – Ірпінь, – 2014. – № 1. – С. 54–61.

9. Мацелюх Н. П. Становлення та розвиток ціноутворення на фінансові деривативи// Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. – Хмельницький, 2014. – №5. – Т.2. – С. 210–215.

10. Мацелюх Н.П. Методологічні засади ціноутворення на ринку цінних паперів/ Н. Мацелюх// Ефективна економіка. – 2015.

11. Мацелюх Н.П. Формування цінових аномалій на ринку цінних паперів України/ Н.П. Мацелюх// Вісник одеського національного університету/ том 21. Випуск 3 - Одеса, 2016 – С. 152-156

12. Мацелюх Н.П. Фактори недооцінки акцій в дворівневій системі ціноутворення/ Н.П. Мацелюх// Економіка і держава. – 2016. – № 2. – С. 60-63.

13. Мацелюх Н. П. Фактори ціноутворення на ринку цінних паперів в Україні/ Н.П. Мацелюх (електронне наукове фахове видання)// Глобальні та національні проблеми економіки – 2016. – №9. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до журналу: <http://www.global-national.in.ua>

У зарубіжних виданнях та вітчизняних виданнях, включених до наукометричних баз

14. Мацелюх Н.П. Сутність та елементи методології опціонного ціноутворення// International scientific journal «Progress». – Tbilisi, 2014. – № 3–4. – Р. 47–52
15. Мацелюх Н.П., Демянчук Г.В. Потенциальные возможности финансового обеспечения экономики Украины (Зарубіжне видання, Казахстан)// Экономика и право Казахстана. – Алматы, 2014. – №3(459). – С. 64–72.
16. Matselukh N.P. FUNDAMENTALS OF PRICING IN THE FINANCIAL MARKET // Středoevropský věstník pro vědu a výzkum. – Praha, 2015. – NR 5(18) – Р. 14–21.
17. Мацелюх Н.П. Ринок цінних паперів та необхідність його збалансованого розвитку у сучасних умовах/ Н. Мацелюх// Бізнесінформ. – 2015. – №11. – С.299-305.
18. Мацелюх Н.П. Вплив асиметрії інформації на цінові механізми ринку цінних паперів та ризик розвитку криз/ Н. Мацелюх// Проблеми економіки. – 2015. – №4. – С. 273–278.
19. Мацелюх Н.П. Взаємопов'язані фактори впливу на ціноутворення сучасного ринку цінних паперів/ Н. Мацелюх // Международный Научный журнал ScienceRise. – Х., 2015. – №3(8). – Т.3. – С. 64–70.
20. Мацелюх Н. П. Структурування та актуальні проблеми ціноутворення на ринку цінних паперів/ Н. Мацелюх // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 6(168). – С. 363–369.
21. Мацелюх Н.П. Місце фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів/ Н.П. Мацелюх// Бізнесінформ. – 2016. – №1. – С. 334-340.
22. Matselukh N. P. Derivatives market development and pricing on them in Ukraine/ Matselukh N. P.// Independent Auditor. – 2016. – №1. – pp. 38-44.

В інших виданнях

1. Мацелюх Н.П. Необхідність та передумови регулювання фінансового ринку України / Н.П.Мацелюх // Україна в нових реаліях: політичні, економічні та правові орієнтири розвитку : збірник наукових праць за матеріалами II Міжнародної науково-практичної конференції, 17 травня 2011 року / Національний університет ДПС України, НДІ фінансового права. – К.: Алерта, 2011. – С. 304.
2. Мацелюх Н.П. Financial market regulation in Ukraine (Зарубіжне видання, Німеччина) // Wissenschaftliche wirtschafstskonferenz. – Cologne, 2010. – №11. – Р. 103–110
3. Мацелюх Н.П. Роль держави в регулюванні фінансового ринку / Н.П.Мацелюх // Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та права в умовах глобалізації : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. – Ірпінь: Національний університет ДПС України, 2010. – : Ч.1. – С. 329–330.

4. Мацелюх Н.П. Розвиток фінансових ринків як стратегічний напрям фінансової діяльності держави /Методологія і методика незалежного аудиту і державного фінансового контролю // збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції, 6 жовтня 2010 року. – Ірпінь : Національний університет ДПС України, 2010. – С. 58–61.

5. Matselukh N.P. Regulation of financial market of Ukraine in terms of new world order //Theory and Practical of Financial Transformation in the Conditions of Interdependence Strengthening of National Economics // Materials IV International Scientific and Practical Conference, 14–18 December 2010. – Cologne-Irpin : National University of State Tax Service of Ukraine, 2010. – P. 49–51.

6. Мацелюх Н.П. Розвиток національного фінансового ринку в умовах поглиблення глобалізаційних процесів як стратегічний напрям державної фінансової політики// Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку // матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, 23–24 березня 2011 року. – Ірпінь : Національний університет ДПС України, 2011. – С. 158–160.

7. Мацелюх Н.П. Регуляторна політика ціноутворення на фінансовому ринку/ Фінансове право у ХХІ сторіччі: здобутки та перспективи // збірник наукових праць за матеріалами Міжнародної науково-практичної конференції, 4–7 жовтня 2011 року. – Ч. I. – К.: НДІ фінансового права, 2011. – С. 274–277.

8. Мацелюх Н.П. Провали ринку і роль держави в умовах постіндустріальних трансформацій // Право і держава в умовах глобалізації та регіоналізації // Матеріали науково-практичної конференції, 14 жовтня 2011 року. – Ірпінь : Державна податкова служба України, Національний університет ДПС України, 2011. – С. 583–585

9. Мацелюх Н.П. Світова податкова гармонізація як спосіб забезпечення стабільності світової фінансової системи та фінансових ринків// Гармонізація оподаткування в умовах глобалізаційних та інтеграційних процесів // збірник тез II міжнародної науково-практичної конференції, 15–16 березня 2012 року. – Ч.1. – Ірпінь : Державна податкова служба України, Національний університет ДПС України, 2012. – С. 226–227.

10. Мацелюх Н.П. Модернізація світового фінансового ринку в сучасному економічному постіндустріальному просторі Проблеми гуманізації навчання та виховання у вищому закладі освіти // матеріали X Ірпінських міжнародних науково-педагогічних читань, 29–30 березня 2012 року. – Ч.4. – Ірпінь : Видавництво Національного університету ДПС України, 2012. – С. 44–51.

11. Мацелюх Н.П. Міжнародна податкова конкуренція і цінова конкуренція на фінансовому ринку Гармонізація оподаткування в умовах глобалізаційних та інтеграційних процесів // збірник тез III міжнародної науково-практичної конференції, 12–13 квітня 2013 року. – Ч.1. – Ірпінь : Державна податкова служба України, Національний університет ДПС України, 2013. – С. 105–106.

12. Мацелюх Н.П. Роль трансфертного ціноутворення в оподаткуванні операцій на фінансовому ринку Реформування податкової системи України

відповідно до європейських стандартів // збірник матеріалів науково-практичної конференції, 31 жовтня 2013 року. – Ірпінь : Видавництво Національного університету ДПС України, 2013. – С. 307–310.

13. Мацелюх Н.П. Фундаментальні основи ціноутворення у економічній теорії як науці/ Україна в нових реаліях: економічні проблеми та перспективи розвитку // матеріали науково-практичної інтернет-конференції, 17–19 березня 2015 року. – Ірпінь, 2015. – С. 49–52.

14. Мацелюх Н.П. Роль лістингу у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів/ Створення сильної економіки країни: проблеми та перспективи розвитку // Збірник тез міжнародної науково-практичної інтернет-конференції, 3 березня 2016 р.- Тернопіль, 2016.-С.79-81

АНОТАЦІЯ

Мацелюх Н.П. Ринок цінних паперів: цінові механізми збалансованого розвитку і попередження криз. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Університет державної фіскальної служби України, Ірпінь, 2016.

Розкрито сутність та визначено засади збалансованого розвитку ринку цінних паперів. Збалансований розвиток ринку цінних паперів передбачає узгодження мети з пріоритетами та цілями збалансованого розвитку. Досліджено передумови збалансованого розвитку ринку цінних паперів. Визначено сутність цінового механізму ринку цінних паперів як процес формування і взаємодії цін на фінансові інструменти як ринкових сигналів на основі яких відбувається перерозподіл фінансових ресурсів між учасниками ринку.

Методологія дослідження ціноутворення на ринку цінних паперів ґрунтується на системному, інституціональному та маржиналістському підході. Визначено сутність кон'юнктури ринку цінних паперів, її вплив на процеси ціноутворення, розроблено систему показників кон'юнктури ринку цінних паперів. Розроблено трьох етапну систему дослідження кон'юнктури ринку цінних паперів. Досліджено вплив асиметрії інформації на цінові механізми та ризик розвитку криз. Визначено взаємозв'язок невизначеності, інформаційної асиметрії, цінових дисбалансів та фінансових криз, систематизовані чинники виникнення транзакційних витрат в процесі ціноутворення.

Досліджено дворівневу систему ціноутворення та фактори недооцінки акцій та проаналізовано фактори ціноутворення на ринку акцій. Визначено роль фінансового посередництва у процесах ціноутворення на ринку цінних паперів. Досліджено сутність цінових аномалій на ринку цінних паперів, чинники їх виникнення та вплив на розвиток ринку цінних паперів.

Визначено специфіку ціноутворення на інноваційні фінансові продукти, досліджено ціноутворення на деривативи та визначено проблеми збалансування розвитку ринку цінних паперів і попередження криз, розкрито особливості формування пропозиції та методи оцінки вартості структурованих фінансових продуктів.

Обґрунтовано стратегічні орієнтири збалансованого розвитку ринку цінних паперів, розроблено попередження цінових аномалій на ринку цінних паперів через механізми регулювання діяльності хедж фондів. Визначено напрями удосконалення цінових механізмів ринку цінних паперів в контексті попередження криз.

Ключові слова: ринок цінних паперів, цінові механізми, фінансовий інструмент, деривативи, ціноутворення, криза, збалансований розвиток

АННОТАЦИЯ

Мацелюх Н.П. Рынок ценных бумаг: ценовые механизмы сбалансированного развития и предупреждения кризисов. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Университет государственной фискальной службы Украины, Ирпень, 2016.

Раскрыта сущность сбалансированного развития рынка ценных бумаг и определены базисные основы его обеспечения. Сбалансированное развитие рынка ценных бумаг предполагает согласование цели с приоритетами и задачами сбалансированного развития. Исследованы предпосылки сбалансированного развития рынка ценных бумаг, среди которых выделены предпосылки для бизнес среды и населения. Ценовой механизм рынка ценных бумаг определено как процесс формирования и взаимодействия цен на финансовые инструменты как рыночных сигналов, на основе которых происходит перераспределение финансовых ресурсов между участниками рынка.

С целью исследования ценообразования на рынке ценных бумаг финансовые инструменты разделены на группы: базисные финансовые инструменты, простые производные, гибридные и структурированные финансовые инструменты. Теоретической основой ценообразования являются затратные теории (теория трудовой стоимости, теория затрат, теория трех факторов производства), которые рассматривают формирование стоимости как основы цены с точки зрения производителей товаров (предложение) и теория предельной полезности, в центре внимания которой потребительская стоимость, как основа цены с позиций потребителей (спроса). Методология исследования ценообразования на рынке ценных бумаг базируется на системном, институциональном и маржиналистском подходах.

Определено, каким образом на ценообразование влияет конъюнктура рынка ценных бумаг. Определены параметры конъюнктуры и разработана система показателей конъюнктуры рынка ценных бумаг. Система показателей включает специфические показатели конъюнктуры и косвенные показатели статистики.

Разработана трехэтапная модель исследования конъюнктуры рынка ценных бумаг. Первый этап предусматривает наблюдение за текущим состоянием развития рынка ценных бумаг, второй – анализ текущей конъюнктуры, третий – прогнозирование конъюнктуры. Исследовано влияние асимметрии информации на ценовые механизмы и риски развития кризисов.

Определены взаимосвязи неопределенности, информационной асимметрии, ценовых дисбалансов и финансовых кризисов. Систематизированы факторы возникновения транзакционных издержек в процессе ценообразования по следующим группам: маркетинговые, правовые, психологические, организационные.

Исследована двухуровневая система ценообразования на акции и выявлены факторы недооценки акций. Определены этапы развития IPO в Украине, исследованы гипотезы недооценки акций при IPO и SEO. Исследована инфраструктурная составляющая ценообразования на рынке ценных бумаг. Исследована система факторов влияния на ценообразование на рынке ценных бумаг. Раскрыта роль финансового посредничества в процессах ценообразования на рынке ценных бумаг. Разработана классификация финансовых посредников по признаку участия в процессе ценообразования на рынке ценных бумаг. Проанализирована динамика развития рынка ценных бумаг в сравнении с динамикой основных показателей развития сферы производства.

Исследована специфика ценообразования на инновационные финансовые инструменты. Систематизированы основные этапы развития ценообразования на деривативы. Дана оценка объемам торговли деривативами на рынке Украины и мировом рынке. Проанализирована динамика мировых объемов опционов и фьючерсов. Исследована взаимосвязь ценообразования на деривативы, проблем сбалансированного развития рынка ценных бумаг и риска возникновения кризисов. Систематизированы основные постулаты теории опционного ценообразования. Разработана схема методологии опционного ценообразования, в которой выделены принципы, методы и модели опционного ценообразования. На основании моделей опционного ценообразования рассчитаны премия и дельта на опционы при диверсификации рисков. Исследованы особенности формирования предложения и методы оценки стоимости структурированных финансовых продуктов. Обоснованы этапы конструирования розничного структурированного продукта и систематизированы основные факторы влияния на создание структурированных финансовых продуктов.

Обоснованы стратегические ориентиры сбалансированного развития рынка ценных бумаг в Украине, определена его концептуальная основа (методология и принципы) и задания. На основе результатов многофакторного корреляционно регрессионного анализа определена степень зависимости украинского рынка ценных бумаг от тенденций развития мировых рынков ценных бумаг. На основании анализа зависимости динамики развития рынка ценных бумаг и ВВП, внешнего долга, инфляции и капитальных инвестиций, определены внутренние причины дисбалансов развития рынка ценных бумаг.

Обоснованы направления предупреждения возникновения ценовых дисбалансов на рынке ценных бумаг. Разработаны направления регулирования деятельности хеджфондов. Выявлены риски разбалансирования развития рынка ценных бумаг и доказана необходимость внедрения в практику Украины специального ценового монитора, деятельность которого будет предупреждать

возникновение ценовых дисбалансов на рынке ценных бумаг, тем самым будет способствовать уменьшению риска возникновения кризисов. Это объясняется тем, что деятельность такого монитора будет направлена на увеличения степени прозрачности рынка, а также будет способствовать доступности информации для всех участников рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, ценовые механизмы, финансовый инструмент, деривативы, ценообразование, кризис, сбалансированное развитие

SUMMARY

Matselukh N. P. Securities Market: Pricing Mechanisms of Balanced Development and Crisis Prevention.– Manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Economic Science, specializing in 08.00.08 – money, finance and credit. –University of the State Fiscal Service of Ukraine, Irpin, 2016.

The essence and principles of sustainable development of the securities market are defined. Balanced development of securities market involves agreeing objectives with the priorities and objectives of sustainable development. The preconditions balanced development of the securities market are defined. The essence of the price mechanism of the securities market is proposed. as the formation and interaction of prices of financial instruments as market signals on which the redistribution of financial resources among market participants.

Research methodology of pricing in the stock market based on systemic, institutional and marginalist approach. Essence Securities market conditions, its impact on the processes of pricing, the system of indicators of market conditions securities. Developed three-phased system of market research securities. The influence of asymmetric information on pricing mechanisms and the risk of crises. Correlation of uncertainty, information asymmetries, price imbalances and financial crises systematic factors of transaction costs in the pricing.

Investigated a two-tier pricing factors and underestimating shares and analyzed pricing factors in the stock market. The role of financial intermediation in the process of pricing in the stock market. The essence of price anomalies in the securities market, the factors of their occurrence and impact on the securities market. The specificity of pricing on innovative financial products researched pricing on derivatives and identifies the problem of balancing the development of securities market and prevent crises peculiarities proposal and methods of valuation of structured financial products. Grounded strategic guidelines for balanced development of the securities market, developed a prevention of price anomalies in the securities market through the mechanisms of regulation of hedge funds. The ways of improving the pricing mechanism of the securities market in the context of crisis prevention.

Keywords: securities market, pricing mechanisms, financial instrument derivatives pricing crisis, sustainable development