

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Львівський національний університет імені Івана Франка

БАУЛА ОЛЕНА ВІКТОРІВНА

УДК 336.761 (477)

ФОРМУВАННЯ ІНСТИТУТІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

08.00.01 – Економічна теорія та історія економічної думки

АВТОРЕФЕРАТ

**дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

ЛЬВІВ – 2007

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Луцькому державному технічному університеті Міністерства освіти і науки України, на кафедрі теорії економіки та менеджменту

Науковий керівник - кандидат економічних наук, професор
Ватаманюк Зіновій Григорович,
Львівський національний університет імені Івана Франка, завідувач кафедри економічної теорії.

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Тивончук Іван Опанасович,
Національний університет «Львівська політехніка»,
професор кафедри теоретичної та прикладної економіки;

кандидат економічних наук,
Самбірський Мар'ян Михайлович,
Київська філія ВАТ «Компанія з управління активами
«Росан - Капітал», директор.

Захист відбудеться “_20_” грудня 2007р. о 13³⁰ год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 35.051.01 у Львівському національному університеті імені Івана Франка за адресою: 79008, м. Львів, просп. Свободи, 18, аудиторія 115.

З дисертацією можна ознайомитися у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79005, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розісланий “_17_” листопада 2007р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

доц. Стасишин А.В.

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми дослідження. На початку 90-х років ХХ століття Україна стала на шлях створення інноваційної соціально-орієнтованої моделі ринкової економіки, розпочалася приватизація державної власності. Ці процеси передбачають не лише зміни у сфері відносин власності, а й прискорене реформування інвестиційної сфери та фінансово – кредитної системи. За цих умов особливої ваги набуває ринок цінних паперів, який є вищою формою розвитку товарно – грошових відносин. При гармонійному розвитку, сформованих інститутах, налагодженому правовому забезпеченні механізмів захисту інтересів усіх його учасників він стає потужним прискорювачем економічного розвитку країни, індикатором лібералізації економіки та успішного проведення ринкових реформ, створює важливий компонент сучасного механізму економічного регулювання, надає економіці певної гнучкості і мобільності, забезпечуючи можливість швидкого переливу ресурсів з одних галузей в інші. Актуальність теми дослідження обумовлена значенням інститутів ринку цінних паперів у трансформаційній господарській системі та їх роллю в забезпеченні необхідними для розвитку фінансовими ресурсами усіх суб'єктів економіки. Для забезпечення прискореного розвитку економіки України необхідно створити умови для її модернізації на основі адекватного використання можливостей інститутів ринку цінних паперів.

Дослідженням проблем формування, розвитку ринку цінних паперів та його інститутів займалися багато зарубіжних і вітчизняних науковців. Зокрема, Д.Рікардо, К.Марксом, А.Маршалом, Дж.Кейнсом, Дж.Гіксом, А.Пігу, – класиками економічної науки – було започатковано дослідження капіталу та його різноманітних форм, в тому числі і фінансового капіталу. Продовжували дослідження в цій сфері закордонні дослідники М.Алексєєв, Б.Альохін, М.Берзон, В.Булатов, Г.Марковіц, Я.Міркін, Б.Рубцов, Дж.Тобін, Р.Тьюлз, В.Торкановський, Ю.Фама та ін. Серед вітчизняних учених ґрунтовні дослідження визначення ролі інститутів ринку цінних паперів в економічній системі провели С.Давимука, А.Загородній, В.Загорський, А.Задоя, В.Колесник, А.Кондрашихін, Ю.Кравченко, І.Кривов'язюк, О.Кузьмін, К.Марахов, О.Мендрул, О.Мозговий, В.Оскольський, О.Охріменко, Б.Стеценко, М.Самбірський, І.Тивончук та ін.

Однак, окремі аспекти регулювання діяльності інститутів ринку цінних паперів розроблені недостатньо. Розгортання трансформаційних процесів в економіці України зумовили зосередження уваги у цьому дослідженні на проблемах ефективного функціонування інститутів ринку цінних паперів. Об'єктивна доцільність подальшого дослідження цих проблем пов'язана з потребою формування інвестиційного потенціалу України на основі покращення інституційного та макроекономічного середовища ринку цінних

паперів. Необхідність системного дослідження питань функціонування інститутів ринку цінних паперів зумовлена також новизною завдань, що потребують вирішення. Важливе значення має розроблення стратегії підвищення інституційної ефективності ринку цінних паперів України на основі поліпшення функціонування та регулювання діяльності його інститутів.

Актуальність проблеми формування сприятливого середовища для розвитку вітчизняних інститутів ринку цінних паперів, удосконалення їх державного регулювання та підвищення ефективності, формування інноваційно-інвестиційної економічної системи та недостатня теоретична розробка низки проблем у даній сфері зумовили вибір теми дисертаційного дослідження, обґрунтування її мети, цілей, завдань і логіку викладення матеріалу.

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

Дисертаційна робота виконана у рамках науково-дослідної роботи Луцького державного технічного університету “Організаційно-економічні засади регіонального енергозбереження” (номер державної реєстрації 0104U000533). Дисертант особисто виконала розділ „Муніципальні облігації як інструмент фінансування впровадження енергоощадних заходів у регіоні” (довідка №725/І-10 від 27.03.2007 року). Автором обґрунтовано доцільність фінансування місцевих проектів з енергозбереження за допомогою випуску муніципальних облігацій, доведено необхідність використання потенціалу ринку цінних паперів та його інститутів як важливих складових формування ринкової економічної системи в Україні.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є науковий аналіз процесів становлення та функціонування інститутів ринку цінних паперів, визначення рівня інституційної ефективності даного ринку та обґрунтування практичних рекомендацій щодо його подальшого розвитку в ринковій економіці України.

Для досягнення поставленої мети були визначені такі основні завдання дослідження:

– дослідити суть ринку цінних паперів, його структуру та роль в сучасній ринковій економіці;

– дослідити еволюцію поглядів представників провідних течій і шкіл у світовій економічній науці на роль інститутів ринку цінних паперів в економіці;

– з’ясувати макроекономічні та інституційні чинники розвитку ринку цінних паперів України;

– оцінити тенденції становлення і розвитку інститутів вітчизняного ринку цінних паперів;

– обґрунтувати поняття “інституційна ефективність ринку цінних паперів” та адаптовану до трансформаційного економічного середовища методику її

визначення;

- визначити напрями удосконалення діяльності інститутів інфраструктурного забезпечення обігу цінних паперів в Україні;
- розробити конкретні рекомендації щодо оптимізації інформаційного середовища вітчизняного ринку цінних паперів.

Об’єктом дослідження є інститути ринку цінних паперів.

Предмет дослідження - особливості становлення та напрями підвищення ефективності функціонування інститутів ринку цінних паперів України та чинники, що впливають на їх розвиток.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження складає методика інституційного аналізу. У зв’язку зі складністю та багатоаспектністю явищ, що виникають на ринку цінних паперів, були застосовані різні методи дослідження:

- історичного і логічного аналізу – для з’ясування комплексу чинників, що вплинули на генезис та розвиток інститутів ринку цінних паперів України і для характеристики існуючих підходів в економічній теорії до визначення їх ролі у функціонуванні економічної системи загалом;
- теоретичного узагальнення – для визначення пріоритетних макроекономічних та інституційних чинників впливу на вітчизняний ринок цінних паперів та його інфраструктуру;
- системного аналізу й економічного моделювання – для створення аналогової моделі національного ринку цінних паперів як відкритої системи;
- порівняльного аналізу – для виявлення спорідненості економічних процесів на вітчизняному ринку цінних паперів та ринках розвинених країн;
- індуктивний метод – на етапі систематизації та оброблення інформації;
- статистичні методи – для уточнення змісту окремих категорій та системи фінансового ринку загалом, а також для оцінки тенденцій та перспектив розвитку інститутів ринку цінних паперів України.

Інформаційною базою дослідження послужили законодавчі та нормативно-правові акти Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України, звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, наукова монографічна література, публікації зарубіжних і вітчизняних вчених у періодичних виданнях, матеріали міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференцій, веб-сайти, статистичні матеріали за проблематикою дисертації.

Наукова новизна одержаних результатів. Отриманні у процесі дослідження наукові результати полягають у тому, що:

вперше:

- здійснено усебічний аналіз еволюції поглядів на роль інституцій ринку цінних паперів в економічній системі країни, що дало змогу

систематизувати положення теорій представників різних економічних шкіл щодо визначення місця ринку цінних паперів та функцій його інститутів у загальній структурі ринку;

- запропоновано і обґрунтовано поняття “інституційна ефективність ринку цінних паперів” як категорію, що відображає результативність інституційних чинників функціонування ринку цінних паперів, а також здійснено комплексну оцінку інституційної ефективності ринку цінних паперів України на основі запропонованої методики, що базується на трьох чинниках: модель вітчизняного ринку цінних паперів, рівень конкуренції між учасниками ринку, ступінь інформаційної прозорості ринку;

удосконалено:

- визначення категорії „ринок цінних паперів”, зокрема доведено, що ринок цінних паперів слід розглядати не лише як спосіб розміщення капіталу, але й як елемент фінансового ринку, інститути якого взаємодіють для задоволення власних потреб та інтересів;

- розуміння моделі національного ринку цінних паперів як відкритої системи, а саме в її основу покладено інституційних механізм взаємодії учасників ринку цінних паперів;

- поглиблено аргументацію заходів щодо покращення інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів України: становлення Єдиної біржової фондової системи, централізація Національної депозитарно-клірингової системи, поширення рейтингування цінних паперів та інститутів ринку цінних паперів;

набули подальшого розвитку:

- виокремлення та систематизація складників макроекономічного та інституційного середовища функціонування вітчизняного ринку цінних паперів;

- класифікація етапів становлення та розвитку інститутів національного ринку цінних паперів;

- обґрунтування шляхів покращення системи розкриття інформації про діяльність учасників вітчизняного ринку цінних паперів, яка має базуватися на створенні подвійної (регулятор, організатори торгів), дворівневої системи розкриття інформації (безкоштовне джерело зі звітністю учасників ринку поряд з платним джерелом систематизованої та аналітичної інформації);

- визначення економічної ролі, завдань та цілей держави щодо забезпечення високої ліквідності та ефективності вітчизняних інститутів ринку цінних паперів і дотримання міжнародних стандартів їх функціонування.

Практичне значення одержаних результатів. Теоретична значимість роботи полягає у проведенні комплексного дослідження соціально-економічних та макроекономічних аспектів функціонування інститутів вітчизняного ринку

цінних паперів й узагальненні основних закономірностей його становлення та розвитку. Важливе значення має обґрунтування комплексу заходів удосконалення інфраструктури ринку цінних паперів України, оптимізації його інформаційної прозорості. Зроблено крок у розробці та апробуванні методики розрахунку інституційної ефективності ринку цінних паперів України. Основні висновки і практичні рекомендації роботи використовуються у навчальному процесі при викладанні нормативних курсів на факультеті бізнесу Луцького державного технічного університету, а саме: „Політична економія”, „Макроекономіка”, „Ринок цінних паперів” (довідка № 691/І-10 від 22.03.2007р.).

Практична значимість роботи полягає в тому, що основні її теоретичні положення і висновки, а також методичні рекомендації можуть бути використані в практичній діяльності та подальшому формуванні, функціонуванні і розвитку ринку цінних паперів України. Окремі положення дослідження були апробовані в практичній діяльності при розробці Програми соціально-економічного розвитку міста Луцька на 2007 рік Департаментом економіки Луцької міської ради (довідка №32/12-7 від 28.03.2007 р.) та при формуванні Стратегії економічного і соціального розвитку Волинської області до 2015 року Головним управлінням економіки Волинської обласної державної адміністрації (довідка №637/02-ІІ від 12.06.2007р.).

Зроблені у дисертації висновки щодо організаційно-економічних засад формування ринку цінних паперів у розвинутих країнах світу та трансформаційних економіках використовувалися Управлінням міжнародного співробітництва та європейської інтеграції Волинської обласної державної адміністрації при розробці Програми соціально-економічного розвитку Волинської області на 2008 рік (довідка №398/1-58 від 07.05.2007р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, в якій наявний авторський підхід до визначення шляхів удосконалення ефективності ринку цінних паперів та активізації діяльності його інститутів в Україні. Усі наявні в дисертації висновки й положення наукової новизни отримані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті положення, які є результатом особистої праці дисертанта.

Апробація результатів дисертації. Теоретичні положення, висновки і практичні рекомендації дисертаційного дослідження доповідались і обговорювались на науково-практичних конференціях: Міжнародній науково-практичній конференції „Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи” (Львів, 2003р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції „Актуальні питання розвитку підприємництва, менеджменту та маркетингу в умовах трансформації економіки України ” (Луцьк, 2004р.), V міжнародній науковій конференції студентів та молодих учених „Управління

розвитком соціально – економічних систем: глобалізація, підприємництво, стає економічне зростання” (Донецьк, 2004 р.), Міжнародній науково-практичній конференції „Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання” (Луцьк, 2004р.), XI міжнародній науково-практичній конференції „Фінансово-кредитне стимулювання економічного зростання” (Луцьк, 2005р.), VI міжнародній науково-практичній конференції „Теорія і практика сучасної економіки” (Черкаси, 2005р.), Міжнародній науково-практичній конференції „Наука: теорія і практика” (Дніпропетровськ, 2005р.), III міжнародній науково-практичній конференції „Актуальні проблеми розвитку суспільства: історична спадщина, реалії та виклики XXI століття” (Луцьк, 2005р.), Міжнародній науково-практичній конференції „Економічна система: минуле, сучасне, майбутнє” (Львів, 2005р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції „Регіональні аспекти організації й управління фінансовими ресурсами” (Івано-Франківськ, 2006р.), II міжнародній науково-практичній конференції „Сучасні наукові дослідження – 2006” (Дніпропетровськ, 2006р.), Міжнародній науково-практичній конференції „Перспективи та пріоритети розвитку економіки України” (м. Луцьк, 2006р.); V Всеукраїнській науково-практичній конференції „Стан та проблеми інноваційної розбудови України’ 2007р.” (м. Дніпропетровськ, 2007р.), XIX – XXI науково-практичних конференціях професорсько-викладацького складу Луцького державного технічного університету (Луцьк, 2004-2006 рр.).

Публікації. За темою дослідження опубліковано 19 наукових праць загальним обсягом 5,3 д.а. (особисто автором 5,0 д.а.), у тому числі: 7 статей у провідних наукових фахових виданнях, 10 тез доповідей на наукових конференціях.

Структура й обсяг дисертаційної роботи. Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел (236 позицій) та 10 додатків на 11 сторінках. Структура дисертації відображає логіку дослідження та особливості характеру розробки наукової проблеми. Основний зміст дисертації викладено на 194 сторінках комп’ютерного тексту, містить 14 рисунків на 9 сторінках і 12 таблиць на 6 сторінках.

Загальний напрям та логіка дослідження визначили таку структуру дисертації:

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. Теоретико – інституційні засади дослідження ринку цінних паперів

- 1.1. Сутність, завдання та структура ринку цінних паперів
- 1.2. Еволюція поглядів на роль інститутів ринку цінних паперів в економіці
- 1.3. Розвиток ринку цінних паперів у перехідних господарських системах

РОЗДІЛ 2. Особливості становлення та ефективність інститутів ринку

цінних паперів України

- 2.1. Макроекономічні та інституційні чинники функціонування інститутів ринку цінних паперів
 - 2.2. Основні етапи розвитку інститутів вітчизняного ринку цінних паперів
 - 2.3. Інституційна ефективність ринку цінних паперів України
- РОЗДІЛ 3. Стратегія підвищення інституційної ефективності ринку цінних паперів України
- 3.1. Шляхи удосконалення функціонування інститутів інфраструктури ринку цінних паперів
 - 3.2. Напрями оптимізації інформаційного середовища вітчизняного ринку цінних паперів
- ВИСНОВКИ
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ
ДОДАТКИ

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, проаналізовано стан розробки наукової проблеми, її значення для подальшого розвитку економічних досліджень, визначено мету та завдання дослідження, конкретизовано об'єкт, предмет, методи дослідження, сформульовано практичне і теоретичне значення дисертаційної роботи, її наукову новизну, ступінь апробації одержаних результатів.

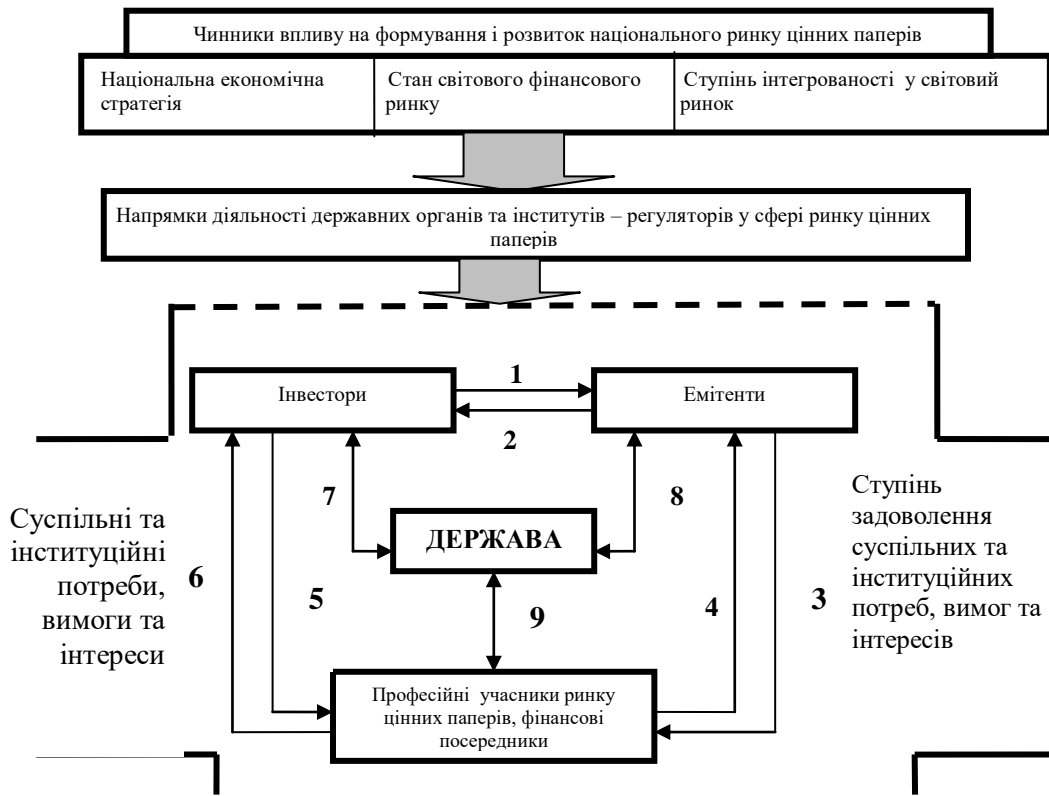
У першому розділі роботи - „**Теоретико – інституційні засади дослідження ринку цінних паперів**” - визначено сутність, завдання та структуру ринку цінних паперів, досліджено еволюцію поглядів на роль інститутів даного ринку в економіці, з'ясовано особливості розвитку ринку цінних паперів у перехідних економіках. Проведене дослідження дає підстави стверджувати, що в умовах здійснення економічних реформ неможливо обійти питання розвитку інститутів ринку цінних паперів, який у більшості випадків виникає як закономірний результат розвитку ринкових відносин. Багато в чому ринок цінних паперів стає результуючою домінантою ринкових перетворень в країні, а також визначальним атрибутом конкурентного середовища.

За результатами проведеного дослідження у дисертації критично оцінено й узагальнено наявні в науковій економічній літературі теоретичні положення про економічну сутність поняття „ринку цінних паперів”, щодо класифікації його учасників згідно з виконуваними функціями та структурою фінансового ринку.

У роботі показано, що у світовій економічній літературі ринок цінних паперів трактується як ринковий механізм, який регулює вартість цінних паперів в процесі їх обігу. Автор відзначає, що у вітчизняній економічній науці ринок

цінних паперів розглядається як спосіб розміщення капіталу, який має забезпечити його збереження і зростання. У дисертації доведено, що ринок цінних паперів необхідно розглядати як елемент фінансового ринку, інститути якого взаємодіють для задоволення власних потреб та інтересів.

Проведений у дисертаційній роботі аналіз наукових праць з проблеми дослідження ринку цінних паперів як відкритої системи дає змогу зробити висновок, що на його становлення і розвиток, на напрямки діяльності державних органів та інститутів – регуляторів серйозно впливають національна економічна стратегія, стан світового фінансового ринку, ступінь інтегрованості у світовий ринок цінних паперів, а на вході даної системи розташовуються суспільні та інституційні потреби, вимоги, інтереси, а на виході – ступінь їх задоволення (рис. 1).



1 – фінансування розвитку емітентів, обов'язки та відповідальність за випуск цінних паперів; 2 – реалізація інтересів інвесторів, фінансові ризики, особиста відповідальність за ризики; 3 – отримання доходу, фінансових активів; 4 – надання інвестиційних ресурсів; 5 – фінансові зобов'язання, дохід; 6 – реалізація інтересів, зменшення ризику втрати капіталу, кваліфіковане управління інвестиційним портфелем, надійність тривалого збереження капіталу; 7 – інвестори отримують гарантування прав та захист інтересів; держава – податки від доходів; 8 – емітенти отримують норми та правила діяльності, реєстрацію, контроль за діяльністю через регулярне подання інформації регулятору; держава – податки від доходів та інформацію про діяльність; 9 – інфраструктурні учасники ринку отримують ліцензування, правила та нагляд за діяльністю; держава – податки.

Рис 1. Модель національного ринку цінних паперів як відкритої системи

В основу даної моделі автором покладено інституційний механізм взаємодії учасників ринку цінних паперів (емітентів, інвесторів, професійних

учасників, посередників та держави).

У ході дисертаційного дослідження встановлено, що дослідженням ролі ринку цінних паперів у господарській системі країни займалися вчені – економісти на різних етапах розвитку економічної теорії: меркантилісти загалом були противниками будь-яких цінних паперів (акцій, банківських білетів, паперів державної скарбниці) і пропонували їх ліквідувати, щоб викликати приплив коштовних металів у країну; представники класичної політекономії розглядали механізм кредиту через цінні папери як альтернативу готівковим розрахункам, що було спричинено нестачею грошей в обігу; марксистична значну роль відводили акціонерним товариствам, як невід’ємному елементу на шляху до перетворення капіталу у суспільну власність; представники неокласичного напрямку в економічній теорії зосереджують свою увагу на механізмі ціноутворення на фінансових ринках; найбільшу роль ринку цінних паперів серед усіх економічних шкіл XVI – XX ст. відводили кейнсіанці, вважаючи його одним з найважливіших елементів у структурі ринку; інституціоналісти та неінституціоналісти розглядають ефективність ринку цінних паперів як здатність інститутів, які регулюють ринок, створювати і підтримувати „правила гри”, що забезпечують стабільність і надійність виконання контрактів; засновник інформаційного підходу в економічній теорії Дж. Акерлоф відносить ринок цінних паперів до ринків «лимонів», яким притаманна асиметрія інформації, усунути яку під силу лише державному регулюванню.

Неминучість участі України у процесах фінансової глобалізації та інтернаціоналізації економічних відносин зумовлюють необхідність дослідження розвитку ринку цінних паперів в економіках подібних до України (країни Центральної та Східної Європи). До особливостей функціонування ринків цінних паперів цих країн належить: зростаюча зацікавленість інвесторів до ринків цих країн через поглиблюючу нестабільність на західноєвропейських та азійських фондових біржах на початку XXI ст.; економічний рівень сек’ютиризації значно нижчий, ніж у країнах з розвинутою ринковою економікою; перехід на міжнародні стандарти фінансової звітності.

У другому розділі **„Особливості становлення та ефективність інститутів ринку цінних паперів України”** здійснено аналіз макроекономічних та інституційних чинників функціонування інститутів вітчизняного ринку цінних паперів, виділено та охарактеризовано основні етапи їх розвитку, запропоновано методикку і здійснено спробу оцінити рівень інституційної ефективності даного ринку у 2001 – 2006 роках. Формування ринкових відносин в Україні викликало необхідність розбудови та розвитку інститутів ринку цінних паперів. Ефективність цього процесу перебуває у прямій залежності від макроекономічного та інституційного середовища (рис. 2).

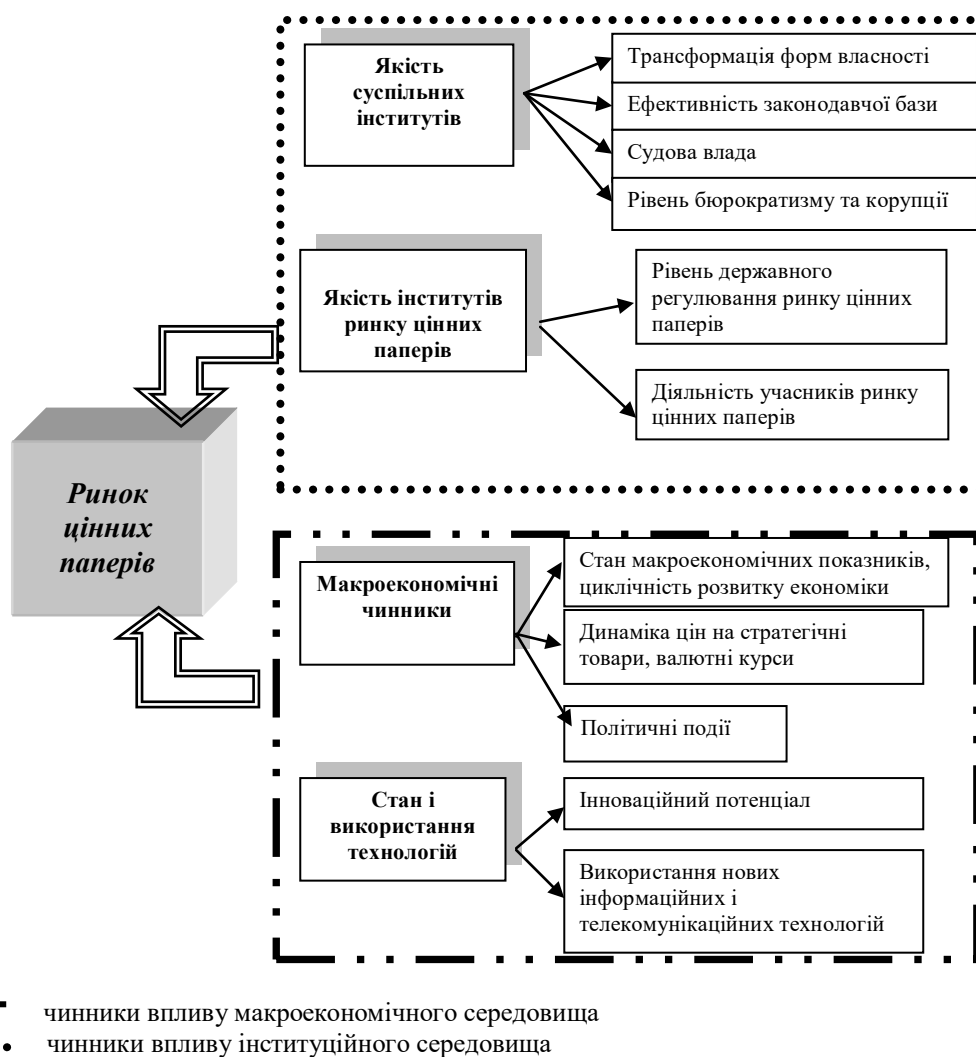


Рис.2. Чинники впливу на конкурентоспроможність ринку цінних паперів України

Результати дослідження впливу макроекономічних чинників на функціонування інститутів вітчизняного ринку цінних паперів показали, що в умовах синхронізації темпів економічного зростання в базових галузях економіки, зміцнення міжгалузевих зв'язків, збільшення питомої ваги видів діяльності, пов'язаних із задоволенням потреб внутрішнього ринку, активізації та вдосконалення інвестиційних процесів простежується тенденція збільшення обсягів торгів на ринку цінних паперів в Україні. Протягом 1998 – 2006 років частка обсягу торгів на ринку цінних паперів у ВВП зростає з 10,1% до 90,3%, а відношення обсягу номінальної капіталізації до ВВП – з 22,5% до 50,3%. У 2000 році обсяги торгів на ринку цінних паперів на 72% були нижчими за обсяги промислової продукції і на 25% - за обсяги продукції сільського господарства, а на кінець 2006 року обсяги торгів на вітчизняному ринку цінних паперів на 4,8% перевищували обсяги промислової продукції і у

4,5 раза обсяги сільськогосподарської продукції. Така ситуація була спричинена, насамперед, глибиною ринкових перетворень, а також ефективною політикою, спрямованою на забезпечення надійної макроекономічної стабілізації української економіки.

Досвід країн з транзитивною економікою, в тому числі України, засвідчує, що одним з основних внутрішніх чинників формування ринкового середовища є інституційні чинники, які пов'язані зі становленням ринкових соціальних норм і стереотипів господарської поведінки. Аналіз інституційних чинників впливу на ринок цінних паперів України засвідчує наявність значних проблем у функціонуванні вторинного організованого ринку цінних паперів через недосконалість законодавчої бази та державного регулювання. Метою регулювання повинно бути забезпечення стійкості, збалансованості та ефективності ринку цінних паперів, що досягається шляхом регулювання ринкової взаємодії його учасників державними інститутами та саморегулювальними організаціями.

Проведений у дисертаційній роботі аналіз функціонування ринку цінних паперів України дає змогу виділити п'ять етапів розвитку його інститутів:

- 1991 – 1995 р.р. «Неорганізоване становлення» (формування законодавчої бази розвитку ринку цінних паперів, відсутність системи обліку прав власності на цінні папери та хаотичність самого ринку, практична відсутність вторинного ринку, поширеність фінансових пірамід);

- 1996 – середина 1998 р.р. «Якісна активізація» (створення системи регулювання ринку цінних паперів, розвиток позабіржового ринку, прихід зовнішніх інвесторів на ринок, формування інфраструктури ринку цінних паперів, низький рівень капіталізації ринку);

- друга половина 1998 – перший квартал 1999 року «Катастрофічний спад» (криза державних фінансів, вихід нерезидентів з українського ринку, зниження курсів цінних паперів);

- другий квартал 1999 – 2002 рік «Пожвавлення» (зростання капіталізації ринку та кількості укладених угод, відсутність на ринку довгострокових фінансових інструментів та ліквідних цінних паперів);

- з 2003 року до сьогодні «Граничний ринок» (розвиток ринку похідних та муніципальних цінних паперів, розширення вторинного ринку, незначна частка організованого ринку цінних паперів у загальній структурі даного ринку (міжнародне рейтингове агентство *Standart & Poor's* відносить український ринок цінних паперів до групи граничних ринків).

Теоретичним доробком автора є запропонована методика визначення інституційної ефективності ринку цінних паперів, побудована на основі дослідження моделі вітчизняного ринку цінних паперів, рівня конкуренції між учасниками ринку та ступеня інформаційної прозорості ринку. Ефективність

обраної моделі вітчизняного ринку цінних паперів на даному етапі його розвитку залежить від його контрольованості та правової упорядкованості. Ефективність інформаційного поля ринку цінних паперів запропоновано визначати за допомогою коефіцієнта відкритості (k_v), ефективність конкурентних відносин між суб'єктами ринку цінних паперів визначатимемо за допомогою коефіцієнта добросовісності конкуренції (k_{dkr}). Загальний коефіцієнт інституційної ефективності ринку цінних паперів (k_{ie}) пропонуємо визначати як суму коефіцієнтів контрольованості (k_k), правової упорядкованості (k_u), добросовісності конкуренції та відкритості:

$$k_{ie} = k_k + k_u + k_{dkr} + k_v.$$

Умовою високого ступеня інституційної ефективності ринку цінних паперів для цього показника буде значення, максимально наближене до нуля. Результати проведених економіко-математичних розрахунків свідчать про те, що для вітчизняного ринку цінних паперів протягом 2001 – 2006 років притаманний низький рівень ефективності через досить високий рівень зловживань, недотримання правил добросовісної конкуренції та порушення законодавства щодо діяльності на ринку цінних паперів (рис. 3).

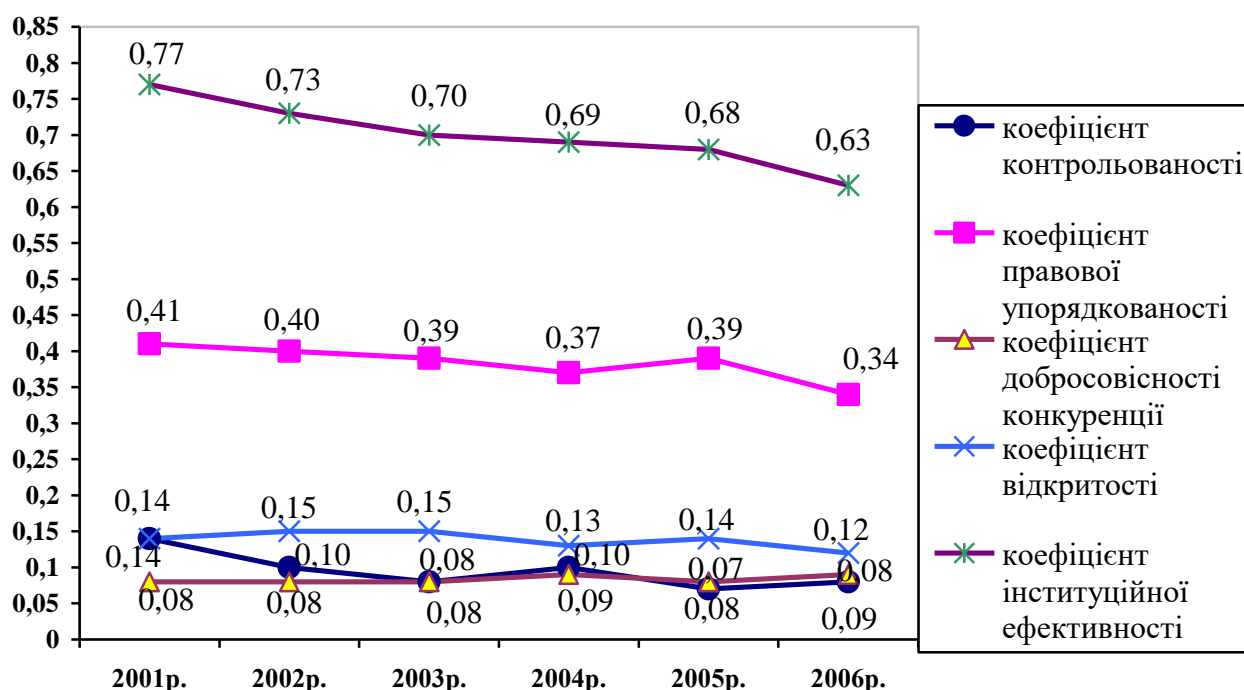


Рис. 3. Динаміка рівня інституційної ефективності ринку цінних паперів в Україні протягом 2001 – 2006 років

Третій розділ дисертаційної роботи „Стратегія підвищення інституційної ефективності ринку цінних паперів України” присвячений обґрунтуванню шляхів удосконалення функціонування інститутів

інфраструктури та напрямів оптимізації інформаційного середовища вітчизняного ринку цінних паперів.

Автор вважає, що шляхами стратегічного розвитку інститутів інфраструктури ринку цінних паперів України та оптимізації конкуренції між ними є удосконалення діяльності біржової системи, розбудова депозитарно – клірингової інфраструктури та формування механізму активного залучення населення до участі в діяльності на ринку цінних паперів через запровадження на ньому елементів рейтингової інфраструктури.

Проведений аналіз переконує, що створення Єдиної біржової фондової системи у формі добровільної участі та Центрального клірингового депозитарію усуне розпорошеність та хаотичність на вторинному ринку цінних паперів, надасть можливість використання новітніх технологій у біржовій торгівлі і підвищить ліквідність самого ринку.

Для формування прозорого та ефективного ринку цінних паперів в Україні доцільно ширше використовувати внутрішні кредитні рейтинги учасників ринку та розвивати інститут національних рейтингових агентств.

Дисертант доходить висновку, що відсутність достатньої інформації про учасників вітчизняного ринку цінних паперів у відкритому доступі, також призводить до зниження його привабливості. У дослідженні зазначено, що система розкриття інформації на ринку цінних паперів України потребує удосконалення за такими напрямками: закріплення на законодавчому рівні вимог щодо розкриття інформації на ринку цінних паперів; перегляд моделі інформаційної системи; удосконалення процесу подання інформації емітентами. У розділі показано, що для підвищення привабливості вітчизняних інститутів ринку цінних паперів України для інвесторів слід розробити та затвердити єдиний нормативно-правовий акт щодо забезпечення розкриття інформації про діяльність шляхом запровадження обов'язкової щоквартальної звітності емітентів перед Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку і визначення порядку доступу акціонерів та інших зацікавлених осіб до інформації про емітента, а також щодо подолання протиріч між інтересами крупних та міноритарних акціонерів і запровадження реальних механізмів захисту їхніх прав. Пропонується, щоб система розкриття інформації на ринку цінних паперів України базувалась на подвійному (інформацією повинен володіти не лише регулятор, а й організатори торгів цінними паперами) і дворівневому (безкоштовне джерело інформації зі звітністю усіх учасників ринку і спеціалізована служба, яка надавала б послуги з обробки, аналізу та систематизації інформації за певну плату) інформаційному полі.

Запропонований дисертантом проект заходів щодо вдосконалення діяльності інститутів інфраструктури та інформаційного середовища ринку цінних паперів в Україні дозволить: підвищити ступінь відкритості ринку та

довіри інвесторів до інструментів та учасників ринку цінних паперів; сформувавши єдиний інформаційний простір в межах України; суттєво поживавити систему торгівлі цінними паперами на організованому ринку цінних паперів; узгодити систему розрахунків, що діє між суб'єктами ринку цінних паперів; знизити рівень ризиків на вітчизняному ринку цінних паперів, створити сприятливі умови для інвесторів, підвищити конкуренцію на ринку; привести у відповідність наявні умови формування і розвитку національного ринку цінних паперів світовим принципам його функціонування.

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми – формування інститутів ринку цінних паперів України, що виявилось в обґрунтуванні теоретико – інституційних засад підвищення інституційної ефективності ринку цінних паперів для усталення зростання вітчизняної економіки. Це дозволило сформулювати висновки, що відображають вирішення завдань дисертаційної роботи відповідно до поставленої мети:

1. Для формування поняттєво-категоріального апарату, що використовується в інституційному аналізі, уточнено тлумачення поняття „ринок цінних паперів”. Характерною ознакою інституційного підходу до розуміння сутності цього поняття є його зв'язок з отриманням доходу та задоволення усіх потреб, вимог, інтересів як мотивів діяльності усіх інститутів ринку цінних паперів.

2. Запропоновано розглядати модель ринку цінних паперів України як відкриту систему, функціонування якої спрямовано на задоволення суспільних та інституційних потреб, вимог, інтересів, а її розвиток залежить від національної економічної стратегії, стану світового фінансового ринку, ступеня інтегрованості у світовий фінансовий ринок тощо. В основі даної моделі лежить інституційний механізм взаємодії між державою, емітентами, інвесторами, професійних учасників та фінансових посередників ринку цінних паперів.

3. Вивчення робіт, присвячених дослідженню сутності та особливостей функціонування ринку цінних паперів та його інститутів, дають підстави стверджувати, що визначенням ролі ринку цінних паперів займалися вчені–економісти на різних етапах розвитку економічної теорії. Представники перших економічних шкіл в основному розглядали механізм кредиту через цінні папери як альтернативу готівковим розрахункам; сучасні економічні теорії зосереджують свою увагу на механізмі ціноутворення на фінансових ринках.

4. Розвиток сучасного ринку цінних паперів України перебуває у прямій залежності від макроекономічних чинників. До яких віднесені: циклічність

розвитку економіки, стан макроекономічних показників, динаміка цін на стратегічні товари, валютні курси, політичні події, інноваційний потенціал, використання нових інформаційних і телекомунікаційних технологій.

5. У процесі дослідження встановлено, що використання традиційного макроекономічного інструментарію для аналізу розвитку вітчизняного ринку цінних паперів є недостатнім, необхідно враховувати також якість інституційного середовища. Це пов'язано з тим, що ринок цінних паперів України виник у процесі трансформації економічної системи. До основних інституційних чинників автором було віднесено: якість суспільних інститутів (трансформація форм власності, нормативно – правове забезпечення державного регулювання ринку цінних паперів, якість судової влади, рівень бюрократизму та корупції), якість інститутів ринку цінних паперів.

6. На основі розвитку ринку цінних паперів в Україні у роботі виділено п'ять етапів його розвитку, які характеризуються періодичними активізаціями та спадами функціонування ринку і проблемами у розвитку інфраструктури (розпорошеність торгів цінними паперами; наявність значних системних ризиків на ринку; незначний обсяг організованого ринку; нестійкість конкурентного середовища серед учасників ринку; наявність проблем у розвитку інформаційної інфраструктури на ринку та інші).

7. Оскільки середовище діяльності на ринку цінних паперів формується за рахунок інститутів даного ринку, то доречно розглядати інституційну ефективність ринку цінних паперів, загальноприйнятого підходу визначення якої в економічній літературі немає. Розроблена автором методика розрахунку інституційної ефективності вітчизняного ринку цінних паперів враховує три чинники: модель ринку цінних паперів України (рівень контрольованості та правової упорядкованості), рівень добросовісності конкуренції між учасниками ринку, ступінь інформаційної прозорості даного ринку. За допомогою вказаної методики розраховані коефіцієнти контрольованості, правової упорядкованості, добросовісності конкуренції, відкритості та загальний – інституційної ефективності. Результат свідчить про низький рівень інституційної ефективності вітчизняного ринку цінних паперів протягом 2001 – 2006 років, що потребує подальшого удосконалення рівень інформаційної прозорості, рівень правової упорядкованості і контрольованості.

8. У ході дослідження встановлено, що створення Єдиної біржової фондової системи та Центрального клірингового депозитарію усуне розпорошеність та хаотичність на вторинному ринку цінних паперів, надасть можливість використання новітніх технологій у біржовій торгівлі і підвищить ліквідність самого ринку.

9. Шляхом ширшого використання процесу рейтингування цінних паперів та учасників ринку пропонується підвищувати ступінь відкритості і

довіри інвесторів до інструментів та учасників ринку цінних паперів в Україні.

10. Система розкриття інформації на ринку цінних паперів в Україні потребує удосконалення за такими напрямками: закріплення на законодавчому рівні вимог щодо розкриття інформації на ринку цінних паперів на засадах вільного та оперативного доступу інвесторів до інформації про емітентів та професійних учасників даного ринку з урахуванням вимог міжнародних стандартів; перегляд моделі інформаційної системи; удосконалення процесу подання інформації емітентами.

11. Запропоновано, щоб система розкриття інформації на ринку цінних паперів України базувалась на подвійному і дворівневому інформаційному полі, що дозволить знизити рівень ризиків на вітчизняному ринку цінних паперів, створить сприятливі умови для інвесторів та підвищить конкуренцію.

12. Державне регулювання ринку цінних паперів повинно бути спрямоване, з одного боку, на створення рівних умов доступу до інформації для учасників ринку, забезпечення державної підтримки і гарантій для інвесторів, а з іншого – на підвищення довіри до зобов'язань держави, інститутів ринку цінних паперів. Держава повинна підтримувати формування інфраструктури ринку, забезпечувати існування конкурентного середовища, слідкувати за виконанням національних та міжнародних вимог і стандартів діяльності інститутів ринку цінних паперів, а незначні обсяги організованого ринку потребують директивного втручання держави у його розвиток. Оптимізація державного регулювання ринку цінних паперів вказує на необхідність удосконалення законодавчого регулювання у сфері визначення обсягів, термінів і способів розкриття інформації учасниками ринку цінних паперів, а також щодо подолання протиріч між інтересами крупних та дрібних (міноритарних) акціонерів і запровадження реальних механізмів захисту їхніх прав.

Реалізація зазначених заходів сприятиме підвищенню ефективності функціонування інститутів вітчизняного ринку цінних паперів, зміцненню інвестиційного потенціалу вітчизняної економіки та рівня її інвестиційної привабливості, що позитивно впливатиме на процеси подальшого формування сприятливого макро- та мікро середовища в економіці України.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ У провідних наукових фахових виданнях:

1. Баула О.В., Ватаманюк З.Г. Фондовий ринок у транзитивній економіці України: макроекономічний аспект // Фінансова система України. Збірник наукових праць. – Острого: Видавництво «Національний університет «Острозька академія». – Вип.8.–Ч.3.– 2006.–С.206-214 (Особистий внесок дисертанта полягає у розгляді взаємовпливу рівня економічного зростання та розвитку

ринку цінних паперів України).

2. Баула О.В. Етапи становлення ринку цінних паперів в Україні // Фінансова система України. Збірник наукових праць. – Острог: Видавництво „Національний університет ”Острозька академія”, 2005.- Ч.2.– 428с.– С.335-342.

3. Баула О.В. Теоретико-методологічні засади визначення ефективності функціонування ринку цінних паперів // Економічні науки. Серія «Економічна теорія та економічна історія». Збірник наукових праць ЛДТУ. – Випуск 3 (11). – Луцьк, 2006.–С.3-18.

4. Баула О.В. Теоретичні основи визначення сутності ринку цінних паперів та його місце у фінансовій системі країни // Економічні науки. Серія «Економічна теорія та економічна історія». Збірник наукових праць.–Випуск 2 (7). – Луцьк, 2005.–С.85-93.

5. Баула О.В. Формування інфраструктури ринку цінних паперів в Україні // Проблеми раціонального використання соціально-економічного та природно-ресурсного потенціалу регіону: фінансова політика та інвестиції. Збірник наукових праць. Випуск X, ювілейний. №1-2. – Луцьк: „Надстир’я”, 2004 (396с.) – С.90 – 96.

6. Баула О.В. Формування конкурентного середовища на ринку цінних паперів України // Вісник Львівського університету. Серія економічна. Випуск 32, 2003. – С.507 – 513.

7. Ватаманюк З.Г., Баула О.В. Перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні // Фінанси України. – 2007. - №5. – С.75-85 (Особистий внесок дисертанта полягає в аналізі розвитку організованого ринку цінних паперів України, розробці напрямків підвищення його ефективності через удосконалення діяльності біржової системи та розбудови депозитарно-клірингової інфраструктури).

В інших виданнях:

8. Баула О.В. Актуальні проблеми інформаційної прозорості ринку цінних паперів в Україні // Матеріали V Всеукраїнської науково-практичної конференції «Стан та проблеми інноваційної розбудови України’2007». – Дніпропетровськ, 2007.– Т.5.–С.19-24.

9. Баула О.В., Ватаманюк З.Г. Удосконалення діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів – напрямок підвищення інвестиційної привабливості економіки України // Матеріали п’ятої міжнародної наукової конференції студентів та молодих учених «Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання». – Донецьк: ДонНУ, 2004. – Ч.1. – С.360-361 (Особистий внесок дисертанта полягає у обґрунтуванні напрямків удосконалення біржової торгівлі цінними паперами).

10. Баула О.В. Визначення сутності та своєрідності ринку цінних паперів //

Матеріали науково-практичної конференції «Наука: теорія і практика». Частина 4. Економічні науки. – Прага: «Освіта і наука», Дніпропетровськ – Україна, Белгород – Росія, 2005. – С.26-28.

11.Баула О.В. Вплив інституційного середовища на розвиток ринку цінних паперів України // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. Науковий збірник. – Випуск II. – Івано-Франківськ, 2006. – С. 112-117.

12.Баула О.В. Макроекономічне середовище ринку цінних паперів України // Матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції «Теорія і практика сучасної економіки». – Черкаси: ЧДТУ, 2005. – С.158-161.

13.Баула О.В. Муніципальні облігації як інструмент фінансування місцевих бюджетів // Матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні наукові дослідження - 2006». – Том 22. Економічні науки. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2006. – С.22-24.

14.Баула О.В. Особливості регулювання ринку цінних паперів України // Актуальні проблеми розвитку суспільства: історична спадщина, реалії та виклики XXI століття / Восьмі читання пам'яті В. Липинського: Матеріали III міжнародної науково-практичної конференції (м. Луцьк, 15 квітня 2005року) – Луцьк: ПВД „Твердиня”, 2005. – С.65 – 68.

15.Баула О.В. Особливості створення конкурентного середовища на ринку цінних паперів України // Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи (матеріали міжнародної науково – практичної конференції). – Львів: Львівський національний університет імені Івана Франка, 2003. – С. 15-16.

16.Баула О.В. Особливості функціонування фондового ринку у транзитивній економіці України // Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції. Тези доповідей (4-5 червня 2004р.) / Відп. ред. Р.А.Слав'юк. – Луцьк: РВВ „Вежа” Волинського державного університету ім. Лесі Українки, 2004. - С.122-123.

17.Баула О.В.Проблеми функціонування інституту реєстраторів на ринку цінних паперів в Україні // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Фінансово-кредитне стимулювання економічного зростання». – Луцьк: РВВ «Вежа» Волинського державного університету ім. Л. Українки, 2005. – С.342-344.

18.Баула О.В. Роль ринку цінних паперів у залученні інвестицій в трансформаційну економіку України // Економічна система України: минуле, сучасне, майбутнє: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Львів, 21-22 жовтня 2005р.)– Львів: ЛНУ ім. Івана Франка, 2005.-С. 33-34.

19.Ватаманюк З.Г., Баула О.В. Організаційний аспект удосконалення діяльності інфраструктури ринку цінних паперів України // Економічні науки.

Серія «Економічна теорія та економічна історія». Збірник наукових праць. – Випуск 1(2). – Луцьк, 2004. – С. 26-34 (Особистий внесок дисертанта полягає у обґрунтуванні напрямків розвитку інститутів інфраструктури ринку цінних паперів України).

АНОТАЦІЯ

Баула О.В. Формування інститутів ринку цінних паперів України. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.01 – Економічна теорія та історія економічної думки. – Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів, 2007.

Дисертація присвячена питанням формування і розвитку інститутів вітчизняного ринку цінних паперів. У роботі уточнено поняття «ринку цінних паперів» та модель національного ринку цінних паперів як відкритої системи, здійснено всебічний аналіз еволюції поглядів в економічній теорії на роль інституцій ринку цінних паперів в економічній системі країни. Виділено і проаналізовано етапи розвитку інститутів ринку цінних паперів України, а також основні макроекономічні та інституційні чинники впливу на їх функціонування.

Запропоновано методика визначення інституційної ефективності ринку цінних паперів України. Розроблено рекомендації щодо покращення інфраструктурного забезпечення вітчизняного ринку цінних паперів, удосконалення системи розкриття інформації учасниками даного ринку та оптимізації механізму державного регулювання ринку цінних паперів України.

Ключові слова: ринок цінних паперів, цінні папери, інститути ринку цінних паперів, інституційна ефективність ринку цінних паперів, інфраструктура, державне регулювання ринку цінних паперів.

АННОТАЦИЯ

Баула О.В. Формирование институтов рынка ценных бумаг Украины. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 – Экономическая теория и история экономической мысли – Львовский национальный университет имени Ивана Франка. – Львов, 2007.

Диссертация посвящена вопросам формирования и развития институтов национального рынка ценных бумаг. Диссертация состоит из введения, трех разделов, заключения, списка литературы, дополнений.

В работе раскрыта природа и содержание понятия «рынок ценных бумаг», усовершенствована модель рынка ценных бумаг как открытой системы,

осуществлено анализ эволюции взглядов в экономической теории на роль институтов рынка ценных бумаг в экономической системе страны, исследовано состояние институтов рынка ценных бумаг Украины в системе рыночных отношений.

Выявлено и произведен анализ основных институциональных и макроэкономических факторов, что влияют на развитие национального рынка ценных бумаг. К макроэкономическим факторам отнесено состояние макроэкономических показателей, изменение цен на стратегические товары и валютных курсов, цикличность развития экономики и политические события, а к институциональным – трансформация форм собственности, эффективность законодательной базы, уровень бюрократизма и коррупции, качество институтов рынка ценных бумаг.

Произведен анализ формирования и развития институтов рынка ценных бумаг Украины и особенностей их регулирования. Результаты анализа показали, что рынок ценных бумаг в Украине развивается активно, но недостаточно эффективно. Предложенная система показателей по определению степени институциональной эффективности рынка ценных бумаг, позволяет определить уровень государственного контролирования, правового налаживания, конкуренции между участниками, а также уровень информационной прозрачности данного рынка. Расчет и анализ значений предложенных коэффициентов показал, что на протяжении 2001 – 2006 годов рынок ценных бумаг Украины характеризовался низким уровнем институциональной эффективности.

Разработаны следующие направления повышения институциональной эффективности рынка ценных бумаг Украины: развитие биржевой системы, депозитарно – клиринговой инфраструктуры, распространение элементов рейтинговой инфраструктуры, улучшение информационной среды.

Доведено, что единовременное образование Единственной биржевой фондовой системы и Центрального клирингового депозитария устранил хаотичность на организованном вторичном рынке ценных бумаг и повысит его ликвидность. Предложен проект мероприятий по усовершенствованию системы раскрытия информации, который основан на двойном и двухуровневом информационном поле, то есть информацию должен иметь регулятор и организатор торгов на рынке ценных бумаг, а также должен функционировать бесплатный источник информации с отчетами участников рынка и специализированная служба по предоставлению аналитической информации за плату. Сделан вывод, что внедрение в практику предложенных мероприятий по усовершенствованию развития рынка ценных бумаг позволит снизить риски на рынке, создать благоприятные условия для инвесторов, повысит конкуренцию среди участников рынка, будет способствовать формированию эффективного

рынка ценных бумаг в Украине.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, ценные бумаги, институты рынка ценных бумаг, институциональная эффективность рынка ценных бумаг, инфраструктура, государственное регулирование рынка ценных бумаг.

ANNOTATION

Baula O.V. Formation of Ukrainian securities market institutes. – Manuscript.

Thesis for a Candidate Degree in Economics on specialty 08.00.01. – Economic theory and history of economic idea. – The Ivan Franco National University of L'viv. - L'viv, 2007.

The paper is devoted to the problem of formation and development of national securities market institutes. The concept of “securities market” and the model of securities market as open system have been defined; detailed retrospective analysis of different views on the role of securities market institutes in economic system has been made.

Development stages of Ukrainian securities market institutes as well as basic macroeconomic and institutional factors of its activity have been pointed out and analyzed.

Methodology for determination of institutional effectiveness of Ukrainian securities market has been proposed. Improvement recommendations about infrastructural provision of national securities market, principles of giving the information by participants of the market and state management of Ukrainian securities market optimization have been elaborated.

Key words: securities market, securities, securities market institutes, securities market institutional effectiveness, infrastructure, state management of securities market.

Підп. до друку 03.10.2007 р. Формат 60Ч84Ч1/16.

Папір офсетний. Облік.-вид. арк. 1,0

Тираж 100 прим. Зам. № 3506

Редакційно-видавничий відділ
Луцький державний технічний університет
43018, Луцьк, вул. Львівська, 75
Друк – РВВ ЛДТУ