

**НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ПРОМИСЛОВОСТІ**

На правах рукопису

СИТНИК Євген Анатолійович

**ФОРМУВАННЯ, РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЙОГО ВПЛИВ
НА ЕФЕКТИВНІСТЬ ВИРОБНИЦТВА**

**Спеціальність 08.02.03 - Управління, планування
та державне регулювання економіки**

АВТОРЕФЕРАТ

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

Донецьк 1997



Дисертація є рукописом.

Роботу виконано в Інституті економіки промисловості НАН України

Науковий керівник - доктор економічних наук, професор
Поклонський Федір Юхимович

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
Аптекарь Савелій Семенович,
кандидат економічних наук, доцент
Богачов Сергій Валентинович

Провідна установа - Донецька державна академія управління
Міністерства освіти України (м.Донецьк)

Захист дисертації відбудеться 24 квітня 1997 року
о 10⁰⁰ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 06.08.01
в Інституті економіки промисловості НАН України за адресою:
340048, м.Донецьк, вул.Університетська,77

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Інституту
економіки промисловості НАН України.

Автореферат розіслано 22 березня 1997 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

Поклонський Ф.Ю.

AB 37.330

1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

1.1. Актуальність дослідження. Одним з найважливіших аспектів переходу до ринкової регульованої економіки є формування ринку цінних паперів (РЦП) і створення інститутів інфраструктури фондового ринку як складової частини ринкових відносин (фондової біржі, комерційних банків, аукційної торгівлі, інвестиційних фондів і компаній та ін.). Зародження РЦП в Україні стало можливим в результаті виникнення структур ринкового сектору економіки, відокремлених від державних фінансових ресурсів, і в зв'язку з цим, як таких, що залучають капітали шляхом випуску своїх цінних паперів.

Ринок цінних паперів грає надзвичайно велику роль у сучасному економічному механізмі. Він сприяє зростанню виробництва і товарообігу, рухові капіталів всередині країни, трансформації грошових заощаджень у капіталовкладення, реалізації науково-технічного процесу, оновленню основного капіталу. У цьому значенні ринок опосередкує різні фази виробництва, є своєрідною опорою матеріальної сфери виробництва, звідки вона отримує додаткові грошові ресурси для свого розвитку. Характеризуючи роль фондового ринку в національній економіці, можна виділити такі основні напрямки його діяльності: об'єднання індивідуальних грошових капіталів і заощаджень для інвестицій у виробничу та соціальні сфери; економію суспільних витрат обігу; вирівнювання норми прибутку і створення різних форм колективної і приватної власності.

РЦП сприяє обігові і раціональному розміщенню фінансових ресурсів, дозволяє автоматично оцінювати ефективність управління підприємством, створює умови для розвитку конкуренції і обмеження монополізму, залучення широких шарів суспільства до управління власністю, підвищення достатку кожної людини шляхом володіння і вільного розпорядження цінними паперами. Розвиток національного РЦП стримується низкою чинників,

найважливішими серед яких є: кризовий стан української економіки; інфляція; відставання нормативно-правової бази функціонування фондового ринку від реальних процесів; недостатність державного регулювання національного РЦП; нерозвиненість РЦП, відсутність вторинного РЦП; відсутність гарантій по операціях з цінними паперами.

Програмою уряду України, розрахованою на три роки, передбачено, що 1997 рік має стати роком повороту економіки до накопичення, і закладено темп економічного зростання в 1.7%. Головне місце у цьому процесі належить фінансовій політиці. Однак аналіз виявив, що для забезпечення такого підйому достатніх бюджетних коштів немає. Сподівання на ефекти податкової революції у короткостроковому періоді можуть виявитися нездійсненими. З метою підвищення гарантованості уплати податків і податкових кредитів у бюджет надходять пропозиції вносити їх негрошовими ліквідними ресурсами або борговими терміновими паперами і майновими зобов'язаннями (акціями).

Про актуальність обраної теми свідчать багаточисленні офіційні документи (1991-1996 рр.): Укази Президента, постанови Кабінету Міністрів, Верховної Ради України, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку.

Пріоритетним на наступних етапах економічних реформ в Україні урядом виділено регулювання фондового ринку. Актуальність проблеми формування РЦП, необхідність комплексного підходу до його розвитку, а також обмеженість науково-методичних розробок і досвіду впровадження прогресивних фінансових інструментів в Україні - все це визначило вибір теми, мети і завдань дослідження.

1.2. Мета і завдання дослідження. В дисертаційній роботі поставлено мету - на основі досліджень теоретичних і методичних основ регулювання світового ринку цінних паперів і актуального для України зарубіжного досвіду виявити специфіку і протиріччя українського ринку цінних паперів, дати пропозиції з його розвитку.

Дослідження вказаної мети визначило необхідність вирішення наступних завдань:

дослідити місце цінних паперів у відновленні сукупного суспільного капіталу і його вплив на ефективність виробництва, розглянути процес появи фіктивного капіталу, його відношення до грошового і позикового капіталів, структуру ринку позикових капіталів, особливості процесу накопичення капіталу у вигляді цінних паперів та їх похідних, роль і місце паперів в сучасній економіці;

виявити характеристики сучасного стану українського РЦП та його структурний розвиток, виділити особливу роль фондової біржі у становленні фондового ринку, співвідносність між біржовим і позабіржовим секторами, охарактеризувати процес формування видової структури цінних паперів;

розглянути учасників РЦП і становлення національної системи фондових бірж, виявити закономірності цього процесу і формування регіональних ринків цінних паперів;

дати методологію аналізу ефективності емісійних операцій фондових інструментів (векселю, облігацій державної позики), акцій банків та приватизованих підприємств

дослідити процес обігу цінних паперів на ринку, загальну концепцію визначення їх вартості, виміру необхідного рівня прибутку;

проаналізувати способи отримання прибутків з цінних паперів, визначення вартості цінних паперів з фіксованим рівнем прибутків;

визначити вплив чинників на оціночні показники облігацій, методи оцінки прибутковості портфелю облігацій;

запропонувати систему показників та індикаторів РЦП з урахуванням особливостей українського фондового ринку;

охарактеризувати державне регулювання РЦП України, запропонувати напрямки ліквідації існуючих диспропорцій фондового ринку; шляхи удосконалення діючої правової бази;

розглянути кризу платежів, причини виникнення взаємних неплатежів, динаміку, зв'язок з грошовим обігом і грошово-кредитною політикою держави, форми передачі боргів, запропонувати механізм заліків взаємних вимог.

1.3. Предмет і об'єкт дослідження. Предметом дослідження є методи теоретичного обґрунтування і

рекомендації з практичного застосування інструментів фондового ринку. Об'єктом дослідження є процеси функціонування РЦП, розвитку біржової фондової системи України, технології операцій з цінними паперами.

1.4. Методологія і методика дослідження. Методичну і теоретичну основу дослідження складають роботи вітчизняних і зарубіжних вчених в галузі ефективності суспільного виробництва, фондового ринку, організаційного механізму фондової біржі, методів фінансово-економічного аналізу під час здійснення комерційних операцій.

В оцінці місця фондового ринку в системі відтворення всього суспільного капіталу використовуються не тільки погляди сучасних вчених-економістів, але й зроблена спроба застосувати позицію К.Маркса (III том Капіталу).

1.5. Наукова новизна результатів дослідження. Основним науковим результатом є виявлення особливостей процесу формування РЦП в Україні і державного регулювання, напрями ліквідації існуючих диспропорцій і практичні рекомендації щодо використання векселів у господарській діяльності підприємств і у фіскальній сфері.

У дисертаційній роботі:

виявлено чинники, які обумовлюють роль і місце цінних паперів в системі відтворення всього суспільного капіталу, процес появи фіктивного капіталу, структуру ринку позикових паперів, роль цінних паперів як додаткового альтернативного фінансування різних сфер економіки, діяльності підприємств, держави;

встановлено взаємозв'язок впливу обсягів державних облігацій на розмір реальних інвестицій у промисловість (ефект витіснення - crowding-out);

уточнено та розширено визначення поняття цінних паперів, показано формування видової структури цінних паперів в історичному аспекті;

визначено передумови, закономірності і особливості становлення ринку цінних паперів в Україні й Російській Федерації, національної системи фондових бірж, елементи функціональної інфраструктури РЦБ;

запропоновано використання ринку акцій приватизованих підприємств як індикатору інвестиційної привабливості галузей народного господарства України та промисловості Донбасу;

уточнено загальну концепцію визначення вартості цінних паперів і вимірювання необхідного рівня доходу;

встановлено способи отримання прибутків по цінних паперах і вплив зовнішніх і внутрішніх факторів на оціночні показники облігацій;

розроблено методи оцінки прибутковості портфелю облігацій і методика прогнозування цін на акції;

розроблено методику оцінки ризику інвестицій у цінні папери і карту ризику та прибутку по акціях;

сформульовано сутність та принципи, структуру й форми державного регулювання РЦП в Україні, визначено напрямки ліквідації існуючих диспропорцій РЦП;

розроблено науково-методичні положення і практичні рекомендації щодо застосування альтернативних схем і умов розрахунків між підприємствами, пов'язаними ланцюжками традиційних господарських зв'язків з використанням векселів;

на основі дослідження інструментів управління світового РЦП запропоновано систему показників і індикаторів національного РЦП.

1.6. Практичне значення роботи. Реалізація результатів дисертаційної роботи буде сприяти:

стабілізації національної економіки і створенню передумов для економічного зростання як кінцевої мети регулювання РЦП;

ліквідації існуючих диспропорцій фондового ринку України;

удосконаленню існуючої правової бази РЦП;

послабленню інфляції, забезпеченню зростання виробничих інвестицій, розширенню зайнятості.

1.7. Апробація роботи і впровадження результатів дослідження. Основні наукові положення і практичні результати досліджень за темою дисертації доповідалися і обговорювалися на Республіканській науково-практичній

конференції (м.Донецьк, 1990 р.), міжнародних науково-практичних семінарах (Київ-Донецьк, вересень-жовтень 1996 р.; квітень 1996 р.), впроваджувалися в навчальний процес. Методичні рекомендації щодо формування системи вексельних взаєморозрахунків знайшли застосування при розробці конкретних пропозицій, спрямованих на скорочення недоїмки по податкових платежах промислових підприємств Херсонської області, а також на поліпшення фінансового стану закладів, які фінансуються з обласного та міського бюджетів. Пропозиції, які внесено дисертантом, було використано під час підготовки взаємозарахунків на загальну суму 733070 грн., що склало 79% скорочення недоїмки по 417 підприємствах Херсонської області (на 1 грудня 1996 р.). Сума здійснених взаємозарахунків підтверджена документально.

1.8. Публікація результатів дослідження. Основні положення, висновки і рекомендації опубліковано у 7 наукових роботах загальним обсягом 2.41 др.арк, з яких шість робіт без співавторства обсягом 2.31 др.арк.

1.9. Структура та обсяг роботи. Дисертаційна робота складається з вступу, чотирьох глав і висновків, викладених на 176 сторінках машинописного тексту, 25 таблиць, 25 малюнків, а також включає список літератури з 145 найменувань і додаток.

2. ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЇ

2.1. Цінні папери (ЦП) виконують низку функцій у системі суспільного відновлення. По-перше, вони є його регуляторами. Відображаючи дію закону вартості і динаміки норми прибутку в різних галузях виробництва, ЦП забезпечують приплив капіталу в одні галузі і відтік капіталу з інших. По-друге, вони є зряддям мобілізації грошових коштів інвесторів і виконують інформаційну функцію: свідчать про стан економіки. Через РЦП реалізується можливість контролю над економікою і економічними процесами в рамках макро- і

мікроекономіки. ЦП є зв'язуючою ланкою між суспільними, політичними, державними інститутами, з одного боку, і сукупністю економічних відносин і зв'язків у суспільстві, з іншого боку.

Інвестиційна політика держави пов'язується із створенням національного ринку капіталів на основі прискореного формування фондового ринку. Розвиток економіки постійно вимагає мобілізації, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів. Як відомо, цей процес здійснюється на ринку фінансових ресурсів. Сучасна західна макроекономічна теорія, розглядаючи кругообіг грошей і продукту у економічній системі, загалом дотримується схеми, що описує включення до нього фінансового ринку (рис.1).

Фінансовий ринок, частиною якого є РЦП, безпосередньо пов'язаний: з сімейними господарствами, звідкіля до нього притікають заощадження, відходять проценти; з фірмами, які отримують з нього грошові ресурси і віддають плату за використання грошей, відсотки; з урядом який (у випадку перевищення своїх витрат над доходами у вигляді податкових надходжень з сімейних господарств) позичає гроші на фінансовому ринку; з іноземними економічними системами, звідкіля надходить капітал, якщо доход від національного експорту менший за імпортні витрати.

Суспільне виробництво в умовах капіталізму обслуговується системою ринків, у тому числі товарів, робочої сили, капіталів (позикових капіталів). Ринок позикових капіталів визначається відповідно до підходів Усоскіна В.М., Анікіна А.В., Бортник М.Ю., Жукова Е.Ю., як особлива сфера економічних відносин при капіталізмі, де формується попит та пропозиція на позиковий капітал (рис. 2).

Фінансовий ринок (в термінології західної макроекономічної теорії) або ринок позикового капіталу (в термінології радянської політекономії), не зважаючи на неповну тотожність цих понять за наявністю різних «систем координат», в яких вони описані, однак є механізмом переміщення заощаджень (або грошових капіталів) з рук їх володарів (інвесторів) до рук

використувачів. Серед останніх - фірми, держава (в особі уряду) і фізичні особи.

Деякі сектори фінансового ринку складають ринок цінних паперів. За Доланом та Кемпбелом фінансовий ринок має канали прямого фінансування, тобто коли фірми отримують грошові ресурси безпосередньо від сімейних господарств, віддаючи замість них лише титули власності (акції) або облігації, і канали посереднього фінансування, тобто фінансування, опосередкованого участю декількох видів фінансових посередників: банки, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, страхові компанії й т.д.

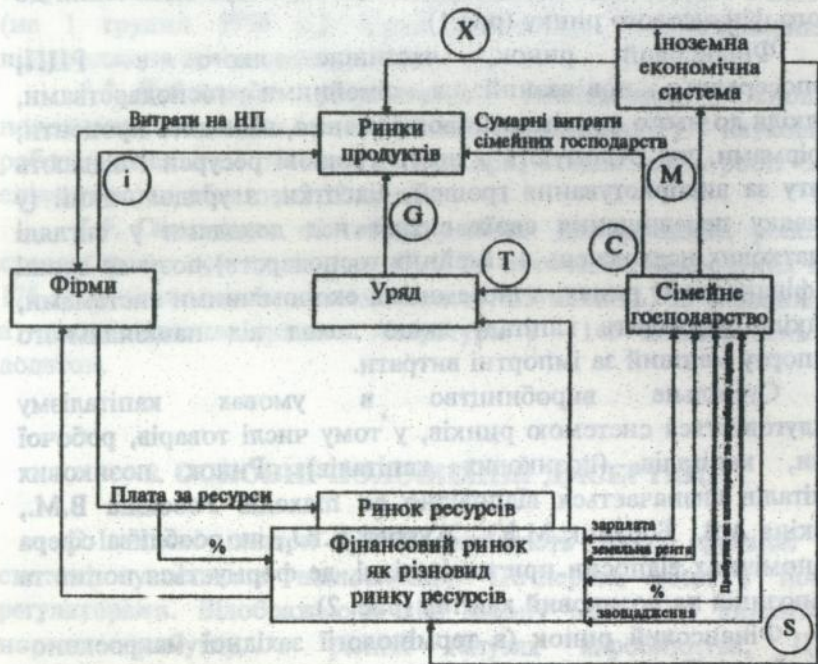


Рис 1. Система зв'язків фінансового ринку

Згідно з традиційною радянською економічною наукою, ринок короткострокових кредитів і частина ринку довгострокового кредиту, а саме ринок фіктивного капіталу складають ринок цінних паперів (див.рис.2)

РЦП об'єднує частину кредитного ринку, зокрема позикових боргових інструментів, і повністю ринок інструментів власності.

2.2. Фондовий ринок є життєво важливим для ефективного розподілу капіталу, але в Україні він поки що у зародковому стані. Однак сьогодні він перекриває етап динамічного розвитку.

В Україні вже створено ринок урядових облігацій, але він залишається дуже вузьким. Тут головна проблема у тому, щоб уряд погодився на ринкову ціну своїх облігацій, не намагаючись регулювати його адміністративними методами. З часом ціни на облігації і терміни їх погашення будуть зростати, а проценти - знижуватися. Становлення ефективного РЦП повинно пов'язуватися із загальними процесами соціально-економічних та політичних реформ в Україні. Практика останніх років показала, що ситуація з падінням обсягів ВВП ускладнюється жорстким взаємозв'язком між розмірами бюджетного дефіциту, його емісійним покриттям, рівнем цін і обсягами реального виробництва. У даному випадку проявляється ефект витіснення облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП) інвестиційних потоків у відтворювальні галузі народного господарства (промисловість, будівництво, сільське господарство), які є основою економіки країни. (див.табл.1).

Якщо у 1993-1995 рр. приріст кредитів, наданих комерційними банками реальному секторові економіки, складав в цілому прирості банківського кредитування національної економіки і витрат уряду відповідно 77.1; 47.2 та 46.2%, то у 1996 р. всього 26.7%. При цьому найбільше падіння ВВП в Україні мало місце у 1994 р. - мінус 23%, тобто саме тоді, коли спостерігалось найбільше зниження даного показника (-30 процентних пунктів).

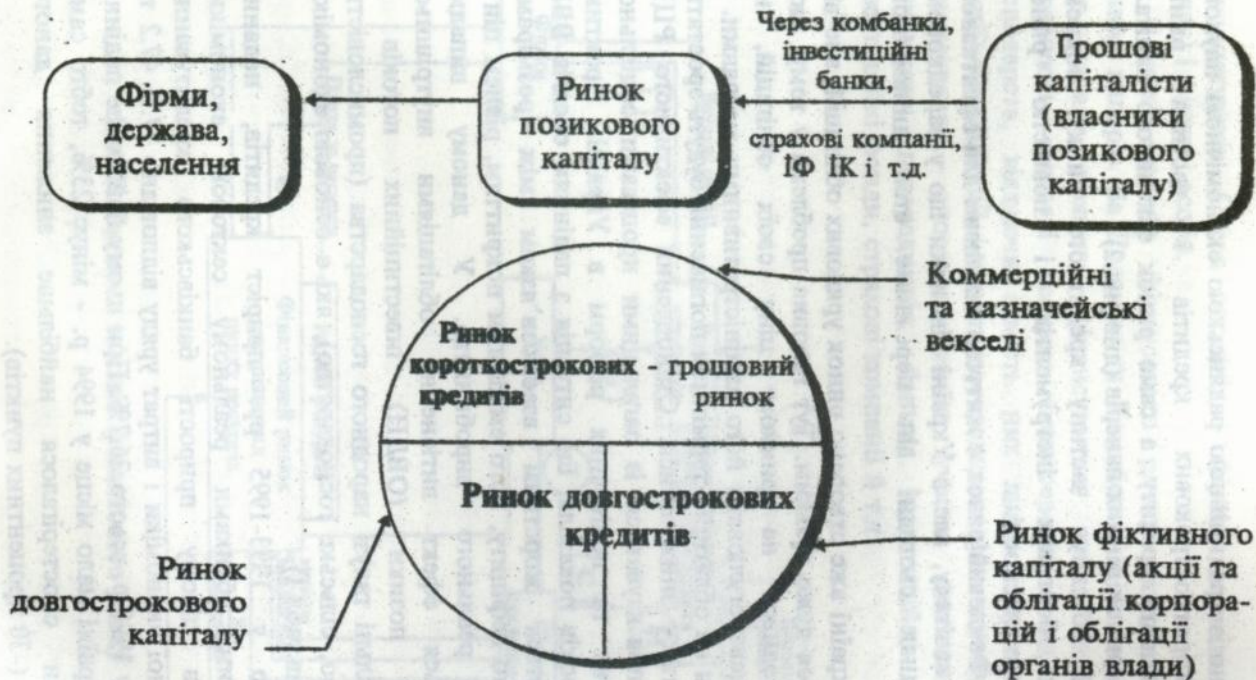


Рис. 2. Структура ринку позикового капіталу

Таблиця 1. Ефект витіснення (%)

	1993 р.	1994 р.	1995 р.	1996 р.
Приріст банківського кредитування національної економіки, у тому числі	100	100	100	100
доля кредитів у реальному секторі економіки	77.1	47.2	46.2	26.7
Розвиток ринку ОВДП		0	7.5	37.7
ВВП в % до попереднього року	-14.2	-23	-11.8	-10.1

Більша частина інвестиційних ресурсів банків перекачується через ринок державних боргових зобов'язань для фінансування дефіциту бюджету. Потім ресурси витрачаються у споживчій сфері шляхом виплати «відкладених платежів» по заробітній платі і соціальних допомогах, тобто відбувається трансформація інвестицій у споживчі витрати. Банки та інші інвестиційні інститути вважають за потрібне утримуватися від операцій з довгострокового кредитування виробництва. У 1996 р. 89% кредитів комбанків склали короткострокові кредити. Причини - неплатездатність і збитковість підприємств. Якщо у 1995 р. збитковими було визнано кожне п'яте підприємство, то у 1996 - кожне третє підприємство.

Перевага кредитної емісії Національного банку України у структурі джерел фінансування дефіциту бюджету призводить до збільшення грошової маси, зниження процентних ставок у короткостроковому періоді і розширенні інвестицій, сукупного попиту. У довгостроковому аспекті це джерело призводить до інфляції.

Використання боргового методу сприяє зростанню процентних ставок, скороченню інвестицій. Так, частка держкапвкладень у проект бюджету 1997 р. складає 0.87% загального обсягу бюджетних витрат і в довгостроковому періоді відбудеться збільшення процентних платежів за обслуговування непропорційного зростання держборгу. Це пояснюється особливостями перехідної економіки. До них

належать відсутність розвитку ринків цінних паперів, обмежена їх місткість і мобільність у переливанні капіталу; малопотужність банківської системи і виснажливість кредитних ресурсів комерційних банків, які спрямовуються на інвестиційні потреби; в умовах систематичного спаду національного виробництва фінансування дефіциту шляхом отримання внутрішньої і зовнішньої позики підвищує ризик загрози розбалансованості економіки, зростання інфляції через накопичення держборгу і збільшення бюджетних сум, спрямованих на його обслуговування при скороченні податкових надходжень.

Виробничі інвестиції залишаються під питанням до тих пір, поки їх прибутковість не зможе бути співставленою з рентабельністю інвестицій у торговельному і фінансовому секторах економіки і не будуть внесені зміни в інвестиційну, податкову і кредитну політику. Для того, щоб підвищити ефективність боргового методу фінансування, необхідно створити передумови для зближення норм прибутку у фінансовому і реальному секторах економіки, визначити оптимальні норми прибутковості по ОВДП. Виключну роль у вирішенні даної проблеми має формування інституційних і нормативно-правових умов для розвитку фондового ринку. Його недостатність перешкоджає, з одного боку, міжгалузевому переливанню капіталу, тобто вирівненню норм прибутку в різних секторах економіки, а з другого боку - трансформації заощаджень в інвестиції.

2.3. В дисертації досліджено основні канали взаємозв'язку розвитку РЦП з приватизаційним процесом. Приватизація в Україні привела до створення такої структури власності на фінансові активи, яка нагадує структуру акціонерного капіталу у економічно розвинутих країнах.

Наше суспільство історично і логічно дійшло до ідеї акціонування і фондового ринку як до засобу, потенційно спроможного подолати не тільки закупорки міжгалузевого і внутрішньогалузевого переливу капіталу, створені плановою системою, але також і негативні явища втрати керованості

підприємствами з боку суспільства в цілому, створені в роки перебудовного зламу і руйнування традиційної системи адміністративної відомчої організації суспільного виробництва. Інститут акціонерів є свого роду мостом між двома епохами, націлений у майбутнє, який дозволяє вирішувати суперечки, що виникають з формуванням ринкових відносин, в загальних інтересах раціональної організації нових виробничих відносин і форм господарської діяльності.

Акціонерна форма має позитивні аргументи на користь свого існування, які коріннями сягають не тільки в чисто економічній сфері, але як і такі, що виникають з самої природи сучасних технологій як таких, які взяті навіть поза контекстом виробничих відношень.

В структурі сучасної ринкової економіки акціонерні підприємства грають провідну роль з точки зору їх долі у виробництві товарів (послуг). Так, у США акціонерні товариства (АТ), складаючи лише 18% від числа підприємств усіх форм господарювання, виробляють при цьому біля 90% вартісного обсягу товарів і послуг. В Україні на початок 1997 року всім недержавним сектором економіки виробляється 59.3% загального обсягу промислової продукції, і доля ця постійно зростає, в тому числі і доля продукції акціонерних товариств. На Українській фондовій біржі (УФБ) налічуються акції 340 відкритих АТ. В народному господарстві України окреслилась тенденція до домінування корпоративної форми власності.

Зростання кількості АТ та їх економічного впливу створює об'єктивну основу для ринку акцій як сегменту РЦП.

На початок 1997 року в Україні найбільші обсяги (74 відсоток від загального обсягу емісії ЦП) припадають на акції. На етапі становлення фондового ринку акцій промислових підприємств практично не було. Одні підприємства тоді ще не пройшли через процес приватизації, інші були перетворені на закриті АТ, акціонерами яких стали, як правило, члени трудового колективу. Перехід державних підприємств в ході корпоратизації до відкритих АТ надав можливості виходу їх

акцій на ринок капіталів, однак власником їх, як і до того, залишається держава. На сучасному етапі спостерігається деяке насичення ринку акціями приватизованих підприємств.

Особливість сьогоденного стану приватизації, яка розвивається, обумовлює наявність у структурі фондового ринку України сегменту ринку приватизаційних паперів, якими є приватизаційний майновий сертифікат (ПМС) у готівковій формі, компенсаційний сертифікат (КС) та житловий чек (ЖЧ). Ці порівняно коротко живучі цінні папери, що мають різні приводи для свого походження - право на долю у державному майні, компенсацію знедійшених заощаджень або за неотримання безкоштовного житла - між іншим можуть розглядатися як своєрідні передвісники акцій, бо кінець кінцем вони є домаганнями на долю у державному майні і, дійсно, рано чи пізно обмінюються на відповідні пакети акцій роздержавлених підприємств. Ринок передакцій (приватизаційних паперів) самостійного інвестиційного сенсу не має, хоча й сприяє зростанню кваліфікації суб'єктів фондового ринку завдяки роботі з ними.

Аналіз обсягів випуску акцій по галузях народного господарства вказує на зменшення питомої ваги акцій комерційних банків та одночасне збільшення питомої ваги акцій промислових підприємств.

Випуск в обіг великої кількості корпоративних ЦП призводить до зростання відношення обсягу капіталізації ринку до валового внутрішнього продукту. Однак показник капіталізації завищує вагомість РЦП у зв'язку з тим, що акції переважної більшості українських емітентів не продаються на ринку або продаються рідко. Так, на кінець 1996 року на угоди з акціями припадало всього 3 відсотки загального обсягу торгів, 57% склали угоди з компенсаційними сертифікатами, ще 40% з ОВДП. На одне відкрите акціонерне товариство у середньому припадало 3 угоди на рік.

Значний попит на інвестиційні ресурси в Україні не забезпечується відповідною пропозицією якісних фінансових

інструментів навіть з одночасною інтенсифікацією емісійної діяльності. У цьому полягає одне з протиріч українського РЦП.

Відсутність високоліквідних акцій в обігу пояснюється тим, що з кількох сотень акціонерних товариств, акції яких обертаються на вторинному ринку, тільки одиниці мають загальнодержавне значення.

До особливостей українського РЦП слід віднести недостатність поширювання корпоративних і муніципальних облігацій, недостатність самих акцій і облігацій як документів та присутність документів, що їх замінюють - сертифікатів (що приводить на практиці до проблеми щодо правового статусу таких документів), а також значність соціального фактору. Відновлення довіри населення до держави і фондового ринку є необхідною умовою соціальної підтримки курсу ринкових реформ та забезпечення соціальної стабільності у суспільстві.

Функція РЦП щодо створення ефективних механізмів акумуляції тимчасово вільних коштів інвесторів і в забезпеченні підприємствам доступу до інвестиційних ресурсів в'ячується слабо. Професійні учасники РЦП беруть участь у перерозподілі власності на постприватизаційному етапі або у спекулятивних ризикованих вкладеннях у ЦП.

На першому етапі розвитку РЦП переважають крупні пакети акцій й крупні інвестори. Однак, ринок, який не орієнтується на кошти великої кількості інвесторів, не може існувати в довготерміновій перспективі. На другому етапі, очевидно, буде домінувати тенденція до подальшого розсосередження акціонерної власності, що складається у процесі приватизації, з одночасною концентрацією прав власності та управління в руках інституційних інвесторів на основі масового, прозорого та ліквідного ринку.

На шляху до такого РЦП необхідно вирішувати ряд проблем, пов'язаних із забезпеченням розкриття інформації емітентами і професійними учасниками ринку і доступу до цієї інформації інвесторів, створенням депозитарної та розрахунково-клірингової системи, підвищенням рівня організаційного оформлення ринку, розвитком інвестиційних інститутів.

2.4. На сьогодні ще передчасно говорити про якусь усталену модель українського РЦП. Це скоріше проміжна модель, яка складається під впливом багатьох факторів, і являє собою суміш європейської моделі, у якій універсальний комерційний банк володіє великими пакетами акцій нефінансових підприємств, і моделі північноамериканської, яка орієнтується на операції з ЦП за участю, насамперед, небанківських фінансових установ.

Сьогодні українські комерційні банки мають переваги перед небанківськими фінансовими установами щодо здійснення операцій з ЦП. Більш того, існує небезпека охоплення банками всієї діяльності на українському РЦП, що може спричинити до монополізму у фінансовій сфері, та накладення кредитних ризиків банків на інвестиційні ризики, що може зашкодити становленню ефективного РЦП на Україні.

Активність комерційних банків на ринку обумовлюється також необхідністю створення установ, які за статусом належать до інфраструктури РЦП. Це депозитарії та реєстратори іменних ЦП, юридично незалежні від емітентів. Створення цих установ є одним з першочергових заходів щодо забезпечення права власності на ЦП, як основи для переходу до ринкової економіки. В Україні передбачається створення дворівневої структури Національного депозитарію: на верхньому рівні будуть діяти депозитарії, що обслуговують фондові біржі та позабіржові торгові системи, на нижньому - депозитарії комерційних банків та торгівців ЦП.

На результати конкурентної боротьби між комерційними банками та небанківськими фінансовими інститутами безумовно вплинуть здійснювані державою заходи з формування українського РЦП.

Ставка уряду на державні цінні папери може підірвати і без того нестійкий ринок акцій приватизованих підприємств, оскільки внаслідок масового відтоку коштів на ринок державних ЦП відбувається порушення відповідності між попитом і пропозицією на ці акції. Сподівання на збільшення самофінансування підприємств, як один із засобів підйому інвестиційної активності в країні, здаються не зовсім

справедливими. Декларації про виведення українського РЦП на адекватний світовим стандартам рівень неспроможні, оскільки на вітчизняному ринку ще більше посиляться вже зараз значна перевага державних фінансових інструментів.

Головним завданням уряду є забезпечення при операціях прозорості - точної звітності підприємств і захисту прав акціонерів. У 1996 р. в Україні почалося створення незалежних реєстраторів цінних паперів. Однак реальної незалежності не досягнуто. Це гальмує процес перереєстрації власників і торгівлю акціями. Необхідне прийняття парламентом Громадянського кодексу і корпоративного законодавства.

При розрахунках за цінні папери і реєстрації права власності по них учасникам фондового ринку цінних паперів України доводиться зштовхуватися з такими проблемами: відсутність інституту, який забезпечував би функції зберігання і обслуговування емісій безготівкових цінних паперів і який би не ніс комерційних ризиків за інші види діяльності; відсутність гарантії схоронності цінних паперів, які належать інвесторам; немає можливості перереєструвати право власності на іменні і безготівкові цінні папери в одному закладі, яке обслуговує торгові мережі; не існує структури, яка здатна була б обслуговувати угоди по цінних паперах, укладені на торговельних майданчиках і позабіржовому ринку.

Організований позабіржовий ринок України практично відсутній. До останнього часу він саморегулювався трьома асоціативними громадськими об'єднаннями: Українською асоціацією торговців ЦП, Українською асоціацією інвестиційного бізнесу і Українською асоціацією довірчих товариств, інвестиційних фондів і компаній. Їх діяльність набирає чинності, хоча темпи розвитку недостатні. З метою створення позабіржової системи торгівлі ЦП на базі комп'ютерних технологій, сприяння розвитку відкритого і рівнодоступного позабіржового РЦП у 1996 р. почала діяти нова асоціація «Позабіржова фондова торгова система», яка використовує програмну систему фірми «Портал». Значення електронізації випуску і обігу ЦП полягає у тому, що не просто

підвищує рівень організованості позабіржового ринку, а поступово зближує його з біржовим.

2.5. В результаті співставного аналізу курсу акцій на чекових торгах РФ і сертифікатних аукціонів в Україні виділено різні за своєю інвестиційною привабливістю групи галузей. Прогноз виявив, що у числі лідерів опиняться підприємства, що виробляють електронну техніку і комп'ютери, роздрібна торгівля, харчова і тютюнова промисловість, науково-дослідні організації, нафтопереробка, кольорова металургія. Для них буде характерним дуже високий курс - 10-30 разів вище номіналу. У другу групу, ймовірно, ввійдуть підприємства низки галузей з високим курсом (5-10 разів вище номіналу) - гірничодобувна, оптова торгівля, готелі і ресторани, добування нафти і газу, транспортні підприємства, хімічна промисловість, переробка сільгосппродукції.

До числа найменш привабливих підприємств, за якими складається середній і низький аукційний курси, можна віднести будівництво, легку промисловість, виробництво і розподіл електроенергії, машинобудування, конверсійне виробництво і чорну металургію. Галузева структура аукційних курсів буде відбивати традиційні переваги дрібних інвесторів (фізичних осіб) і деякі особливості вкладених ваучерів крупними чужими інвесторами.

З причини нерозвиненості інфраструктури інвестиційного механізму в Україні буде спостерігатися зворотна залежність між розмірами підприємства, що приватизується, та інтенсивністю попиту на його акції.

Лідерами з кількості зібраних сертифікатів опиняться Київ та великі міста України. Різниця між аукційними курсами у різних регіонах може досягти величини 1:10, тобто на порядок вище. У той же час, якщо сплановані темпи приватизації не будуть порушені, в середньому розрив між максимальними і мінімальними аукційними курсами в кожному окремому регіоні не перебільшить 2-3 рази.

Аналіз котировок позабіржового РЦП України у 1996 р. виявив, що галузева структура 30 найбільш популярних акцій сформувалася таким чином: сім з них відносяться до хімічної

галузі, п'ять - до металургійної, п'ять - цементні заводи, чотири - пивоварні заводи, три - нафтопереробні заводи, два - транспортні підприємства й по одному підприємству нафтозбуту, легкої промисловості і паливно-енергетичного комплексу. В структурі експорту України фігурує продукція цих же галузей: метал, хімія, нафта та ін. Зміна в структурі експорту може сигналізувати про майбутні зміни на фондовому ринку.

Про формування у 1996 р. галузевої структури РЦП можна судити не тільки за кількістю акцій, але й за кількістю емітентів. Багато галузей представлено досить широко. Наприклад, цінні папери підприємств - виробників вогнетривких і азоту, коксо-хімічних заводів. Протягом 1996 року спостерігалася тільки зміна кількості підприємств тих галузей, що вже були на ринку. Так, на початку року на ринку за кількістю емітентів випереджала харчова промисловість, за нею йшли з невеликим відривом машинобудування, хімічна промисловість, будматеріали і будівництво. Через півроку лідерство перейшло до машинобудування (кількість підприємств машинобудування на ринку збільшилася вдвічі), а далі були представлені харчова промисловість, будматеріали, будівництво та хімія. Незважаючи на незмінність галузей, кількість підприємств кожної з них на фондовому ринку змінюється нерівномірно. Причиною тому служать сертифікатні аукціони. Можуть бути й виключення. Наприклад, акції РАО «Єдині енергетичні системи Росії» - одні з найпопулярніших і ліквідних. Але український ринок енергетичних акцій розвивається в іншому напрямку. За кількістю представлених акцій підприємств найчисленнішою галуззю на РЦП є машинобудування. Сюди входять підприємства автомобіле- і суднобудування, приладобудування, електротехніки і важкого машинобудування. Найвідомішою і найпривабливішою стала металургія. На ринку обертаються акції 29 підприємств: гірничорудних, сталеливарних, метизних, трубних, мідь і тих, що виробляють феросплави.

Якщо порівняти російський і український РЦП, то можна виділити такі особливості українського РЦП в порівнянні з російським:

1. Абсолютні, статичні розміри українського РЦП на даний момент приблизно на два порядки у вартісному відношенні менше місткості російського ринку, хоча у перспективі можливе скорочення розриву у величині місткості до 1.3-1.4.

2. Більш нездорове співвідношення первинного і вторинного ринку. Росія - 80% до 20%, а в Україні - 99% до 1%, тобто вторинний ринок у зародковому стані, і це на той момент, коли оптимальним є, виходячи з досвіду розвинених країн, співвідношення 20% до 80%.

3. Якщо в РФ фондові біржі є головними інститутами з первинного розміщення ЦП, то особливий шлях української приватизації призвів до того, що первинне розміщення ЦП в Україні йшло в обхід УФБ.

Розміщення через УФБ акцій АО «Укррічфлот» у першій половині 1994 року є виключенням, що підтверджує правило.

Отже, якщо в Росії біржовий сектор переважає над позабіржовим, то в Україні ситуація протилежна. Це, між іншим, має і свої позитивні риси: отримала більший розвиток і більш широке впровадження система електронної котировки акцій, а саме, Всеукраїнська інформаційна система NASDAQ, що створена за американським зразком.

4. У РФ склалася національна система фондових бірж поліцентричного типу. В Україні аж до сьогодні існувала єдина УФБ і лише нещодавно біржовий ринок стали представляти Київська міжнародна біржа, Українська міжбанківська валютна біржа і завершилося оформлення Донецької фондової біржі. Отже, УФБ залишалась фактичним монополістом в Україні, що свідчить про наявність в Україні монополістичної системи ФБ.

Ключові проблеми розвитку РЦП в Україні: подолання господарської кризи та інфляції; цільова переорієнтація РЦП на подолання інвестиційної кризи, акумуляція вільних грошових ресурсів для відновлення і наступного зростання виробництва; нарощування обсягів і перехід до категорії класифікуючих РЦП, що означає збільшення сучасних обсягів РЦП у сотні разів (а біржовий ринок у 10-15 разів), для розвинених ринків цей показник складає 60-90% від ВВП;

довгострокове, перспективне управління, укрупнення і рекапіталізація структур фондового ринку; відсутність других емісій приватизованих підприємств; підвищення ролі держави на РЦП - подолання роздрібленості і пересічення функцій багатьох державних органів, що регулюють РЦП, забезпечення перерозподілу щодо регулювання РЦП між органами виконавчої влади та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, упереджуюче створення регулятивної інфраструктури ринку та її правової бази, створення системи звітності і публікації макро- і мікроекономічної інформації про стан РЦП, створення активно діючої системи догляду за небанківськими інвестиційними інститутами, пріоритетне виділення державою фінансових і матеріальних ресурсів, створення державної системи захисту інвесторів у цінні папери від втрат; упереджуюче створення депозитарної й клірингової мережі, агентської мережі для реєстрації руху цінних паперів, утворення повного комплексу законодавчої і нормативної бази позабіржового ринку, розробка єдиних правил функціонування фондових бірж та позабіржових торгово-інформаційних систем.

2.6. Розвиток первинного ринку цінних паперів у структурі всього ринку можливий лише за таких умов:

більш широкої й активної приватизації підприємств, компаній та асоціацій;

створенні посередників-інвестиційних банків, які могли б здійснювати посередницьку функцію між емітентами і покупцями так, як це прийнято у світовій практиці, зокрема США, Канаді, Англії, Японії;

більш широкої реалізації облігацій компаній і підприємств. На Заході основна частина фінансування (70%-95%) ринку цінних паперів здійснюється за рахунок випуску облігацій корпорацій і компаній. Саме первинний ринок там базується на облігаціях, а головним посередником розміщення є інвестиційні банки. Такий ринок в Україні майже відсутній;

головним інститутом розміщення облігацій на первинному ринку повинні стати інвестиційні банки. Хоча в Україні і з'явилися інвестиційні банки, але істинної своєї суті вони не відбивають. Характерна риса цих банків - функція

довгострокового кредитування, а не посередництво при розміщенні цінних паперів.

Фондові біржі також мають потребу у певних структурних змінах, у значній мірі залежних від маси надходження цінних паперів.

У майбутньому за умов створення як крупного акціонованого корпоративного сектора, так і дрібного акціонованого сектора в українській економіці можуть виникнути декілька ринків всередині самих фондових бірж. Акції потужних і крупних українських компаній і підприємств будуть котируватися на основному ринку біржі, а цінні папери середніх і дрібних компаній, в залежності від їх фінансового стану - на вторинному і третинному ринках через низьку конкурентоспроможність цих цінних паперів.

Головна причина відсутності такої структури фондової біржі в Україні - поки ще низькі обсяги випуску цінних паперів, а також нестача наявності їх різних класифікацій і модифікацій порівняно з цінними паперами західних країн.

2.7. Методи оцінки вартості акцій для застосування по мірі розвитку РЦП в Україні.

Оцінка поточної ринкової вартості акцій з постійними дивідендами здійснюється за формулою $P_{ПД} = \frac{D}{K_s}$,

де $P_{ПД}$ - поточна ринкова вартість акцій з постійними дивідендами;

D - річний дивіденд;

K_s - ставка доходності.

Модель оцінки поточної ринкової вартості акцій з постійно зростаючими дивідендами («модель М.Дж.Гордона»)

має вигляд $P_{ПЗД} = \frac{D \cdot (1 + g)}{K_s - g}$ чи $\frac{D_1}{K_s - g}$,

де $P_{ПЗД}$ - поточна ринкова вартість акцій з постійно зростаючими дивідендами;

D_0 - останній виплачений дивіденд;

D_1 - дивіденд, що очікується у наступному році;

g - темпи зростання дивіденду

Поточна ринкова вартість акцій із змінними дивідендами розраховується за формулою

$$P_{ЗД} = \frac{D_1}{1 + K_s} + \frac{D_2}{(1 + K_s)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_s)^n},$$

де $P_{ЗД}$ - поточна ринкова вартість акцій із змінними дивідендами;

D_n - дивіденд n -го року;

n - кількість років прогнозу.

Ставка доходності (K_s) розраховується за допомогою моделі оцінки капітальних активів за формулою:

$$K_s = Z + \beta(\bar{r}_m - Z),$$

де Z - безрискова ставка доходності;

\bar{r}_m - доходність ринку;

β - коефіцієнт, що порівнює доходність акцій конкретного емітента з загальною доходністю ринку цінних паперів: $\beta = \frac{\text{Доходність акцій}}{\text{Доходність ринку}}$

Якщо відомі доходи підприємства, а також характерне для галузі співвідношення між ринковою вартістю акцій та дивідендами, що вони приносять (коефіцієнт дивіденду на акції), то шляхом ринкових співставлень можливо оцінити ринкову вартість акцій підприємства.

У випадку купівлі акцій іноземним інвестором коефіцієнт дивіденду на акції можливо розрахувати шляхом оцінки співвідношення у країні інвестора, чи середнім показником для декількох країн, додаючи премію за ризик інвестицій в Україні.

Знижка з ціни за відсутність ринковості (для акцій, що не обертаються на біржі).

Знижки по відношенню до ціни акцій розраховуються за формулою:

$$d_{II} = [P_{II} - P_{IV} (I_{II}/I_{IV})] / P_{IV},$$

де d_{II} - знижка з ціни;

P_{II} - ціна за акцію при публічній пропозиції;

P_{IV} - ціна за акцію при приватному продажу;

I_{II} - галузевий індекс цін на момент публічної пропозиції;

I_q - галузевий індекс цін на момент приватного продажу.

Знижки по відношенню до $\frac{P}{E}$ розраховуються за формулою

$$d_{P/E} = [P/E_{\text{п}} - P/E_{\text{ч}} \cdot (IP/E_{\text{п}}) / (IP/E_{\text{ч}})] / PE_{\text{п}}$$

де $\frac{P}{E_{\text{п}}}$ - відношення $\frac{\text{ціна}}{\text{дохід}}$ при публічній пропозиції;

$\frac{P}{E_{\text{ч}}}$ - відношення $\frac{\text{ціна}}{\text{дохід}}$ при приватному продажу;

$\frac{IP}{E_{\text{п}}}$ - відношення $\frac{\text{середньогалузева ціна}}{\text{дохід}}$ на момент публічної пропозиції;

$\frac{IP}{E_{\text{ч}}}$ - відношення $\frac{\text{середньогалузева ціна}}{\text{дохід}}$ на момент приватного продажу.

2.8. В умовах платіжної кризи склалася сприятлива ситуація щодо застосування різних фінансових механізмів, що замінюють собою реальні грошові платежі. У ролі таких механізмів можна виділити передачу боргів, заліки взаємних вимог, формування системи вексельних бюджетних взаємозарахунків.

Вексельний обіг в Україні поки що згадується лише у зв'язку з платіжною кризою і жодна з різноманітних операцій, яка раніше застосовувалася у практиці функціонування українських банків (ведення спеціальних поточних рахунків, відкриття вексельних кредитів, забезпечення кореспондентських відношень, фінансування підприємств, додаткове забезпечення по кредитах, відкритих під інші цінності, зовнішньоторгівельні розрахунки), не знайшла застосування серед членів класичної фінансової «трийки» - «поставщик-покупець-банк». Причини різні - відсутність законодавчої бази з питань емісії, обертання і оподаткування операцій з вексями, неготовність фондового ринку прийняти новий фінансовий інструмент, дія негативного стереотипу про вексель у суб'єктів ринку. Практика взаємозарахунків з виписуванням векселів лише підтвердила, що оплата векселів - скоріше виключення, аніж правило.

У результаті пошуку шляхів підвищення довіри до векселя було розроблено низку схем роботи - схеми авального кредиту і доміціляції векселів. Доміціляція - це посередництво банку на договірній основі з векселедавцем при розрахунках векселем між двома суб'єктами господарської діяльності (векселедавцем та векселедержателем). Банк зобов'язується в момент пред'явлення векселя до оплати виплатити векселедержателю суму, зазначену у векселі, за рахунок залишків на розрахунковому рахунку векселедавця або за рахунок коштів, що раніше були депоновані векселедавцем (якщо розрахунковий рахунок відсутній у банку). Це поручительство банк підтверджує підписом на векселі «як аваліст за (назва векселедавця)» і підписанням угоди про доміціляцію векселів. При цьому банк у випадку наявності розрахункового рахунку векселедавця без обумовленого в угоді незнижуючого залишку на цьому рахунку не може гарантувати оплати через відсутність грошових коштів на розрахунковому рахунку векселедавця. Тому банки активніше йдуть на забезпечення векселедавцем майбутнього платежу по векселю шляхом депонування коштів на рахунках банку.

Доміціляція векселів розвивається шляхом умов угоди і інших механізмів, у сукупності з якими вона набуває форми дещо відмінної від її традиційного розуміння. Тут можуть застосовуватися елементи авалювання, акредитиву і навіть депозиту. Наприклад, при укладанні угоди - поручительства про виконання функцій доміціліанта, який передбачає депонування векселедавцем суми, необхідної для оплати векселя за рахунок банку, призначеного для цієї мети, банк повністю відповідає за оплату векселя. У даному випадку доміціляція нагадує авалювання, але з більш простішими умовами реалізації оплати векселя, тому що виключає можливість неоплати по векселю і пов'язані з цим витрати. При цьому вексель може виконувати функції платіжного інструменту необмежену кількість разів протягом періоду дії угоди, тобто векселедержателі з різних причин можуть не зажадати з банку оплати векселя, а користуватися векселем як високоліквідним платіжним інструментом. Хоча у цьому

випадку векселедержатель позбавляється можливості використати 15% від надходжень на розрахунковий рахунок на невідкладні потреби.

У випадку, коли вексель не пред'являється до оплати, банк може придбати безкоштовні кредитні ресурси на час ходіння вексяля. Ціна таких ресурсів невисока, оскільки сума, яка задепонована, є пасивом «до запитання» через неможливість точно передбачити час наступу. З урахуванням того, що багато банків використовують позикові кошти «до запитання» як кредитні ресурси, певна частина цих коштів банків буде використана. Тому векседавець може покластися на отримання прибутку по балансових залишках суми, яка забезпечує оплату векселів, на умовах депозиту «до запитання». Депозит не може бути забезпеченням доміцільованих векселів і в угоді-поручительстві не можуть прямо обмовлюватися виплати по залишках на рахунку забезпечення векселів, тому векседавець реально може покластися на знижку при оплаті комісійних банку за умовами угоди.

Беручи вексель як засіб оплати, кожний наступний векселедержатель не повинен обмежуватися з'ясуванням достовірності позначки банку на векселі про виконання функцій доміціліанта. Необхідно також ознайомитися з умовами угоди-поручительства, якими не повинна передбачатися можливість повернення векселедержателю суми, задепонованої ним у забезпечення оплати векселів, крім випадку розриву угоди. При наявності такої умови угоди - поручительства у першому наближенні можна порівняти з безвідкликним акредитивом.

Необхідно зазначити ризики, яким може піддаватися банк при оплаті пред'явленого до платежу вексялю і суб'єкт господарської діяльності, що отримує у ролі оплати доміцільований вексель. Вексель може виявитися підробленим або угода-поручительство недостовірним, або одне не буде відповідати іншому. Банки використовують позикові кошти для кредитування, внаслідок чого на момент пред'явлення вексялю банк може опинитися частково неплатоспроможним, тому при розрахунках доміцільованим вексялем суттєву роль грають

показники ліквідності й платоспроможності самого банку і треба володіти загальною ситуацією стану банків і їх репутацією.

Переваги застосування вексельних операцій для промислових підприємств Донбасу і місцевих фінансових структур полягають у наступному:

По-перше, всі їх витратні фінансові операції з розрахунковим рахунком обмежуються 10% надходжень на нього у попередньому місяці, яких не вистачає на виплату зарплати, не кажучи про розрахунки з кредиторами. Якщо підприємство отримує від свого боржника вексель (бажано, авальований), то воно може розплатитися зі своїми кредиторами, не обмежуючи себе у сумі.

По-друге, підприємство може отримати від фінансової структури кредит, оформлений авальованими векселями. Ця схема цікава для позичальника більш низькою кредитною процентною ставкою, а для кредитора - тим, що ці векселі, переходячи від одного підприємства до іншого, будуть пред'явлені йому до оплати через певний строк, що дозволяє ефективніше маневрувати фінансовими ресурсами. Чим більше ліквідний вексельний ринок, тим більший термін обігу векселю.

По-третє, підприємство може продати вексель, який він має, з дисконтом. Або навпаки, купити вексель, який оформляє, наприклад, борг структури, продукція якої необхідна даному підприємству, нижче номіналу, а погасити його (тобто отримати замість нього необхідний йому товар) за номіналом.

2.9. Вексель як інструмент «розшиву» неплатежів впроваджується навіть в таку делікатну сферу, як фіскальна. Делікатну у тому значенні, що згідно з законом на податковій відносини, на нього не поширюються норми Громадянського кодексу.

Наприкінці 1995 -початку 1996 р. було створено передумови для бурхливого розвитку безбанківських зарахувань взаємної заборгованості з урахуванням бюджетів всіх рівней (далі - бюджетних взаємозарахунків - БВЗ). По-перше,

неплатежі у ланці підприємство-бюджет (податки та інші відрахування) і в ланці бюджет-підприємство (фінансування та інші зобов'язання держави перед підприємством) склали вагомий сегмент всього обсягу неплатежів в економіці, що генерує інші неплатежі, отже, сегмент, який вимагав свого вилучення або хоча б часткового зменшення, і, по-друге, була створена відповідна правова база, яка більш чи менш задовільно регламентувала БВЗ. Ті БВЗ, що мають вирішити це завдання, передбачають наявність, з одного боку, невиконаних зобов'язань підприємства перед бюджетом (недоїмка з податкових платежів, виплати і відсотки по різних бюджетних позиках, які були представлені раніше, далі зобов'язання «-») і невиконані зобов'язання держави перед підприємством, закладом або організацією (відшкодування податку на додану вартість (ПДВ) і акцизного збору (АЗ), фінансування, яке неповністю отримане підприємством, далі - зобов'язання «+»).

Ідея БВЗ у найзагальнішому вигляді полягає в тому, щоб без проходження по каналах обігу грошзнаків або інших платіжних коштів, сплатити взаємні заборгованості між підприємством і бюджетом, наклавши «+» на «-». Не маючи у цьому загальному вигляді ніяких дискримінаційних пріоритетних моментів по відношенню до кожної із сторін, однак, на практиці в процесі її реалізації держава неодноразово намагалася ставити себе у переважливий стан порівняно з підприємствами. Так, відшкодування ПДВ і тим більше АЗ (механізм відшкодування якого було практично не розроблено), навіть з допомогою БВЗ наштотувалося на багато штучних перешкод, просто блокувалося так званими «негласними рішеннями» чиновників різного рівня. У той же час стягнення податкових платежів не підлягало сумніву. Іншими словами, у наявності був неприхований подвійний стандарт у ставленні держави до своїх зобов'язань перед підприємствами і до зобов'язань підприємств перед собою.

Незважаючи на ці та інші перекося БВЗ мали й будуть мати велике значення у справі пом'якшення платіжної кризи, поліпшення фінансового стану промислових підприємств, сприяти

реалізації їх продукції, причому все це не ціною емісії і кредитної накачки економіки.

В цей період держава активно формувала зобов'язання «+», реалізуючи заходи щодо підтримання експорту, національної енергетики і вугільної промисловості; існує лише дві підстави, за якими підприємство має право не відшкодувати ПДВ - чи то проекспортована продукція, чи то вироблення електроенергії, чи то видобування вугілля. Зростання полюсу «+» сприяло зростанню загального потенціалу сфери БВЗ (розмірами полюса «-» цей потенціал майже ніколи не лімітувався - недоїмка завжди була і має тенденцію до зростання).

Розставивши «+» та «-» у вигляді таблиці, можна побачити всі теоретично можливі типи БВЗ. Однак на практиці той чи інший тип БВЗ переважає з різних причин у той чи інший період часу. (табл.2)

Таблиця 2. Типи БВЗ

Зобов'язання «+»	Зобов'язання «-»
1. Відшкодування ПДВ та АЗ (чи за проекспортовану продукцію, чи ПДВ до відшкодування за вироблену електроенергію чи видобуте вугілля)	1. Недоїмка по ПДВ, АЗ, прибутку, податку на землю
2. Недоотримане фінансування	2. Виплата і проценти по бюджетних позиках

Одним з найбільш поширених типів БВЗ був тип 1-1, тобто, коли в рахунок платежів промислового підприємства Н по ПДВ, АЗ і прибутку здійснювалося зарахування заборгованості бюджету по відшкодуванню ПДВ і АЗ підприємству - експортеру Х. Схема документообігу за цим типом БВЗ була складною і мала два несхожих один на одного

алгоритма в залежності від того, в якій долі бюджету (державного чи обласного)¹ вироблявся БВЗ.

Досвід проведення БВЗ в частці обласного бюджету свідчить про наявність двох принципів, які визначають накладання різних видів «+» на різні види «-» - принципів пріоритетності і спорідненості.

Принцип пріоритетності полягає у тому, що підприємства, яким з бюджету належить відшкодування ПДВ і АЗ, по можливості намагаються, у першу чергу, використати в ролі актива АЗ, який підлягає відшкодуванню, а ПДВ, який підлягає відшкодуванню, залишити у резерві. Тобто, по можливості зберегти ПДВ, який підлягає відшкодуванню, оскільки це - найконвергованіша валюта «у світі псевдогрошей». Ним можна закривати будь-які види недоїмок, у т.ч. по ПДВ, АЗ, прибутку, землі, у той час як АЗ, який підлягає відшкодуванню, лягає, як правило, тільки на недоїмку по АЗ і використання його для сплати інших видів недоїмки є досить проблематичним.

Принцип спорідненості полягає у тому, що чиновники облфіну управління більш охоче закривають недоїмки з будь-якого виду податків тим же видом податку, який підлягає відшкодуванню. Так, недоїмка по ПДВ закривається ПДВ, який належить відшкодуванню. Важче закрити ПДВ, який підлягає відшкодуванню, недоїмку за податком на прибуток або акцизному збору.

Іншим не менш поширеним типом БВЗ був тип 2-1, тобто, коли у рахунок платежів промислового підприємства Н у бюджет Х з будь-якого виду податків виконувався залік фінансування бюджетних організацій того чи іншого рівня фінансування. Алгоритми схем документообігу за цим типом БВЗ також мали державний і обласний (міський) варіант (як і

¹ В областях, де згідно із статтею 4 Закону України «Про державний бюджет України на 1995 рік» і відповідної статті Закону України «Про державний бюджет України на 1996 р.» нормативи відшкодувань від загальнодержавних податків та зборів до бюджету областей за тим чи іншим видом податків відрізняються від 100%.

БВЗ попереднього типу), що зробило варіанти схожими на самостійні типи зарахувань. Поряд з відмінностями у схемах документообігу, які обслуговують той чи інший тип БВЗ, що базуються на критерії рівня бюджету, є відмінності, що базуються на критерії обласних управлінських традицій. В кожній області України існує свій, іноді досить суттєво відмінний від інших, порядок проведення БВЗ в долях обласного і місцевого бюджетів. В Донецькій області двома основними документами, які визначають параметри здійснюючого БВЗ, є «Протокол погодження безбанківського зарахування зборгованості платежів», укладеного в Головному фінансовому управлінні Донецької обласної державної адміністрації і відповідне розпорядження Голови обласної державної адміністрації, охоплюючих декілька - від 10 до 15 таких протоколів; у Херсонській області - лист обласного фінансового управління на адресу завідуючого міським фінансовим відділом міста Херсону з розпорядженням здійснити зарахування, після чого надходить розпорядження завідуючого Херсонським міським фінансовим відділом. Відповідно відрізняються більшість супровідних документів.

БВЗ, що встроюються у тканину звичайних, не бюджетних взаємозарахунків, беруть участь у створенні складних розрахункових ланцюжків, де переплітаються декілька зарахункових контурів - як бюджетний, так і різні товарні: енергетичний, водяний, залізничний, товари народного споживання і т.д. з 6-8 і більше учасниками. При чому контур БВЗ як найуніверсальніший (всі платять податки і отже, ті ж енергетичні активи або будь-який інший вид вихідних активів можна трансформувати через БВЗ з виходом практично на будь-яку товарну позицію - чи то овочеві консерви, запчастини для автомобілів або послугу залізничної дороги) інтегрує товарні контури в цілісну систему заданої конфігурації, в залежності від тих комерційних завдань, що ставлять учасники цих ланцюжків. Інтереси утримувача вихідного активу, наприклад, електроенергії ДАЕК «Обленерго», у процесі трансформації вихідного активу в кінцевий товар суперечать один одному у деяких питаннях. Бюджетний контур, що розглядається як

ланка в ланцюжку без вихідного активу до кінцевого товару, як допоміжний засіб у процесі цієї трансформації, сам вкладає всередині себе немало суперечок, серед яких найбільш значними є суперечки між обласними і нижчестоячими рівнями бюджету (міський, районний), викликані станом взаєморозрахунків між ними.

Ці суперечки разом з труднощами організаційного плану - межа ефективності БВЗ у продовжених ланцюжках. Ланцюжкова, тобто розгорнена форма БВЗ, логічно тяжіє до більш універсальної вексельної форми. Вексельна форма взаємозарахунку стає логічним завершенням розгорнутих БВЗ, останні є передвісниками вексельної форми.

Замість складного діловодства - протоколи, листи, розпорядження, акти звірки і т.п., виникає вексель обласного фінансового управління, як це має місце в Херсонській області. Векселі випускаються на суму недоотриманого підприємствами, закладами, організаціями бюджетного фінансування й приймаються фінорганами в ролі сплати податків від підприємств-недоїмщиків.

Виникнувши на базі БВЗ, вексельна форма не заперечує розгорнутих БВЗ, а співіснує поруч з ними.

3. ПЕРЕЛІК ОПУБЛІКОВАНИХ РОБІТ, В ЯКИХ ВІДОВРАЖЕНО ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЇ

3.1. Сытник Е.А. О причинах принципиальной неэффективности тотального планирования в свете проблемы стоимости //Анализ и проблемы совершенствования хозяйственных отношений в новых условиях хозяйствования: Матер. респ. науч.-практ.конф. 23-25 ноября, г. Донецк - Донецк, Республ.правление экономистов Украины, 1991. - С.18 (0.05 п.л.).

3.2. Сытник Е.А. О состоянии планирования и рыночного регулирования// Предприятие и регион: проблемы развития и

управления: - Донецк: ИЭП НАН Украины, 1993. - С.62-69. (0.45 п.л.).

3.3. Сытник Е.А. О порядке установления и согласования цен внутри финансово-промышленных групп: «Менеджмент, маркетинг и предпринимательство», апрель 1995 г. - Донецк, 1995. - с.30-31 (0.1 п.л.) в соавторстве (особистий внесок автора: розробка проблеми взаємодії підприємств в умовах фінансово-промислових груп).

3.4. Сытник Е.А. Особенности предприятий Донбасса и прогноз курса акций приватизируемых предприятий на будущих чековых торгах// Основные направления развития промышленных предприятий региона: Сб.науч.тр. - Донецк: ИЭП НАН Украины, 1995. - С.155-165 (0.55 п.л.).

3.5. Сытник Е.А. Международная специализация: Тез. докл. междунар.науч.-метод. семинара «Международная логистика и маркетинг в странах с переходной экономикой». - Киев-Донецк, сентябрь-октябрь 1996 г. - Донецк, 1996. - С.248-249 (0.135 п.л.).

3.6. Сытник Е.А. Опыт чековой приватизации Российской Федерации и его использование в Украине: Тез. докл. междунар.науч.-практ.семинара «Экономические и социальные проблемы развития стран содружества», апрель 1996 г. - Донецк, 1996. - С.99-100 (0.125 п.л.).

3.7. Сытник Е.А. Дисконтированная стоимость. Тема 4 в учебном пособии к разделу «Эффективность рыночной экономики» по курсу «Организация производства и экономика предприятий» / Минобразования Украины. - Донецк: ДонГУ, 1996. - С.46-60 (1.0 п.л.).

ABSTRACT

Seatnick E.A. Formation and regulation of the securities market and its influence on the production efficiency

The thesis for the degree of Candidate of Sciences (Economics) by speciality 08.02.03. - Management, Planning and

State Economic Regulation. Insutute of industrial Economics, NAS of Ukraine. Donetsk, 1997

Theoretical generalizations and new methodological approaches to the problem solutions are elaborated as to creating the National capital market based on the accelerated formation of the effective securities market. The role and place of the securities market are investigated in the social capital reproduction and market transformation of the Ukraine's economy as well as special features, principles and forms of the state regulation. The concept of estimating a market price of securities is worked out. The trends of removing the disproportions in the securities market and methods for share price forecasting are studied. The attractiveness of the Ukraine National economy and the Donbass industries for foreign investment is shown as well as the possibilities to make use of bills in economic and fiscal activities.

АННОТАЦИЯ

Сытник Е.А. Формирование, регулирование рынка ценных бумаг и его влияние на эффективность производства.

Диссертация в виде рукописи на соискание научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.02.03 - Управление, планирование и государственное регулирование экономики. Институт экономики промышленности НАН Украины. Донецк, 1997

Защищаются результаты исследований, в которых содержатся теоретические обобщения и новые методические подходы к решению проблемы создания национального рынка капиталов на основе ускоренного становления эффективного рынка ценных бумаг. Исследованы роль и место рынка ценных бумаг в воспроизводстве общественного капитала и рыночной трансформации украинской экономики, характерные особенности развития, принципы и формы государственного регулирования, концепция определения рыночной стоимости ценных бумаг. Показаны направления ликвидации

диспропорцій ринка цінних бумаг, методи прогнозування цін на акції, інвестиційна привабливість отраслей народного господарства України и промисленности Донбасса, возможность использования векселей в хозяйственной деятельности предприятий и фискальной сфере.

АНОТАЦІЯ

Ситник Є.А. Формування, регулювання ринку цінних паперів та його вплив на ефективність виробництва

Дисертація у вигляді рукопису на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук з спеціальності 08.02.03 - Управління, планування та державне регулювання економіки. Інститут економіки промисловості НАН України, Донецьк. - 1997.

Захищаються результати досліджень, які містять в собі теоретичні узагальнення та нові методичні підходи до рішення проблеми створення національного ринку капіталів на основі прискореного становлення ефективного ринку цінних паперів. Досліджено роль та місце ринку цінних паперів у відтворенні суспільного капіталу та ринкової трансформації української економіки, характерні особливості розвитку, принципи та форми державного регулювання, концепцію визначення ринкової вартості цінних паперів. Показано напрямки ліквідації диспропорцій ринку цінних паперів, методи прогнозування цін на акції, інвестиційна привабливість галузей народного господарства України та промисловості Донбасу, можливість використання векселів у господарській діяльності підприємств та фискальній сфері.

Ключові слова: цінні папери, ефективність виробництва, ринок цінних паперів, державне регулювання, інвестиції, векселі, фондова біржа, емітент, бюджетний взаємозарахунок.

436023

AB 37.390