

Київський державний торговельно-економічний університет

На правах рукопису

Романишин Володимир Орестович

**РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ
В ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ**

Спеціальність 08.01.01 - економічна теорія

+ 08.04.03

2/

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Київ 1997

Дисертація є рукописом.

Роботу виконано на кафедрі економічної теорії Київського державного торговельно-економічного університету.

Наукові керівники : доктор економічних наук, професор
ЛОГВИНЕНКО Володимир Костянтинівич

заслужений працівник освіти України
кандидат економічних наук, професор
ПОПОВ Віктор Миколайович

Офіційні опоненти : доктор економічних наук, професор
НІКОЛЕНКО Юрій Васильович

кандидат економічних наук, доцент
ЯНУШЕВИЧ Володимир Михайлович

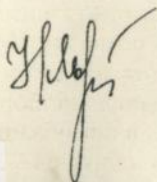
Провідна організація: Національний аграрний університет

Захист дисертації відбудеться "30" червня 1997 року
о 16 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.055.01 в
Київському державному торговельно-економічному університеті
за адресою : 253156, м. Київ, вул. Кіото, 19., ауд. 221.

З дисертацією можна ознайомитись в бібліотеці
Київського державного торговельно-економічного університету.

Автореферат розісланий "30" травня 1997 року.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради
к.е.н., доцент



Н. І. Морозова

ЛННБ України ім.В.Стефаника



00751140 (1)

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ.

Актуальність теми. Зміни, що відбуваються в Україні, як у суспільстві в цілому, так і в економіці, зокрема, мають радикальний соціально-економічний характер і спрямовані на докорінне реформування існуючих відносин власності, на розбудову суверенної правової держави. В економічній сфері вони передбачають перехід від господарського механізму, що базується на адміністративно-командних важелях управління до соціально орієнтованих ринкових відносин. Його успішне здійснення розглядається як головна умова підйому економіки на принципово новий науково-технічний та організаційно-економічний рівень, переведу її на шлях інтенсивного розвитку, ефективності виробництва, орієнтації на безпосереднє задоволення потреб народу.

Створення розвинутого ринку в Україні передбачає забезпечення його всіма складовими, без яких функціонування економіки сучасного типу неможливе. Одним з головних складових елементів ринкових відносин є ринок цінних паперів (РЦП).

Інтерес вчених до проблем фондового ринку викликаний його великим значенням і важливістю для економічного розвитку країни, оскільки значні фінансові ресурси суспільства знаходять своє застосування у вигляді цінних паперів як на первинному, так і на вторинному ринках.

Формування фондового ринку в Україні відбувається без наявних основ в недалекому минулому: його інституційної структури, інструментів, спеціалістів, досвіду і т.п. Протягом майже 60 років, починаючи з 1930 р., (коли були остаточно закриті фондові біржі) в країні не існував і не міг існувати ринок цінних паперів, що призвело до певного економічного "зривання".

Тоталітаризм відучив мислити ринковими категоріями. Це обумовлює необхідність знову створювати в країні фондовий ринок, що, в свою чергу, викликає потребу і актуальність вивчення досвіду організації і функціонування ринку цінних паперів, накопиченого країнами ринкової економіки, з метою його використання у вітчизняній практичній діяльності. Такі знання дадуть змогу також виявити недоліки, що виникають на перших етапах створення фондового ринку і накреслити шляхи упередження їх більш серйозних наслідків. Разом з тим, особливості економічного і соціального розвитку України не завжди дозволяють використовувати досвід зарубіжних країн в повній мірі, що вимагає критичного підходу до застосування і відбору найбільш прийнятних і доцільних в даний час форм і методів організації відносин, що виникають при формуванні і розвитку ринку капіталів.

Становлення ринку цінних паперів в країні з перехідною економікою ускладнюється тривалою економічною кризою, інфляцією, бюджетним дефіцитом та іншими факторами негативного впливу. Крім того,

жетним дефіцитом та іншими факторами негативного впливу. Крім того, проблема поглиблюється внаслідок відсутності достатнього теоретичного і практичного досвіду, стилю і методів роботи на фондовому ринку, а також порушенням кодексу честі та моралі бізнесу.

Разом з тим, слід відмітити деякі початкові позитивні зміни в економічній політиці держави, які поліпшують умови для створення цього важливого елементу ринкової інфраструктури: утворюється акціонерний капітал, внаслідок процесів акціонування і приватизації державних підприємств розширюється коло потенційних і реальних інвесторів в економіці як серед юридичних так і фізичних осіб, зростає мережа комерційних структур, які професійно працюють на ринку цінних паперів.

В той же час, далеко не всі аспекти процесу становлення і розвитку фондового ринку з'ясовані з достатньою мірою глибини і обґрунтованості, що і викликає потребу їх детальнішої розробки.

Теоретичне дослідження деяких проблем розвитку фондового ринку має довготривалу традицію. До аналізу окремих його сторін зверталися А.Сміт, П.Прудон, А.Маршалл, Дж.Кейнс, Л.Міллер, Дж.Р.Хікс. Серед інших зарубіжних економістів, які зробили певний внесок у розвиток теорії ринку цінних паперів, слід відзначити П.Кемпелла, Г.Марковітца, А.Пігу, П.Роуза, П.Самуельсона, Б.Фрідмена. У радянській економічній літературі до початку 90-х років операції з цінними паперами розглядалися лише одночасно з аналізом кредитно-фінансової системи капіталізму, що відобразилося у працях таких авторів, як А.В.Анікін, І.І.Беглов, Ю.Б.Кочеврін, Г.Г.Матюхін, С.М.Меньшиков. Але при досить широкій вивченості кредитно-фінансових систем країн Заходу, дослідження сфери суто фіктивного капіталу і пов'язаних з ним елементів не отримали достатнього висвітлення в економічній літературі до початку 90 р.р. Окремі розробки В.І.Лісовського, В.Т.Мусатова, С.В.Павлова, які присвячені в основному функціонуванню біржі, носять країновий підхід і не дають повної уяви про весь механізм фондового ринку.

Перехід української економіки до ринкових відносин ознаменувався появою протягом останніх років цілої низки праць, присвячених, в тій чи іншій мірі, цінним паперам і фондовому ринку. Серед їх авторів слід відзначити В.П.Нестеренка, В.М. Федосова, Ніколенка Ю.В., В.В.Оскольського, М.А.Гольцберга, В.В.Колесника, В.М.Суторміну, Т.Т.Ковальчука, Гальчинського А.С. та інших.

Однак, рівень теоретичної розробки даної проблеми сьогодні все ще не в повній мірі відповідає вимогам практики, а цілий ряд питань носить дискусійний характер. Зокрема, відсутність фундаментальних теоретичних розробок, детального аналізу фондового ринку значно стримує процес його формування і знижує ефективність функціонування. Не отримали достатнього вивчення також особливості механізму функціо-

вання ринку цінних паперів у перехідній економіці і його ролі у реформуванні існуючої економічної системи.

Все це обумовлює невідкладну необхідність аналізу теоретичних засад і узагальнення вже накопиченого специфічного досвіду функціонування українського фондового ринку, що й визначило вибір теми дисертаційного дослідження, його мету і структуру.

Мета дисертаційного дослідження полягає в обґрунтуванні необхідності та умов виникнення ринку цінних паперів в Україні, виявленні його специфічних кількісних і якісних характеристик в перехідний період, дослідженні причин, що перешкоджають його розвитку, розробці основних напрямків регулювання фондового ринку, які сприятимуть його найбільш ефективному функціонуванню.

Реалізація поставленої мети обумовила необхідність вирішення в роботі наступних завдань:

- виявити об'єктивні передумови та умови формування фондового ринку в Україні;

- проаналізувати і узагальнити різні точки зору на питання сутності ринку цінних паперів, його функцій і місця в сучасній економічній системі;

- дослідити особливості процесу формування українського фондового ринку з метою розробки рекомендацій по вдосконаленню його структури і механізму функціонування;

- з'ясувати закономірності функціонування ринку цінних паперів як єдності форм саморегулювання і державного регулювання;

- проаналізувати вплив грошового і облігаційного фінансування державних видатків на основні макроекономічні показники;

- вивчити досвід країн з різними механізмами функціонування фондового ринку і можливості використання його в умовах докорінного перетворення соціально-економічної системи України.

Предметом дослідження є система економічних відносин, що складаються у процесі формування і функціонування фондового ринку.

Об'єктом дослідження є ринок цінних паперів в Україні через механізм його функціонування і систему ринково-державного регулювання.

Теоретичну і методологічну основу дослідження склали діалектичний метод наукового пізнання, методи теоретико-емпіричного дослідження та системний підхід до вивчення складних економічних процесів, а також праці вітчизняних та зарубіжних вчених-економістів.

Інформаційною базою дисертаційного дослідження є офіційні матеріали органів державної влади, дані статистичних видань і періодичної економічної літератури, матеріали результатів діяльності Української фондової біржі.

Наукова новизна дисертаційної роботи полягає у розробці наступних положень:

- уточнена сутність ринку цінних паперів та його місце у структурі фінансового ринку в умовах перехідної економіки;

- узагальнені основні умови і закономірності становлення фондового ринку в перехідній економіці;

- встановлена єдність функцій акціонерного капіталу і фондового ринку, обґрунтована їх пріоритетність на різних етапах функціонування ринку цінних паперів;

- встановлена взаємообумовленість процесів приватизації і сформування ринку цінних паперів, що складає основу висхідної тенденції економічних реформ в державі;

- визначені основні особливості українського фондового ринку і виділені етапи його еволюції;

- обґрунтована доцільність покриття дефіциту бюджету шляхом випуску державних цінних паперів;

- визначена необхідність, напрями та межі державного регулювання і саморегулювання ринку цінних паперів.

Теоретичне значення дослідження полягає у виявленні тенденцій і закономірностей формування фондового ринку і, на цій підставі, обґрунтуванні передумов і особливостей його становлення та розвитку в Україні.

Практичне значення дисертаційної роботи полягає в тому, що отримані висновки і запропоновані рекомендації можуть бути використані в діяльності організацій різного рівня, які професійно працюють на фондовому ринку або займаються його регулюванням. Деякі положення дисертації можуть використовуватися в процесі викладання курсу економічної теорії, а також при розробці спецкурсів, методичних посібників, при проведенні консультативної роботи.

Апробація і практична реалізація результатів дослідження. Окремі положення і результати дослідження були висвітлені на міжнародних наукових та науково-практичних конференціях "Становлення нової економічної системи в Україні" (Львів, 1994р.), "Современные социально-экономические проблемы Крыма и пути их решения" (Сімферополь, 1995 р.), "Споживча кооперація в перехідний період: проблеми і перспективи" (Полтава, 1995 р.), на науковій конференції професорсько-викладацького складу КДТЕУ (Київ, 1995 р.), а також у науковій і педагогічній роботі кафедри економічної теорії Київського державного торговельно-економічного університету.

Окремі пропозиції і рекомендації автора прийняті до впровадження у практику діяльності Регіонального відділення Фонду державного майна України по Київській області (довідка №13/1274 від 5.11.1996 р.), Київського регіонального центру сертифікатних аукціонів (довідка №07/2-158 від 19.02.1997 р.), ЗАТ "Продекспорт" (довідка №19 від 14.02.1997 р.).

Публікації. За темою дисертації опубліковано 6 праць, загальним обсягом 2,1 друк. арк.

Обсяг і структура. Дисертація складається із вступу, двох глав, висновків, викладених на 154 м.д.а., переліку використаної літератури із 194 найменувань і 4 додатків, містить 7 таблиць, 3 малюнки.

Структура дисертації.

Вступ.

Глава I. Ринок цінних паперів як структурний елемент ринкової економічної системи.

1.1. Сутність ринку цінних паперів та його функції.

1.2. Структура та механізм функціонування фондового ринку.

Глава II. Умови становлення та розвитку ринку цінних паперів в Україні.

2.1. Трансформація відносин власності як економічна основа формування ринку цінних паперів.

2.2. Особливості становлення та механізму функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці.

2.3. Державні цінні папери як чинник фінансової стабілізації в Україні.

2.4. Створення системи ринково-державного регулювання фондового ринку.

Висновки.

Перелік використаної літератури.

Додатки.

ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЇ.

На захист виносяться такі основні положення:

1. Основою економічної політики України є створення умов для перетворення економіки держави у високоефективну соціально-орієнтовану ринкову сферу господарства, що на сучасному етапі вимагає формування необхідної ринкової інфраструктури. Аналіз становлення ринку цінних паперів у економіці перехідного періоду виходить з того беззаперечного факту, що функціонування фондового ринку є необхідним структурним елементом ринкової економіки. Більше за те, ринок цінних паперів займає особливо важливе місце в системі ринкових структур, оскільки через механізм його функціонування відбувається розподіл і перерозподіл значної частини наявних в економіці фінансових коштів з метою їх найбільш ефективного використання.

2. Дослідження суті ринку цінних паперів вимагає уточнення визначення його як економічної категорії. Проведене дослідження дало змогу виявити відсутність єдності поглядів на визначення суті фондового ринку, що призводить до деякої плутанини. Розглянувши і узагальнюючи точки зору, що викладені в економічній літературі, автором дово-

диться, що ринок цінних паперів, як економічну категорію, логічно виразити як економічні відносини, що виникають в процесі залучення коштів шляхом обігу цінних паперів, з приводу розподілу і перерозподілу частини прибутку, який створюється функціонуючими капіталами, представленими даними цінними паперами.

3. Економічну основу фондового ринку складає акціонерний капітал - ЦП відкритих акціонерних товариств (ВАТ). В зв'язку з цим розвиток акціонерної власності і обумовлює зростання ролі фондового ринку у фінансуванні та регулюванні всього процесу відтворення суспільного продукту та капіталу в цілому. На підставі цього можна зробити висновок, що ринок цінних паперів виступає як організаційно-господарська форма обороту акціонерного капіталу.

Іншими словами, функції фондового ринку в значній мірі визначаються функціями акціонерного капіталу, а структура акціонерного капіталу багато в чому формує структуру РЦП, при цьому первинне значення мають функції акціонерного капіталу.

Встановлена закономірність дозволила означити єдність функцій акціонерного капіталу і РЦП та їх поділ на постійні і тимчасові. До числа постійних функцій, властивих стабільній, стаціонарній системі акціонерних відносин господарювання, слід віднести: інвестиційну функцію, власницько-стимулюючу, функцію оперативного реагування і функцію переливу капіталів. До числа тимчасових функцій, характерних для періодів разових глибоких змін в системі відносин власності, відносяться приватизаційна та антинфляційна функції акціонерного капіталу. Виконання вищезазначених функцій і визначає роль фондового ринку у сучасній економічній системі і фінансовому ринку, зокрема.

4. Проведені дослідження виявили певні розбіжності авторів щодо визначення місця ринку цінних паперів у системі фінансового ринку. В роботі доводиться, що в залежності від форми застосування капіталу на фінансовому ринку, розрізняють грошовий ринок (ринок банківських позик) і ринок цінних паперів, який, у свою чергу, в залежності від видів фінансових інструментів, що виступають товаром на ньому та сфер їх утворення, поділяється на ринок інструментів позики, ринок інструментів власності та їх похідних.

Таким чином, фондовий ринок охоплює частину кредитного ринку (ринок інструментів позики) і ринок інструментів власності.

5. Об'єктом купівлі-продажу на фондовому ринку є цінні папери, які мають двоїтий зміст - з одного боку, це фінансові інструменти, а з іншого - особливий інвестиційний товар.

Визначення ЦП як фінансового інструменту обумовлюється специфікою процесу відтворення у сучасній економічній системі, яка має кредитний характер. При цьому цінні папери є носіями юридично оформлених відносин боргу, що складаються між різними суб'єктами з

приводу організації господарської діяльності, опосередковуються рухом кредитних засобів. При купівлі цінних паперів інвестори-кредитори та емітенти-боржники переслідують чітко визначені цілі: перші - очікують отримати дохід у вигляді дивіденду або відсотку на свій вкладений капітал, а другі - організувати діяльність, яка їх цікавить і отримати підприємницький дохід у вигляді прибутку.

Це дозволило визначити, що у здатності боргового зобов'язання приносити дохід, як своєму власнику, так і тому, хто його випускає - емітенту, реалізується його споживна вартість як товару. Крім того, як товар воно потенційно здатне задовольняти споживну вартість не одного, а декількох суб'єктів, що робить його предметом обміну, тобто носієм мінової вартості, яку ринок згоден запропонувати в даний момент часу за нього. Звідси, здатність боргового зобов'язання бути носієм споживної і мінової вартості, можна розглядати як корисність. Слід зазначити, що ця корисність має суб'єктивний характер, а попит і пропозиція, які визначають ціну на цей товар, формуються не виробником і споживачем товару, а суб'єктивною оцінкою учасників РЦП під впливом масового попиту і пропозиції, в чому й проявляється специфіка цінних паперів як товару.

Як і будь-який товар, ЦП мають вартість, яка визначається затратами праці на їх виробництво, але, як товар специфічний, вони мають власні закономірності ціноутворення. Ціна цінних паперів, як представників дійсного капіталу не визначається як відповідна частина всього капіталу, закріпленого у підприємстві, а, отже, як відносно стійка величина. Будучи свідченням на частину доходу, ціна цінних паперів визначається не вартістю реально функціонуючого капіталу (що має місце зараз в Україні в силу недостатнього розвитку фондового ринку), а, в першу чергу, прибутковістю компанії, а також суб'єктивною оцінкою їх зміни, яку здійснюють учасники фондового ринку.

Отже, ЦП можна розглядати як товар, але товар особливого роду, який пов'язаний не з юридичним статусом суб'єкта (є він юридичною чи фізичною особою), а з його майновим станом. Саме у майновому стані криється причина, чому одні мають потребу в кредитах і вдаються для їх отримання до випуску боргових зобов'язань - ЦП, а інші можуть їх кредитувати (профінансувати) шляхом інвестування своїх коштів у ці ж такі папери. Цей стан визначається фінансовою позицією суб'єкта ринкових відносин. Під фінансовою позицією розглядають стан суб'єкта ринкових відносин, тобто баланс його доходів і видатків в кожен даний момент часу, який визначає три її прояви: рівноважну, надлишкову і дефіцитну.

7. Проведене дослідження виявило, що мета випуску і розміщення цінних паперів та їх види залежать від характеру особи, що їх емітує. Разом з тим, спостерігається й обернена залежність - з одного боку, види цінних паперів, що випускаються емітентами, відображають цілі самих

емітентів, а з іншого - цілі, які переслідують інвестори, визначають види ЦП, в які саме відбувається інвестування. Отже, попит на цінні папери та їх вибір інвесторами визначаються цілями, які вони переслідують: безпека, доходність, зростання та ліквідність вкладень. Жоден цінний папір не володіє всіма цими властивостями в достатній мірі, що викликає необхідність диверсифікації вкладень.

8. В дисертаційній роботі проведена класифікація цінних паперів і зроблена спроба дати характеристику функціональних особливостей основних видів цінних паперів: акцій, облігацій і похідних від них. Це дозволило зробити наступні висновки:

По-перше, обраний вид цінних паперів для мобілізації капіталу визначає його роль у фінансуванні діяльності. І акції, і облігації утворюють залучений капітал корпорації. Крім того, з іншого боку, акції формують її власний капітал. Слід зазначити, що в даний час стирається "межа" між акціями і облігаціями, оскільки з'явилося багато "гібридних форм" у вигляді "неголосуючих" акцій, або конвертованих у прості акції облігацій.

По-друге, ринок капіталів виконує важливу функцію об'єднання ризиків, пов'язаних із вкладанням в ЦП. Це проявляється в тому, що інвестори об'єднують ризик шляхом володінням диверсифікованими портфелями, які містять безліч видів ЦП з різними характеристиками ризиків.

9. В основу дослідження складових фондового ринку автором покладено життєвий цикл цінних паперів, який включає ряд стадій і в залежності від характеру економічних відносин, що виникають на ньому, розподіляє сам ринок на дві частини: первинний і вторинний. В основі такого поділу лежить характер економічних відносин, що виникають на ринку.

Всебічне дослідження механізму функціонування ринку цінних паперів та його суб'єктів виявило нерозривний зв'язок між двома частинами фондового ринку: який полягає в тому, що фондові цінності, які емітуються на первинному ринку пізніше стають "матеріалом", предметом діяльності для вторинного ринку. В тій же мірі, в якій вторинний ринок не може функціонувати без первинного, так і первинний не може функціонувати без вторинного. Більше за те, наявність вторинного ринку стає безумовною необхідністю функціонування всього ринку цінних паперів і підприємницької діяльності взагалі, тому що він надає інвестору можливість вільного маневрування своїми коштами.

10. В роботі зазначено, що розглянуті структура та механізм функціонування фондового ринку, який успішно існує у країнах з розвинутою ринковою економікою, в Україні має свої особливості, як у видах і структурі ЦП, так і у структурі учасників, і у механізмі функціонування та регулювання фондового ринку. Це викликано специфікою перехідного періоду і, в першу чергу, реформою відносин власності.

Вивчення впливу приватизації на процес становлення ринку цінних паперів виявило, що між приватизацією і розвитком фондового ринку існує складна взаємодія, прямі і зворотні зв'язки, які мають свої особливості на різних етапах реформи. Спочатку приватизація розвивається в напрямку кількісного нарощування відокремлених господарюючих суб'єктів, тобто "в ширину". Створюється "перший поверх" економіки - дрібне і середнє підприємництво. Основне завдання цього етапу - створити умови для формування широкої мережі недержавних суб'єктів і, отже, передумов для подальшого розвитку "великої" приватизації.

Дисертант обґрунтовує, що прямий і безпосередній вплив приватизації на розвиток РЦП відбувається в процесі перетворення великих і середніх державних підприємств, тобто на тому етапі, коли мають місце системні зміни у відносинах власності при "великій" приватизації шляхом акціонування. За умов нерозвинутого українського ринку цінних паперів приватизація, прямо пов'язана з акціонуванням, стає початковим імпульсом для формування фондового ринку, оскільки створює умови для участі на цьому ринку більшості підприємств і населення. З іншого боку, вплив приватизації на формування РЦП відбувається шляхом появи нового виду ЦП - приватизаційних майнових сертифікатів, які стають відображенням процесу трансформації відносин власності.

Отже, вплив приватизації на формування фондового ринку відбувається за декількома напрямками: прямим (поява приватизаційних майнових сертифікатів) і непрямим чином (створення сприятливого економічного середовища для існування і розвитку РЦП шляхом створення відкритих акціонерних товариств на основі державних підприємств, що приватизуються).

Таким чином, акціонерні товариства стають провідною організаційно-правовою формою підприємства, що призводить до емісії не лише нових акцій та облігацій, але й похідних від них видів цінних паперів, розширює обіг корпоративних ЦП. Отже, приватизація - це початковий етап відродження фондового ринку в Україні, перетворення цінних паперів у фінансовий інструмент, доступний широким верствам населення.

Поряд з цим, слід зазначити, що фондовий ринок, в свою чергу, здійснює зворотній вплив на приватизацію, оскільки проведення останньої було б майже неможливим за повної відсутності механізму первинного розміщення і обігу цінних паперів. За таких умов інвестори утримувалися б від здійснення первісних інвестицій через відсутність можливості управляти своїми вкладеними коштами. На підставі цього в роботі зроблено висновок, що процеси приватизації і створення ринку цінних паперів - взаємообумовлені та тісно взаємопов'язані і не можуть відбуватися відокремлено один від одного.

Проте порівняння динаміки формування фондового ринку і темпів приватизації виявило, що в Україні логіка розвитку цих процесів дещо

відрізняється між собою: кількість відкритих акціонерних товариств, створених в процесі приватизації суттєво не вплинула на активність фондового ринку, особливо вторинного, що призвело до деформування структури РЦП, коли випущені і реалізовані первісним інвесторам ЦП дуже важко перепродати, що значно зменшує привабливість вкладень у фондові цінності.

Серед причин, що обумовили такий стан, автором виділяються наступні.

По-перше, в самій програмі приватизації закладено ряд положень, які уповільнюють процес формування класичного фондового ринку. Так, приватизації в першу чергу підлягають збиткові та малопривабливі підприємства всіх галузей, що вимагають, як правило, значної модернізації і реконструкції, кошти на які в ході ваучерної приватизації не надходять. А, отже, і ЦП таких емітентів не користуються попитом у інвесторів, особливо за умов фінансової кризи, інфляції, відсутності достатніх заощаджень у населення і підприємців.

По-друге, особливістю української моделі приватизації є використання фінансових посередників тільки як інституційних інвесторів, а не як брокерів, що робить майже неможливим захист інтересів дрібних інвесторів.

По-третє, існування значного розриву між темпами залучення посередниками приватизаційних паперів населення та їх вкладенням в об'єкти приватизації погрожує суттєвим знеціненням приватизаційних паперів вкладників внаслідок того, що до завершення масової приватизації значна кількість сертифікатів залишається на руках посередників і може виявитися невикористаною або буде використана в дуже стислі строки за недостатньої пропозиції об'єктів приватизації.

11. Аналіз процесу становлення і розвитку ринку цінних паперів у перехідній економіці дав змогу виявити передумови, зовнішні та внутрішні умови його формування, а також визначити його особливості в Україні.

Автором визначено, що український ринок цінних паперів перебуває ще на стадії створення і на сьогодні певною мірою сформований лише первинний ринок. При цьому зазначається, що в Україні випуск і проведення первинного розміщення відбувається, в основному, силами емітентів на відміну від світової практики, де ці функції виконують професійні посередники. Дослідження причин такого стану дозволили обґрунтувати в роботі основні напрямки стратегії ефективного розміщення цінних паперів на українському фондовому ринку.

12. Процес формування первинного ринку в Україні розглядається в дисертації шляхом аналізу випуску цінних паперів у розрізі їх видів, емітентів, галузевої та територіальної структури, що дозволило стверджувати: за умов спонтанності та унікальності відродження і стано-

влення українського фондового ринку на ньому отримали розвиток як класичні їх форми, відомі із світової практики, так і специфічні, які з'явилися і обертаються лише на українському ринку.

13. Проведений аналіз засвідчив, що поряд із певним розвитком ринку акцій, не знайшли суттєвого розвитку ринок корпоративних облігацій і ринок похідних інструментів. Внаслідок проведеного аналізу автором обґрунтовані причини такого стану.

14. В ході дослідження виявлено, що вітчизняний фондовий ринок недержавних ЦП представлений нинішнього дня акціями різноманітних венчурних компаній, банківськими акціями і акціями підприємств, що приватизуються, корпоративними облігаціями та приватизаційними ЦП.

Характеристику недержавних ЦП розпочато з акцій венчурних компаній, які першими з'явилися на вітчизняному РЦП і сприяли подальшому його розвитку. Виявлені характерні риси цих компаній дозволили обумовити, з одного боку, їх певну популярність у торговців, а з іншого - недостатній рівень їх надійності.

Інший сегмент ринку акцій становлять акції банків. Сьогодні цей ринок особливою активністю не відзначається. Активна торгівля цими ЦП (за невеликим винятком) спостерігається лише на етапі розміщення емісії. Надійність цих паперів досить висока тому, що, на відміну від ризикових паперів венчурних компаній, за банківськими акціями стоять "живі" гроші, за рахунок яких реально сформований статутний фонд. Однак, поряд з високою надійністю, банківські акції не відзначаються такою ж доступністю, особливо для дрібного інвестора. Внаслідок цього на сьогодні склалося ставлення до акцій банків як до рентних паперів з високим ступенем надійності. Поряд з цим, аналіз показника активів банку, що приходяться на одну акцію, дозволив зробити висновок, що потенціал банків на фондовому ринку не повністю використовується.

В роботі зазначено, що новий сегмент ринку цінних паперів, який швидко розвивається, становлять акції підприємств, що приватизуються. Подальший розвиток даного ринку пов'язаний із закінченням ваучерної приватизації, а, отже, надходженням "живих" грошей для модернізації та реконструкції приватизованих підприємств.

15. Автором визначено, що характерною особливістю фондових ринків у країнах з перехідною економікою є значна частка на них приватизаційних паперів. Проведені дослідження виявили недоліки умов випуску цих паперів і їх забезпечення об'єктами приватизації.

16. Формою існування вторинного ринку виступають біржовий і позабіржовий. Основу існування вторинного ринку становить, в першу чергу, біржова система. На підставі дослідження існуючих світових біржових систем та аналізу становлення біржової системи в Україні, вона визначена автором як моноцентрична, і охарактеризовані позитивні і негативні сторони формування централізованого фондового ринку. В

роботі обґрунтована доцільність поряд із вдосконаленням діяльності Української фондової біржі розвитку регіональних РЦП і мережі фондових бірж, що не несе в собі загрози для ефективного функціонування єдиного фондового ринку за умови створення єдиної інфраструктури фондового ринку, що забезпечить вільне переміщення інформації і вільний доступ до неї всіх учасників.

17. Діяльність українських фондових бірж розглядається, в основному, через функціонування української фондової біржі (УФБ). Як засвідчили результати дослідження діяльність УФБ не відповідає значному потенціалу її матеріально-технічної бази, яка базується на передових світових технологіях. Це викликано тим, що, по-перше, в Україні намітилася тенденція до того, що в процесі роздержавлення акції найбільш прибуткових підприємств взагалі не попадають на ринок, а розповсюджуються серед членів трудового колективу. Основні фонди цих підприємств, а, отже, і суми емісії ЦП настільки великі, що їх викуп обмеженим колом членів трудового колективу видається дуже проблематичним. Дана тенденція не лише негативно впливає на розвиток національного РЦП, але й може обернутися в подальшому проявами монополізму в економіці України, що нівелює ефективність роздержавлення. По-друге, відсутністю необхідних зв'язків між емітентами і професійними торговцями, по-третє, недовірою інвесторів до діяльності торговців, по-четверте, побоюванням засновників АТ втратити контроль над його діяльністю, по-п'яте, відсутністю необхідної кількості фінансових інструментів, а також недоліками правової бази.

18. Згідно до своїх цілей УФБ відіграла у становленні і функціонуванні українського РЦП визначальну роль. Вона виникла у період, схожий за своїми характеристиками до первісного нагромадження капіталу, однак з самого початку, не очікуючи, коли дія ринкових сил призвела б до виникнення високоорганізованого РЦП, зайняла центральне місце у відновленні цього ринку (поряд з комерційними банками). Незважаючи на неліквідність РЦП, слабку здатність ЦП бути джерелом росту акціонерного капіталу і формою інвестування, УФБ залишається основною структурою повороту українського РЦП в бік цивілізованих, класичних форм фондового ринку, тому значення біржі виходить далеко за рамки операцій з ЦП, які вона проводить.

При цьому в роботі доводиться, що у зв'язку із закінченням терміну ваучерної приватизації, починається жорстка конкуренція за ринки між його учасниками. В зв'язку з цим, в Україні роль ФБ підвищиться, адже туди переміститься торгівля вже набраними портфелями ЦП, де потенційно можна буде швидко і організовано перепродати ці портфелі і отримати прибуток. Крім того, посилиться цивілізована біржова спекуляція, що, як відомо, є сильним стимулом для розвитку біржової торгівлі.

На підставі цього автором обґрунтовується необхідність впорядкування та розширення біржової торгівлі за єдиними стандартами організації біржового ринку України, що вимагає відповідних змін та доповнень до Закону України "Про цінні папери і фондову біржу".

19. В ході дослідження автором визначена ще одна особливість українського фондового ринку - залучення фондової біржі до первинного розміщення ЦП підприємств, що приватизуються. Проте, цей процес носить скоріше періодичний характер, що дало підстави обґрунтувати доцільність ширшого використання торгово-інформаційних систем позабіржового ринку і фондової біржі у ході продажу акцій підприємств, що приватизуються.

20. Проведене дослідження позабіржового вторинного ринку в Україні дозволило дисертанту стверджувати, що всупереч розповсюдженій думці позабіржовий ринок в Україні практично відсутній, адже угоди, що традиційно вважаються в Україні позабіржовими, згідно зі світовою практикою відносяться до так званих угод за домовленістю. Позабіржові ж угоди повинні здійснюватися в рамках торгово-інформаційних систем, створених торговцями цінними паперами. Це дало можливість визначити, що для становлення організаційно оформленого позабіржового ринку в Україні необхідне стимулювання скорочення ринку "угод за домовленостями" і відповідного розвитку саморегульованих організацій, які створюють позабіржовий ринок, що забезпечить його прозорість та регульованість.

21. Аналіз впливу грошового і облігаційного фінансування державних видатків на сукупні доходи, процентні ставки і дефіцит бюджету дало можливість обґрунтувати доцільність випуску державних цінних паперів для фінансування бюджетного дефіциту, особливо за умов перехідної економіки України. Це обумовлено тим, що, по-перше, розміщення цінних паперів дає змогу державі фінансувати свої видатки без збільшення сукупної грошової маси, по-друге, продаж цінних паперів часто є дешевшим шляхом (порівняно із зростанням податкового тягару або грошової маси) фінансування державних видатків, по-третє, ринок державних цінних паперів є складовою національного фондового ринку; випуск цінних паперів дозволяє уряду пристосувати структуру і час позичок до своїх теперішніх і майбутніх потреб, по-четверте, активна торгівля державними цінними паперами сприяє зменшенню різниці між ринковими ставками залучення і надання у позику грошових ресурсів і зменшенню витрат фінансових посередників, по-п'яте, обіг державних цінних паперів сприяє зростанню ліквідності і гнучкості економіки в цілому, по-шосте, існування добре розвинутих вторинних ринків дає можливість використовувати державні цінні папери при проведенні грошової політики центрального банку країни, по-сьоме, розвиток первинних і вторинних ринків державних цінних паперів дозволяє уряду певною

мірою контролювати високі темпи інфляції, по-восьме, обіг державних цінних паперів відповідає наявним міжнародним стандартам і робить національну економіку стабільнішою і привабливішою для іноземних інвесторів.

22. Разом з тим, необхідно зазначити, що поряд із позитивним впливом на стан економіки, розвиток ринку державних паперів супроводжується і рядом негативних наслідків.

По-перше, призводить до стримування інвестиційних процесів в економіці. Використання вільних грошових коштів для покриття поточного дефіциту бюджету, який утворюється, головним чином, внаслідок невиробничих витрат держави, при безперервному скороченні частки коштів бюджету, що йде на інвестиції, призводить до вилучення фінансових ресурсів, які могли б бути використані на виробниче інвестування. Крім того, покриття дефіциту бюджету призводить до викачування грошей із регіонів у столицю на ринок державних ЦП. Така дестабілізація інвестиційної активності призводить до подальшого послаблення і так слабкої матеріальної бази господарської системи, орієнтованої на ринкові зв'язки. Отже, існує досить реальна перспектива паралічу інвестиційного процесу в державі за умови існуючої доходності державних облігацій.

По-друге, нові випуски державних цінних паперів можуть збільшувати державний борг і, таким чином, переносити частку фінансового тягару на майбутні покоління.

По-третє, величезні суми позик можуть призвести до зростання номінальних процентних ставок і зробити видатки бюджету сприйнятливішими до їх змін.

По-четверте, використання цінних паперів послаблює бажання уряду та інших органів влади контролювати свої видатки і, крім того, може збільшити залежність уряду від своїх кредиторів.

23. Аналіз формування РЦП в Україні дав змогу автору виділити три етапи його становлення:

- перший етап (період з 1990 р. по кінець 1991р.) - перші кроки по відновленню РЦП в Україні на основі загальногромадянського законодавства;

- другий етап (період з 1 січня 1992 р. до кінця 1993 р.) - поява спеціального законодавства, пристосування РЦП і прийняття Державної програми приватизації;

- третій етап (період з 1994р. до цього часу (кінець 1996 р.)) - процес формування специфічного РЦП, його поворот до класичних цивілізованих форм і завершення приватизації.

24. В ході дослідження процесу становлення українського ринку цінних паперів виявлена необхідність його регулювання. В роботі зазначається, що регулювання фондового ринку складається з двох елементів - державно-правового та інституційно-правового регулювання. Державне

регулювання ринку цінних паперів в Україні здійснюється цілою низкою органів державної влади, проте жоден з них не впорядковує відносини виключно на РЦП, що нерідко призводить до суперництва між ними. Це дало можливість автору висловити пропозиції щодо вдосконалення державного регулювання фондового ринку, які полягають, в першу чергу, у покращенні правової і законодавчої бази, а також у підвищенні ролі Комісії з цінних паперів та фондовій біржі у даному процесі.

Значна увага в роботі приділена дослідженню ролі саморегульованих організацій фондового ринку, які здійснюють його інституційно-правове регулювання. Обґрунтована доцільність ширшого їх залучення до процесу регулювання ринку цінних паперів, що набуває особливої актуальності у країнах з перехідною економікою, в яких лише йде становлення системи регулювання фондового ринку та існує багато питань вільних від регламентації.

На підставі викладеного автор обґрунтовує необхідність тіснішої взаємодії двох елементів системи регулювання фондового ринку і, на цій основі створення ефективної моделі державно-ринкового регулювання РЦП в Україні.

25. За результатами дослідження автор приходить до висновку, що на кінець 1996 р. в Україні склався специфічний фондовий ринок з притаманними йому особливостями, який у процесі свого становлення пройшов три етапи і зараз перебуває на шляху до перетворення у класичний ринок цінних паперів.

Отже, найважливішим джерелом нового економічного підйому, подолання інвестиційної кризи повинно стати фінансування через український ринок цінних паперів, що, в свою чергу, буде готувати розвиток іншого джерела - неспекулятивних іноземних інвестицій. Саме в цьому справжнє призначення ринку цінних паперів - не лише спекуляції, покриття дефіциту бюджету, перерозподіл власності, а й створення фінансового механізму для запуску масштабних інвестицій, для оновлення і структурної перебудови всіх галузей економіки на основі ринкових відносин.

Основні положення дисертації відображені у таких публікаціях:

1. Довірчі товариства на фондовому ринку України // Становлення нової економічної системи в Україні: Тези доповідей міжнародної науково-практичної конференції.- Львів, 1994, с. 29-31.

2. Некоторые аспекты формирования фондового рынка в переходный период // Современные социально-экономические проблемы Крыма и пути их решения: Материалы научно-практической конференции.- Симферополь, 1995, с. 32-34.

3. Роль ринку цінних паперів у подоланні кризи у споживчій кооперації// Потребительская кооперация в переходный период: Материалы

международной научно-практической конференции, посвященной 75-летию Укоопсоюза.- Полтава: ПКІ, 1995, с. 114-115.

4. Ринок цінних паперів: основні поняття // Економічні аспекти становлення ринкових відносин: Зб. наук. праць.- К.: КДТЕУ, с. 69-78.- Депон. в ДНТБ України №2056- Ук95.

5. Створення в Україні ринку цінних паперів // Маркетинг: теорія і практика: Зб. наук. праць.- К.: КДТЕУ, 1996, с. 207-213 (співавт. Догвищенко).

Особистий внесок автора: уточнено сутність ринку цінних паперів як економічної категорії та його місце у структурі фінансового ринку; визначено особливості первинного розміщення цінних паперів в Україні.

6. Етапи становлення українського фондового ринку.- К.: КДТЕУ, 1996, 14с.- Депон. в ДНТБ України №1583-Ук96.

АННОТАЦИЯ

Романышин В.О. Рынок ценных бумаг в переходной экономике. Диссертация является рукописью.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.01.01- экономическая теория. Киевский государственный торгово-экономический университет, Киев, 1997.

Диссертационная работа содержит исследование предпосылок, условий и закономерностей становления, развития и функционирования рынка ценных бумаг в переходной экономике. Уточнена сущность рынка ценных бумаг и его место в структуре финансового рынка. Определены главные особенности украинского фондового рынка и выделены этапы его становления. Обоснована целесообразность покрытия дефицита бюджета путем выпуска государственных ценных бумаг. Проанализированы и обоснованы необходимость и границы государственного регулирования и саморегулирования фондового рынка.

ANNOTATION

Romanyshin V.O. Securities market in the transition economy. Dissertation is a manuscript.

Dissertation for an award of the scientific degree of Doctor of philosophy (Ph.D.) in Economics on the speciality 08.01.01 - economic theory. Kyiv State University of Trade and Economics, Kyiv, 1997.

Dissertation includes research of the pretexts, conditions and regularities of the securities market development and functioning in the transition economy of Ukraine.

The concept of securities markets is worked out with its role in the system of financial market. Main teachers of the Ukrainian stock market and the steps of its development are highlighted. Purposeness of covering the budget deficit by issuing the state securities is elaborated. The need and limits of state regulation and self-regulation of stock market are analysed and backgrounded.

Ключові слова: цінні папери, фондовий ринок, фондові біржі, емісія, регулювання ринку цінних паперів, приватизація підприємств, фінансові посередники, позабіржові торговельно-інформаційні системи.

РОМАНИШИН Володимир Орестович

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ПЕРЕХІДНІЙ ЕКОНОМІЦІ

Підп. до друку 2905.97. Формат 60x84/16. Папір друк.
Друк офс. Ум. друк. арк. 1,10 . Ум. фарбо-відб. 1, 22 .
Обл.-вид. арк. 1, 06 . Тираж 100 прим. Зам. 277,

РВВ КДТЕУ. Дільниця оперативного друку.
253156, Київ - 156, вул. Кіото, 19.

AB 38.023