

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

**БІЛОШАПКА ВІКТОРІЯ СТЕПАНІВНА**

**УДК 336.71**

**БАНКИ УКРАЇНИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

**Спеціальність 08.04.01. - фінанси , грошовий обіг і кредит**

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

Дисертацією є рукопис .

Робота виконана на кафедрі банківської справи Київського національного економічного університету Міністерства освіти України

Науковий керівник : Кандидат економічних наук , доцент Пуховкіна  
 Майя Федорівна, Київський  
 національний економічний університет , доцент  
 кафедри банківської справи

Офіційні опоненти : Доктор економічних наук , професор Шокун  
 Валерій Васильович , головний  
 науковий співробітник відділу експертних  
 оцінок макроекономічних показників та  
 аналізу формування і використання бюджету  
 Науково-дослідного фінансового інституту  
 при Міністерстві фінансів України

Кандидат економічних наук , доцент Раєвський  
 Костянтин Євгенович , начальник відділу по нагляду за  
 міжнародною діяльністю комерційних банків департаменту  
 пруденційного нагляду Національного банку України

Провідна установа : Київський Національний університет ім.Тараса  
 Шевченка , кафедра фінансів , м .  
 Київ

Захист відбудеться “ 3 “ грудня 1999 року о 14-00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д26.006.02. при Київському національному економічному університеті за адресою 252057 , Київ-57, просп.Перемоги, 54/1, ауд. 214.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Київського національного економічного університету

Автореферат розісланий “ 29 “ жовтня 1999 року

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради,  
кандидат економічних наук, професор  
А.М.Поддєрьогін

### Загальна характеристика дисертаційної роботи

**Актуальність теми дослідження.** Реформування економіки України та її перехід від планових до ринкових принципів побудови посилює актуальність спроб розібратися у становленні ринкових відносин у грошовій сфері економіки. Протягом багатьох десятиків років планова економіка відкидала найменші можливості використання механізмів ринку цінних паперів в процесі перерозподілу грошових коштів в господарстві. Як наслідок, в Україні не проводилися дослідження питань, пов’язаних з функціонуванням цього ринку.

Скорочення втручання держави у товарно-грошові відносини змушує звертати все більше уваги на розбудову ринкових механізмів управління грошовою сферою економіки. Тому з’ясування сутності і умов розвитку ринку цінних паперів має важливе наукове і практичне значення. Водночас, оскільки у структурі ринку цінних паперів банківські установи посідають важливе місце, посилюється актуальність опрацювання проблеми їх участі в розвитку цього ринку.

Цілком очевидно, що діяльність банків на ринку цінних паперів ставить перед економічною наукою низку складних проблем, які потребують наукового осмислення і практичного вирішення. Значний внесок у розробку цих проблем здійснили західні економісти Дж.Кейнс, М.Кеплер, У.Фішер, М.Фрідмен, С.Харвей, Дж.Хікс, а також провідні вітчизняні економісти О.Д. Василик, А.С. Гальчинський, В.О.Лисицький, Д.Г. Лук’яненко, А.М. Мороз, С.С.Осадець, А.М. Поддєрьогін, М.Ф. Пуховкіна, М.І.Савлук, В.М. Суторміна, В.М. Федосов, В.А. Ющенко та інші. Разом з тим, ще й досі не проведено предметних монографічних досліджень, які містили б системний аналіз новітніх надбань концептуальних основ банківської діяльності на ринку цінних паперів. Недостатньо висвітлена у вітчизняній науково-економічній літературі проблема статусу НБУ на ринку цінних паперів, потребує уточнення методологія практичного використання цінних паперів при здійсненні монетарної політики. Значної уваги потребує дослідження проблем підвищення ефективності банківської діяльності за допомогою операцій з цінними паперами. Важливість цих проблем і недостатній рівень їх вивчення в умовах переходу України до ринкових відносин істотно посилили важливість розробки концептуальних підходів до їх вирішення та

наукового обґрунтування перспектив розвитку національного ринку цінних паперів. Це визначило вибір теми дисертації та обумовило її актуальність.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертація виконана як складова частина науково-дослідної теми "Банківська система України: її становлення та розвиток в перехідний період до ринкової економіки" (номер державної реєстрації 01-96 У 023340), яка розроблялася колективом кафедри банківської справи Київського національного економічного університету.

**Мета і задачі дослідження.** Мета дослідження полягає у виявленні сутності і сучасних особливостей діяльності банків України на ринку цінних паперів і розробці рекомендацій по вдосконаленню цієї діяльності з урахуванням досвіду країн з розвинутою ринковою економікою. Досягнення поставленої мети зумовило вирішення наступних завдань:

- розкрити механізм функціонування ринку цінних паперів і дослідити його місце в економіці;
- провести комплексний аналіз ринку цінних паперів України з акцентом уваги на функціях цього ринку, умовах його становлення, а також напрямках та перспективах подальшого розвитку;
- виявити специфіку діяльності Національного банку України на ринку цінних паперів і сформулювати методичні рекомендації щодо перспектив цієї діяльності;
- сформулювати методичні та практичні рекомендації щодо здійснення емісійної, інвестиційної та посередницької діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів.

Предметом дослідження виступають грошові відносини, що виникають в процесі здійснення банківських операцій з цінними паперами.

Об'єктом дослідження виступають НБУ і комерційні банки.

Методика дослідження ґрунтується на вивченні законів України, постанов та декретів Кабінету Міністрів, указів Президента, які регламентують діяльність банків, нормативних документів НБУ, на аналізі науково-методичних матеріалів Світового банку і Європейського Банку Реконструкції та Розвитку, на систематизації статистичної звітності Національного банку України, Міністерства Фінансів України, Міністерства Економіки України, комерційних банків України, Центру з Вивчення Діяльності Центральних Банків (Великобританія), Німецького Федерального Банку, Федеральної Резервної Системи США. Також в роботі були використані результати академічних досліджень українських і зарубіжних науковців.

В процесі дослідження автор керувався діалектичним методом пізнання, який сприяв вивченню економічних явищ у їх розвитку та взаємозалежності. Було використано також методи синергетичного підходу, принципи логіко-змістовного та економіко-статистичного дослідження, системного та порівняльного аналізу, графічні методи представлення результатів дослідження. Для аналізу конкретних аспектів банківської діяльності на ринку цінних паперів використані матеріали Національного банку України, АКБ "Україна", Державного експортно-імпортного банку, МТ-Банку, АКБ "Полтава-банк" та інших.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в тому, що в ній вперше проведено комплексне дослідження розвитку та функціонування ринку цінних паперів незалежної України в нових економічних умовах та діяльності банків на цьому ринку. Найбільш вагомими результатами, які характеризують наукову новизну дисертаційного дослідження, полягають в наступному:

- уточнено тлумачення категорії “ринок цінних паперів” з позицій синергетичного підходу;
- висунуто пропозиції до проекту Закону “Про внесення змін та доповнень в Закон України “Про цінні папери та фондову біржу” по створенню адекватного інформаційного простору ринку цінних паперів;
- доведено доцільність доповнення діючої нормативної бази ринку цінних паперів Концепцією захисту прав учасників ринку цінних паперів;
- запропоновано ввести в практику розміщення цінних паперів українських корпорацій-емітентів модифікацію механізму “roadshow”;
- отримало подальший розвиток питання щодо впливу незалежності центрального банку в формуванні і проведенні грошово-кредитної політики на ефективність заходів цієї політики;
- визначені напрямки змін у діяльності Національного банку України з цінними паперами з урахуванням сучасного стану ринку ОВДП;
- обгрунтовано необхідність створення інституту Первинних ділерів на ринку державних цінних паперів України і запропоновано концептуальні схеми роботи цього інституту;
- оцінено роль комерційних банків у функціонуванні ринку цінних паперів і уточнено класифікацію основних напрямків банківської діяльності на ринку цінних паперів;
- отримало подальший розвиток питання щодо вдосконалення методики формування інвестиційного портфелю комерційного банку;
- обгрунтовано перспективи фінансового інжинірингу і кастодіальних послуг банків.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає у можливості їх використання у навчальному процесі Київського національного економічного університету при викладанні навчальних дисциплін “Гроші та кредит”, “Центральний банк і грошово-кредитна політика”, “Банківська справа”. Впровадження результатів дисертації у банківську практику України дозволить, по-перше, закріпити статус НБУ як автора грошово-кредитної політики, підвищить його роль в процесі обслуговування державного боргу і дасть можливість оперативно впливати на грошовий ринок за допомогою гнучких інструментів монетарної політики, які базуються на використанні цінних паперів; по-друге, допоможе визначити конкурентні позиції комерційних банків на ринку цінних паперів і перспективи розширення напрямків їх діяльності на цьому ринку.

**Апробація результатів дослідження**. Основні положення дисертаційного дослідження і його результати відображені в публікаціях автора та науково-методичних розробках кафедри. Рекомендації автора з питань розвитку ринку цінних паперів та діяльності банків на ньому доповідалися на міжнародних семінарах “Урядові цінні папери” (Київ, 1994)

та “Операції банків з цінними паперами” (Київ , 1995) , нарадах в інвестиційному управлінні Промінвестбанку з питань удосконалення практики випуску депозитних сертифікатів (Київ,1997). Ряд практичних рекомендацій отримали схвальну оцінку і прийняті до впровадження Державним експортно-імпортним банком , МТ-Банком , АКБ ” Полтава-банк ” .

**Наукові публікації** . За матеріалами дослідження опубліковано 6 робіт загальним обсягом 2.3. д.а.

**Структура дисертації** визначається метою і завданнями дослідження і складається зі вступу , трьох розділів , висновків , включає 18 таблиць та 9 рисунків . Бібліографічний список містить 155 найменувань . Дисертаційна робота викладена на 179 сторінках .

## **ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ І РЕЗУЛЬТАТИ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ**

У вступі обгрунтовано актуальність теми , сформульовано мету і основні завдання дисертації , викладено методологічну основу і методи дослідження, відображено наукову новизну та практичне значення роботи.

**Розділ I. “Ринок цінних паперів та перспективи його розвитку в Україні”** включає три підрозділи .

В цьому розділі дисертації визначено економічну сутність ринку цінних паперів , досліджено його місце та функції в економіці, проаналізовано умови його формування та основні перспективи розвитку в Україні .

В економічній літературі існує дуже багато тлумачень категорії “ринок цінних паперів” , але відсутній підхід до нього як до системи . З позицій однієї з наймолодших наук - синергетики - ринок цінних паперів відповідає всім ознакам , що характеризують його як систему . В енциклопедичному розумінні , система представляє собою сукупність взаємопов’язаних елементів , що утворюють цілісність , єдність . Міждисциплінарний синергетичний підхід головною ознакою якісної суті категорії вважає множину елементів і наявність зв’язків між ними . Існування зв’язків доводить факт належності ринку цінних паперів до системи фінансового ринку , а доказом множини елементів є різноманіття цінних паперів, що обертаються . Отже , ринок цінних паперів - це система економічних відносин , що охоплюють сегмент ринку капіталів, пов’язаний з борговими інструментами позики та пайовими цінними паперами, і ту сферу грошового ринку, де обертаються короткострокові зобов’язання .

Значне місце в економічному механізмі ринок цінних паперів посідає завдяки багатогранності функцій, які він виконує . Ці функції доцільно подати у вигляді різноманітних аспектів , а саме : фінансові , загальноекономічні , загальносоціальні і т.і.

У фінансовому аспекті особливого значення набуває спроможність ринку цінних паперів мобілізувати і об’єднувати розрізнені грошові кошти і перетворювати їх на функціонуючий капітал . Цей ринок не тільки ефективно перерозподілює грошові кошти в економіці , але й прискорює рух грошових потоків .

У загальноекономічному аспекті ринок цінних паперів - важливий канал забезпечення потреб національної економіки в грошових коштах і опора матеріальної сфери виробництва. Існування сильної кореляції між рівнем розвитку ринку цінних паперів та загальним рівнем розвитку економіки підтверджує той факт, що в розвинених країнах масштаби випуску цінних паперів сягають 60-90% номінального ВВП.

Загальносоціальна функція ринку цінних паперів полягає, насамперед, у формуванні у населення почуття власника, яке виникає в процесі придбання акцій.

Наведені функції дозволяють зробити висновок про об'єктивну необхідність розвитку ринку цінних паперів як складової частини цілісного механізму фінансового ринку країни та свідчать про особливість його місця і значну роль в національній економіці.

Неможливість функціонування ринку цінних паперів в плановій економіці обумовлювалася тим, що централізований механізм перерозподілу грошових коштів позбавляв підприємства та організації мотивації випуску цінних паперів, а домінуюча державна власність була взагалі несумісна з функціонуванням акціонерного ринку. Повністю монополізувавши економіку, держава за допомогою бюджетного механізму, податків, цін, регулювання оплати праці і завдяки вільному доступу до позичкового фонду, отримувала необхідні грошові кошти. Необмежений доступ уряду до грошової емісії виключав потребу випуску боргових зобов'язань, а обмежений ринок державних позик, що діяв в СРСР в період післявоєнної відбудови, в 60-і роки був практично ліквідований.

Можливість розвитку ринку цінних паперів в плановій економіці заперечував також фактор низької інтегрованості СРСР в світову економічну систему та неконвертованість національної валюти. Однак, поряд з економічними факторами, соціалістична система висувала також ідейне заперечення необхідності існування цього ринку.

Переорієнтація економіки України з планових принципів побудови на ринкові принципи викликала гостру необхідність реформування всіх стадій процесу суспільного відтворення, в тому числі і системи перерозподілу. В зв'язку з цим виникла потреба в створенні адекватних ринкових каналів перерозподілу грошових коштів і фінансового забезпечення потреб економіки, що реалізувалося у виникненні ринку капіталів та грошового ринку.

Багатоаспектність та велике макроекономічне значення функцій ринку цінних паперів також свідчать про необхідність генезису цієї складової фінансового ринку України. Несправедливо було б абстрагуватися й від конкретних спонукальних мотивів розвитку ринку цінних паперів на етапі переходу від планової до ринкової економіки, які відіграють значну роль до цього часу. По-перше, це бюджетний дефіцит, який складно перебороти, не звертаючись до інструментів ринку цінних паперів, насамперед - до боргових зобов'язань держави. По-друге, існує потреба в інвестиційному капіталі для реального сектору економіки, за відсутністю якого деякі галузі вітчизняного виробництва можуть припинити своє існування. По-третє, слід врахувати існування напруженого змагання між бюджетом і виробничою сферою за право доступу до фінансових ресурсів. Ми поділяємо думку більшості українських економістів, що масштаби залучення грошових коштів та їхне

раціональне спрямування між бюджетом і виробничими інвестиціями залежать від обраної системи перерозподілу грошових ресурсів в економіці . Зважаючи на функціональне значення ринку цінних паперів в перерозподілі грошових коштів в економіці , цей ринок посідає важливе місце в системі фінансового ринку і за його допомогою можна оптимізувати процес фінансування економіки .

Як і будь-який економічний процес , перерозподіл грошових коштів через ринок цінних паперів базується на сукупності умов , які визначають специфіку цього ринку і формують його розвиток . Питання щодо цих умов є одним із складних як у теорії , так і у практиці . Спроби його вирішення робилися на протязі останніх років, проте єдиного підходу в літературі до цього питання не було сформульовано . В дисертації умови формування ринку цінних паперів класифіковані на необхідні та достатні . До необхідних слід віднести , по-перше , попит на заощадження з боку емітентів та пропозицію ними цінних паперів . По-друге, наявність і пропозицію заощаджень та попит на цінні папери з боку інвесторів . Достатніми умовами потрібно вважати діяльність посередників , державне регулювання , розвиток законодавства по проблемах ринку цінних паперів , функціонування саморегулюючих органів , створення інформаційної бази .

Враховуючи , що ринок цінних паперів України молодий , безумовно , існують значні перспективи для його розвитку . Напрямки цього розвитку багатоаспектні , проте багаторічна історія зарубіжних ринків свідчить про стійкість і незмінність основних принципів їх функціонування , і насамперед - принципу ефективності . Ефективність ринку цінних паперів характеризують багато чинників , серед яких особливо слід виділити такі принципи як “рівність”, “захист”, “дозвіл”, “санкції” , що продемонстрували свій позитивний вплив на формування ефективного ринку в багатьох країнах Заходу .

## **Розділ II “ Місце і роль центрального банку в структурі ринку цінних паперів”** включає 3 підрозділи .

У цьому розділі визначено місце центрального банку на ринку цінних паперів , розглянуто його діяльність як агента по обслуговуванню державного боргу , а також використання ним цінних паперів при здійсненні грошово-кредитної політики .

Діяльність НБУ на ринку цінних паперів розглядається в контексті 4 основних напрямків : емісія цінних паперів , операції по обслуговуванню державного боргу , операції з цінними паперами на відкритому ринку як інструмент грошово-кредитної політики , використання цінних паперів в процесі рефінансування комерційних банків . Всі означені операції є частиною заходів НБУ по регулюванню грошового ринку в межах виконання функції “банку держави”, тому визначальний вплив на них справляє взаємодія центрального банку з урядом .

Незалежний статус центрального банку (набутий в процесі історичного розвитку або закріплений законодавчо) надає йому можливість не пов'язувати свої дії з динамікою політичної кон'юнктури, а забезпечити реалізацію грошово-кредитної політики з використанням найбільш ефективних інструментів. Досягнення такого статусу Національним банком України - нагальна потреба , з огляду на складність вирішення постійних протиріч між заходами НБУ по досягненню



грошово-кредитної стабільності і короткостроковими політичними орієнтирами уряду .

Водночас , в роботі опрацьовується проблема абсолютизації незалежності центрального банку від держави , внаслідок якої існує загроза мінімізації ефективності державної економічної політики . Об'єктивні межі мають полягати в тому , що центральний банк повинен регулювати грошовий оборот не заради самого обороту, а заради відповідності грошового обороту основним завданням економічного піднесення країни . Оптимальним рішенням даної проблеми на практиці є встановлення відносної незалежності центрального банку від уряду , коли монетарна політика максимально відповідає загальній економічній політиці держави, але не має повністю залежати від неї .

Незважаючи на форму власності , кожен центральний банк виконує функції банкіра уряду , в зв'язку з чим , в більшості країн світу , забезпечує потреби уряду в грошових коштах за допомогою емісійної функції . Слід визнати , що в плановій економіці поняття “емісія” ототожнювалося з поняттям “емісія грошей”. Натомість , в умовах ринкової економіки виникає і розвивається категорія “емісія боргових зобов'язань” . Паралельно з фінансуванням бюджетних витрат за рахунок додаткової емісії грошей ( що пов'язано з небезпекою їхнього знецінювання в разі незбалансованості з товарною масою) , стає можливим альтернативне покриття дефіциту бюджету шляхом випуску боргових зобов'язань уряду .

Як банкір уряду , центральний банк здійснює обслуговування державного боргу , виступаючи учасником розміщення державних цінних паперів і власником їх частини . Ця діяльність притаманна йому , оскільки політика державного боргу тісно по'язана з грошово-кредитною політикою центрального банку .

Формування державного боргу проходило в Україні на терені трансформації планової економіки в ринкову, що визначило певну специфіку цього процесу . В 1992-95 рр. державні позики не оформлювалися борговими зобов'язаннями , а існували у вигляді надання уряду кредитів НБУ . Підзвітний Верховній Раді України , НБУ був змушений емітувати гроші на пряме покриття бюджетного дефіциту . Фактично , була проігнорована аксіома , що джерелом приросту грошей має бути приріст вартості . Як ілюструє таблиця 1 , протягом 1992-95рр. обсяги кредитів Національного банку України на фінансування дефіциту бюджету зросли у 244 рази . Таке стрімке зростання пропозиції грошей , які не мали продуктивної спрямованості , викликало гіперінфляцію і поглибило кризу економіки.

Таблиця 1.

Приріст грошової маси для фінансування дефіциту державного бюджету в Україні ( на кінець року , млн.грн. )

Показник	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. Грошова маса МЗ	25	482	3 216	6 930	9 364	12 541	15705

2.Кредити НБУ, надані уряду	18	129	1 411	4 393	5 804	5 816	7 625
3.Частка кредитів уряду в грошовій масі (%)	72	26,8	43,9	63,4	62,0	46,4	48,6
4. Вимоги НБУ до уряду	18	131	1 411	4 393	6 211	7 430	15 075

[ Розраховано за даними : Бюлетень НБУ . – 1999. - №6. - С. 58 , 78 , 138 ]

Для подолання кризових явищ в економіці ( насамперед - в грошовій сфері ) виникла необхідність пошуку принципово нових джерел фінансування державних витрат , що реалізувалося у 1995р. у вигляді випуску облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Це спричинило радикальні зміни завдань і функцій НБУ : з 1995р. він починає виконувати важливі обов’язки генерального агента уряду по обслуговуванню державного боргу .

Як центральний аспект , в розділі розглядається проблема статусу НБУ як учасника первинного ринку ОВДП та його обов’язки організатора цього ринку . Результати досліджень показали , що для ефективного проведення монетарної політики принципового значення набуває не тільки законодавчо закріплена незалежність НБУ від уряду, а й незалежність інструментів цієї політики . Насамперед , це стосується купівлі державних цінних паперів в портфель НБУ , що спричиняє внутрішній конфлікт між інтересами НБУ як агента по обслуговуванню державного боргу та його обов’язками по забезпеченню стабільності національної валюти . Для уникнення такого конфлікту та запобігання дестабілізації грошового ринку внаслідок замаскованого фінансування бюджетного дефіциту , необхідно на практиці дотримуватися вимог законодавства щодо заборони купівлі Національним банком боргових зобов’язань уряду на первинному ринку . Натомість , в перспективі , по мірі стабілізації національного фінансового ринку , для забезпечення ефективності ринку державних цінних паперів рекомендуємо НБУ скористатися досвідом центральних банків Великобританії , США , Франції та виділити з учасників первинного ринку групу Первинних ділерів . В якості основної преференції Національний банк має надати Первинним ділерам право ексклюзивного доступу на аукціони з розміщення ОВДП з одночасним закріпленням за ними обов’язків щодо підтримки ліквідності вторинного ринку . В умовах фінансового ринку , що розвивається , оптимальний критерій вибору ділерів - стабільне фінансове становище , наявність в апараті працівників-професіоналів ринку цінних паперів , а також можливості купувати великі за обсягами пакети ОВДП , які б перевищували встановлений Національним банком бар’єр купівлі .

Скориставшись досвідом зарубіжних центральних банків , НБУ може надати Первинним ділерам значну перевагу порівняно з іншими учасниками ринку - право прямого доступу до інформації про причини потреб уряду в запозиченні та його обсяги . Також вважаємо за доцільне періодично залучати ділерів до консультацій з НБУ по структурних питаннях , зокрема , стосовно змін законодавства , що впливають на ринок державних цінних паперів , а також при прогнозуванні попиту на цінні папери . Як свідчить зарубіжна практика , тісні зв’язки центробанку і Первинних ділерів

відповідають інтересам обох сторін, однак таке співробітництво не повинно шкодити іншим учасникам ринку цінних паперів.

Важливим аргументом на користь функціонування інституту Первинних ділерів в Україні слід вважати можливості їх впливу на вторинний ринок державних цінних паперів. За умови відновлення попиту інвесторів на облігації уряду, цей вплив може стати відчутним чинником стабілізації грошової сфери, адже операції на відкритому ринку - гнучкий інструмент монетарної політики центрального банку. Зокрема, враховуючи позитивні надбання зарубіжного досвіду, НБУ має зобов'язати Первинних ділерів підтримувати встановлену мінімальну різницю між цінами купівлі і продажу ОВДП на вторинному ринку.

В цілому, при успішному здійсненні Первинними ділерами своїх обов'язків, НБУ зможе поступово відмовитися від ролі організатора ринку державних цінних паперів і сконцентруватися на регулятивно-контрольних функціях в межах обслуговування державного боргу, що відповідає практиці центральних банків розвинених країн.

Наступним напрямком діяльності центрального банку з цінними паперами ми виділяємо операції на відкритому ринку. Поряд з політикою обов'язкових резервів та політикою рефінансування, вони традиційно включаються до складу інструментів грошово-кредитної політики. Інструменти "грубого" управління включають заходи по довгостроковому обмеженню (збільшенню) грошової маси шляхом тривалого впливу на банківську ліквідність, що притаманне політиці обов'язкових резервів та політиці рефінансування. Натомість, заходи "тонкого управління" компенсують тимчасові коливання банківської ліквідності і це дозволяє віднести до них операції відкритого ринку. Традиційно ці операції вважаються найбільш гнучким та оперативним інструментом впливу на фінансовий ринок і центральні банки розвинених країн активно його використовують.

Для успішного виконання основної функції - забезпечення сталості національної валюти - Національний банк України має забезпечити системність в застосуванні різних інструментів монетарного регулювання із одночасним прогнозуванням їх ефекту на довгостроковому інтервалі. Виходячи з цього, необхідно будувати монетарну політику НБУ з урахуванням наступних принципів:

- грошово-кредитна політика має бути гнучкою, тому для її реалізації слід використовувати такі інструменти, які не зачіпають свободи дії ринкових сил, та водночас, виступають як складник цілісного збалансованого комплексу економічних заходів;

- ефект від заходів "грубого управління" грошовим ринком, як правило, не забезпечує позитивних результатів на короткостроковому інтервалі. При їх використанні центральним банком з метою оперативного впливу на грошовий ринок існує загроза можливої протилежної реакції ринку з ще глибшою дестабілізацією грошового обігу;

- при плануванні заходів монетарної політики та визначенні її дієвості необхідно враховувати ефект запізнення - наявність розриву в часі

між регулювальними заходами і відповідною реакцією на них грошового ринку та економіки в цілому . Це означає , що вибір інструментів грошово-кредитної політики має спиратися на точні економічні прогнози .

Незважаючи на значні переваги застосування цінних паперів при здійсненні заходів монетарної політики (насамперед - збільшення гнучкості управління грошовим ринком ) , їх використання на даному етапі в Україні ускладнено , оскільки НБУ змушений діяти в умовах практичної бездіяльності ринку державних цінних паперів , яка була викликана бюджетною кризою 1998р. Виходячи з цього , важливим завданням НБУ на найближчу перспективу слід вважати адаптацію до нових економічних умов і відповідну модифікацію інструментів монетарної політики . Неможливість регулювання грошової маси в обігу за допомогою операцій на відкритому ринку в умовах відсутності попиту інвесторів на державні цінні папери , а також скорочення обсягів рефінансування комерційних банків під заставу цінних паперів слід розцінити як вимушений крок НБУ на період стабілізації фінансового ринку . Проте, на основі аналізу переваг перерозподілу грошових коштів в економіці через ринок цінних паперів та з урахуванням аргументів щодо необхідності відновлення функціонування цього ринку , в дисертації зроблений висновок : в перспективі НБУ має повернутися до гнучких ринкових інструментів регулювання грошової сфери , що базуються на використанні цінних паперів . З одного боку , операції з цінними паперами на відкритому ринку виступають частиною беззупинного процесу регулювання економіки в цілому (рисунк 1) і за їх допомогою НБУ може здійснювати контроль за зростанням грошової маси та регулювання ліквідності банківської системи . З іншого боку , такі інструменти не обмежують вплив ринкових сил на процес монетарного регулювання , що забезпечує максимальну ефективність регулятивних заходів НБУ .

### **Рис. 1 Вплив операцій центрального банку на відкритому ринку на економіку**

В свою чергу , при використанні цінних паперів в процесі рефінансування комерційних банків Національний банк України повинен орієнтуватися на досвід центральних банків з розвинутою ринковою економікою . Відтак , по мірі стабілізації фінансового ринку України , паралельно зі збереженням основних позитивних надбань вітчизняної практики , при проведенні політики рефінансування НБУ має використовувати нові концептуальні підходи , а також збагатити перелік цінних паперів , що слугують інструментарієм цієї політики .

**Розділ III “Діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів”** містить три підрозділи .

В цьому розділі досліджені практичні аспекти діяльності комерційних банків на ринку цінних паперів та обґрунтовані основні напрямки розвитку окремих типів операцій.

Широкі можливості комерційних банків на ринку цінних паперів і конкурентоспроможність забезпечуються універсальним характером та розвинутою інфраструктурою, а найбільш поширеною була в останні роки діяльність банків по випуску цінних паперів. При цьому, оскільки більшість вітчизняних банків є акціонерними, випуск банківських акцій перетворився на перманентний процес, за допомогою якого оформлюється організаційно-правовий статус банку і відбувається формування основного капіталу. Водночас, випуск цінних паперів використовується банками також і для збільшення власної капітальної бази. В зв'язку з тим, що Україна йде по шляху розбудови банківської системи за світовими стандартами, підвищення рівня капіталізації банків є одним з пріоритетів.

Оскільки більшість українських банків стикаються з проблемами при розміщенні власних акцій, а ідеальної, прийнятної для всіх банків-емітентів, тактики не існує, особливого значення набуває попереднє обґрунтування випуску цінних паперів та відповідні маркетингові дослідження ринку. Акцентуючи увагу на важливості зваженого рішення про емісію, основні напрямки розвитку діяльності банків по випуску цінних паперів ми зводимо до наступних:

- розробка зваженого підходу до емісійної політики комерційного банку і врахування при обґрунтуванні планів емісії цінних паперів як мікро-факторів, так і макро-факторів;

- структурування підготовчих етапів емісії, основним завданням якого є визначення видів цінних паперів, які необхідно випустити. При цьому слід обов'язково врахувати характеристики цінних паперів, які максимально задовольняють інвестора і емітента цінних паперів;

- збагачення структури акціонерного капіталу за рахунок випуску різноманітних видів акцій;

- в перспективі - включення в склад банківського капіталу субординованих боргових зобов'язань;

- репродукування зарубіжного досвіду емісії банківських цінних паперів та моделювання випуску нових типів цінних паперів з метою залучити додаткові грошові кошти для здійснення активних операцій.

Проте, значення діяльності вітчизняних банків по випуску цінних паперів невірно обмежувати завданням формування та збільшення банківського капіталу. Важливим позитивним наслідком емісії банківських цінних паперів є також збільшення пропозиції на ринку. Оскільки цю умову розвитку ринку цінних паперів ми віднесли до необхідних, можна зробити висновок: здійснюючи випуск цінних паперів, комерційні банки сприяють становленню в Україні важливої складової фінансового ринку - ринку цінних паперів.

Без перебільшення, інвестиції комерційних банків в цінні папери підприємств - важлива частка заходів по ліквідації істотного розриву механізмів зв'язку реальної економіки та фінансово-банківської сфери. У

дисертаційному дослідженні проаналізовано розвиток інвестиційної діяльності комерційних банків України, визначено основні перспективи цієї діяльності, а також оцінено роль комерційних банків у відродженні вітчизняного виробництва. Особливий акцент зроблено на важливості урядових заходів по підтримці і стимулюванню тих банків, які спрямовують значну частку власних активів на інвестиційну підтримку українських підприємств-виробників.

Використовуючи могутні кваліфіковані кадри (середні темпи зростання банківського персоналу в Україні в 1991-97рр. - 345% на рік, при цьому 62% банкірів мають вищу освіту), розвинуту систему телекомунікацій і досвід роботи на ринку цінних паперів, підкріплені значними фінансовими можливостями, банки спроможні надавати широкий спектр послуг як професійні посередники. В дисертації обґрунтовуються перспективи розвитку цих послуг і особливу увагу приділено проблемі впровадження в діючу практику кастодіальних послуг і фінансового інжинірингу.

## **Висновки**

Проведення дисертаційного дослідження дозволило зробити ряд висновків теоретико-методологічного і науково-практичного характеру. Зокрема:

1. Ринок цінних паперів - невід'ємна складова фінансового ринку країни, яка охоплює сегмент ринку капіталів, пов'язаний з борговими інструментами позики та пайовими цінними паперами, і ту сферу грошового ринку, де обертаються короткострокові зобов'язання. З позицій міждисциплінарного синергетичного підходу, ринок цінних паперів відповідає всім ознакам, що характеризують його як систему, тобто сукупність взаємопов'язаних елементів, що утворюють цілісність. Формування цього ринку можливе лише за наявності ряду необхідних і достатніх умов, які в Україні на даному етапі склалися.

2. Враховуючи взаємопов'язаність достатніх і необхідних умов розвитку ринку цінних паперів, а також те, що вони складають цілісну систему забезпечення ефективного перерозподілу грошових коштів в економіці, потрібно наголосити на важливості їх одночасного розвитку. Особливу увагу необхідно зосередити на важливості дотримання таких принципів як "рівність", "захист", "дозвіл", "санкції", які повинні сприяти життєздатності вітчизняного ринку цінних паперів та досягненню ним ефективності.

3. Випуск цінних паперів урядом і формування державного боргу забезпечує можливість фінансування державних витрат і пом'якшує вплив різкого падіння національного доходу на споживання та інвестиції в період економічної кризи. Досягнення маркоеконімічної рівноваги за допомогою емісії державних облігацій не містить негативних наслідків, які притаманні грошовій емісії.

Кардинальне вирішення існуючих проблем ринку цінних паперів ми прогнозуємо тільки за умов принципів змін державної економічної політики. В першу чергу, ефективне функціонування ринку державних цінних паперів можливе тільки за умови стабільного розвитку фінансового ринку, основним чинником якого ми виділяємо скорочення рівня

державного споживання . Взаємообумовленою до проблеми скорочення державного споживання слід вважати лібералізацію підприємницької діяльності , насамперед , форсований розвиток малого і середнього бізнесу . Паралельно, держава повинна визначити пріоритетні сфери економіки і підтримувати їх розвиток . В цілому , для забезпечення економічного зростання України , необхідний комплекс заходів , що включають припинення процесу відчуження держави від інвестиційного процесу та продуману структурно-інвестиційну політику уряду , яка має здійснюватися на тлі послідовних економічних реформ .

4. Для вирішення проблем забезпечення прозорості ринку і виконання його учасниками певних вимог ДКЦПФР необхідно ужорсточити санкції щодо недобросовісних емітентів і посередників . В зв'язку з цим , сформульовано відповідні пропозиції до проекту Закону "Про внесення змін та доповнень в Закон України "Про цінні папери та фондову біржу". Паралельно внесено пропозицію Державній Комісії доповнити нормативну базу Концепцією захисту прав учасників.

5. Незалежний статус центрального банку надає йому можливість не пов'язувати свої дії з динамікою політичної кон'юнктури , а забезпечити реалізацію монетарної політики з використанням найбільш ефективних інструментів . Досягнення на практиці такого статусу Національним банком України - нагальна потреба , з огляду на складність вирішення постійних протиріч між заходами НБУ по досягненню грошово-кредитної стабільності і політичними орієнтирами уряду .

6. Для забезпечення ефективності ринку державних цінних паперів НБУ необхідно скористатися досвідом зарубіжних центральних банків та виділити з учасників ринку групу Первинних ділерів . В якості основної преференції Національний банк має надати Первинним ділерам право ексклюзивного доступу на аукціони з розміщення ОВДП і одночасно закріпити за ними обов'язки по підтримці ліквідності вторинного ринку.

7. Центральною проблемою в межах банківської діяльності по випуску цінних паперів ми виділяємо розробку емісійної стратегії . Зважаючи на важливість обгрунтованого рішення про емісію , в роботі запропоновано концептуальне бачення структури підготовчих етапів випуску цінних паперів , основним завданням якого є визначення потенційного попиту на акції . При цьому слід врахувати, що попит інвесторів залежить від мікро- та макро-факторів.

8 . Гострота проблеми активізації інвестиційної діяльності при недостатній розвиненості інших фінансових посередників виводить на головні позиції у її розв'язанні банки . Істотний вплив на активізацію банківських інвестицій в цінні папери корпорацій може справити уряд, забезпечивши підтримку і стимулювання тих банків , які спрямовують значну частку власних активів на підтримку національного виробництва.

9. З метою зберегти клієнтів в умовах конкуренції , банки повинні постійно працювати над розширенням спектру діяльності на ринку цінних паперів . Серед перспективних напрямків послуг на ринку цінних паперів ми рекомендуємо вітчизняним банкам в перспективі впроваджувати, в першу чергу , послуги фінансового інжинірингу, за допомогою якого створюються нові

фінансові продукти для задоволення потреб клієнта , та комплексні кастодіальні послуги .

В цілому , в умовах зростання конкуренції на ринку банківських послуг , актуальності набуває пошук банком власної “ніши” на ринку та аналіз потенційної результативності діяльності . Виходячи з цього , комерційним банкам доцільно визначити сферу діяльності , її масштаби та коло клієнтів , а також вибрати певну стратегію і тактику діяльності на ринку цінних паперів .

### Публікації з теми дисертації

1. Белошапка В .С . Инвестиционные операции банков Украины : тенденции и перспективы // Финансовые услуги . – 1998 .- №3-4. - С.34-42.
2. Белошапка В. С . Посреднические услуги коммерческих банков на рынке ценных бумаг // Финансовые услуги .-1998 .- № 3-4 .- С. 42-47
3. Белошапка В. С . Услуги Первичных дилеров на рынке ценных бумаг Украины // Финансовые услуги . - 1998. - № 5-6 . - С. 32-40
4. Белошапка В. С . Банковские услуги в рамках финансового инжиниринга // Финансовые услуги . - 1998 .- № 7-8 . - С. 35-38
5. Белошапка В. С . Реклама банковских услуг : западный опыт // Финансовые услуги . - 1998 .- № 9-10 . - С. 47 - 52
6. Белошапка В.С. Кастодиальные услуги на рынке ценных бумаг // Финансовые услуги . – 1999 .- № 3-4. - С.35-38

### Анотація

#### **Білошапка В.С. Банки України на ринку цінних паперів.- Рукопис .**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.04.01.-фінанси , грошовий обіг і кредит.- Київський національний економічний університет , Київ , 1999

Дисертація присвячена питанням діяльності банків на ринку цінних паперів . Коло питань , які розглядаються в роботі , включає аналіз сучасного стану ринку цінних паперів України , перспектив та шляхів його розвитку . Значна увага приділена проблемі місця і ролі Національного банку України на ринку державних цінних паперів . Проаналізовано перший досвід використання цінних паперів при реалізації заходів монетарної політики центрального банку . Розширення спектру банківських послуг , в свою чергу , обумовлює необхідність проведення операцій на ринку цінних паперів комерційними банками України . Складність проведення цих операцій й ті високі вимоги , які ринок цінних паперів пред’являє до банківських спеціалістів , визначили необхідність дослідження функціонування основних механізмів зарубіжних ринків цінних паперів та практики діяльності західних банків в цій сфері . В дисертації розкрито досвід діяльності на ринку цінних паперів, напрацьований українськими банками , особливо перші здобутки . Основні результати дослідження знайшли втілення в практиці роботи банків .

Ключові слова : ринок цінних паперів , центральний банк, державні цінні папери , монетарна політика , діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів.



### Аннотация

#### **Белошапка В.С. Банки Украины на рынке ценных бумаг .- Рукопись.**

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.01. - финансы , денежное обращение и кредит . - Киевский национальный экономический университет , Киев , 1999

Диссертация посвящена вопросам деятельности банков на рынке ценных бумаг , а также проблемам становления и функционирования самого рынка ценных бумаг .

Одним из центральных аспектов при рассмотрении проблемы развития рынка ценных бумаг является определение основных и достаточных условий его формирования , а также их анализ применительно к отечественному рынку . На основе проведенных исследований в диссертации сделан вывод о том , что эти условия в Украине сложились .

Учитывая небольшой опыт функционирования рынка ценных бумаг в Украине , существуют значительные многоаспектные перспективы его развития . При этом , как наиболее значимый , в диссертации выделяется устоявшийся в мировой практике принцип эффективности рынка ценных бумаг . Для достижения эффективности на отечественном рынке должны соблюдаться такие принципы как “равенство” , “разрешение” , “защита” , “санкции” .

В диссертации осуществлен углубленный теоретико-методологический и сравнительный анализ проблем финансирования бюджетного дефицита за счет денежной эмиссии и выпуска государственных ценных бумаг , изучен практический опыт деятельности центральных банков стран с развитой рыночной экономикой по обслуживанию государственного долга .

Автором исследована стратегия Бундесбанка и ФРС США при выполнении функции “агента правительства “ по обслуживанию государственного долга , выявлены специфические особенности использования ценных бумаг в процессе разработки и реализации денежно-кредитной политики и обоснована возможность использования зарубежного опыта в деятельности Национального банка Украины .

Диссертантом обосновано положение о том , что центральный банк должен иметь независимый статус во взаимоотношениях с исполнительной и законодательной властью государства , что дает ему возможность реализовывать основные мероприятия монетарной политики без подчиненности их краткосрочным политическим ориентирам правительства . В то же время , в диссертации обоснована важность максимальной скоординированности политики Министерства Финансов Украины как эмитента государственных ценных бумаг и Национального банка Украины как агента по обслуживанию государственного долга .

Автором доказано , что для успешного развития рынка государственных ценных бумаг необходимо осуществить ряд мероприятий на государственном уровне , направленных на макроэкономическую стабилизацию , основными из которых выделены снижение уровня государственного потребления и либерализация предпринимательской деятельности ( в первую очередь - форсированное развитие малого и среднего бизнеса ) . Одновременно ,

государство должно обеспечить программно-целевую поддержку приоритетных отраслей экономики .

Развитие банковской системы и расширение спектра банковских услуг обуславливают необходимость проведения коммерческими банками Украины операций на рынке ценных бумаг . Сложность проведения этих операций и те высокие требования , которые рынок ценных бумаг предъявляет к банковским специалистам , предопределили необходимость исследования и анализа в диссертации основ функционирования зарубежных рынков ценных бумаг , а также анализа практики работы зарубежных банков на этом рынке .

К категории сложных проблем относится вопрос об эмиссии банковских ценных бумаг . В работе раскрыты причины активизации деятельности коммерческих банков по выпуску ценных бумаг и предложены основные направления усовершенствования эмиссионной стратегии . Учитывая важность обоснованного решения об эмиссии , диссертантом предлагается структурирование подготовительных этапов выпуска ценных бумаг , основной задачей которого является определение потенциального спроса на ценные бумаги . При этом особый акцент сделан на том , что спрос инвесторов зависит как от микро- так и от макро-факторов .

Основываясь на анализе практической деятельности отечественных банков и учитывая зарубежный опыт , в диссертации доказано , что существуют значительные перспективы , во-первых , в направлении расширения деятельности коммерческих банков по формированию и управлению портфелем ценных бумаг , во-вторых , по усовершенствованию инвестиционной стратегии и тактики . При этом , в условиях обострения конкуренции на рынке , удержание рыночной ниши и обеспечение прибыльности банковских активов напрямую зависят от активности банка как инвестора на рынке ценных бумаг .

Большое значение в диссертации придается вопросам деятельности коммерческих банков по предоставлению услуг клиентам на рынке ценных бумаг . На основании обобщения и анализа опыта деятельности банков Украины определены ключевые направления развития этих услуг с учетом рыночной конъюнктуры и предложены практические рекомендации по внедрению услуг финансового инжиниринга и кастодиальных услуг .

Ключевые слова : рынок ценных бумаг , центральный банк , государственные ценные бумаги , монетарная политика , деятельность коммерческих банков на рынке ценных бумаг .

### **Annotation**

Biloshapka V.S. Banks of Ukraine on the Securities market.- Manuscript.

Dissertation for the scientific degree of the Candidate of Economic Sciences in the speciality 08.04.01 – Finance Currency Circulation and Credit , Kyiv , National Economic University of Ukraine , Kyiv , 1999

This dissertation is dedicated to the issues of banking activity at the securities market . The thesis includes an analysis of the modern situation at the securities market of Ukraine , perspectives and ways for development.

Considerable attention is paid to the place and role of the National Bank of Ukraine at the government securities market . It was analyzed the previous experience of the use of securities in the time of realization of the monetary policy providing by the central bank . The diversification of the bank services makes it necessary to conduct transactions at the securities market by the Ukrainian commercial banks . It is characterized by the complexity of these operations and high level of competence required from banking specialists . These features predetermine the need of analyzing the international securities markets , their main tools and activities of foreign banks in this sphere . The thesis includes accumulated of the Ukrainian banks experience at the securities market, especially the achievements that have been recently . The results of the research have been introduced into banking practice lately .

Key words : securities market , central bank , government securities , monetary policy , banking activity on the securities market .

Підписано до друку 27.10.99р. Формат 60х90/16.  
Ум.друк.арк. 0,9. Обл.-вид.арк.0,9.  
Наклад 100. Зам. 453.

М.Київ-5, вул.Червоноармійська, 57/3, комн.201.  
Товариство “Знання” України  
Видавництво та оперативна поліграфія  
227-41-23, 294-71-27