

дають до ДКЦПФР та публікують річні звіти про фінансово-господарську діяльність, розголошують передбачену законодавством особливу інформацію). Необхідно виділити дві групи проблем, які сьогодні заважають його розвитку: економічні та нормативні.

До основних економічних проблем відносяться:

1. Для більшості українських емітентів процентні ставки на ринку залишаються надто високими, щоб зробити доцільним залучати позикові кошти для розвитку через механізм корпоративних облігацій.

2. Недорозвиненість клієнтської бази. В розвинених країнах через облігації залучається в основному небанківський капітал, а саме кошти пенсійних фондів і страхових компаній, які належать до категорії консервативних вкладників

3. Нерозвиненість вторинного ринку корпоративних облігацій.

4. Україна залишається непривабливою країною для іноземних портфельних інвесторів, що обмежує їх інтерес до облігацій українських підприємств.

5. Значні витрати по випуску облігацій роблять непривабливим даний інструмент для підприємств, що планують здійснювати невеликі випуски;

6. Необхідність сплати державного збору за реєстрацію інформації про емісії знаходиться поза залежністю від результатів розміщення облігацій.

На нашу думку, фондовий ринок України в найближчому майбутньому буде функціонувати, насамперед, як борговий ринок (по суті, „німецька” або „японська” модель), на якому операції з акціями будуть мати підлегле значення. Ринок акцій в основному буде функціонувати як ринок прав контролю.

ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА В УМОВАХ ПЕРЕХІДНОЇ ЕКОНОМІКИ: ПОРТФЕЛЬНА МОДЕЛЬ

Ю.М.Петрушенко

Першим, хто розширив використання мікроекономічної по суті портфельної теорії на аналіз макроекономічних процесів був Джеймс Тобін. Досліджуючи економіку США, він приділяв значну увагу про-

блемам прямих і зворотніх зв'язків між відтворенням діючого капіталу і функціонуванням фондового ринку. В 1981 році Тобін одержав Нобелівську премію за дослідження зв'язків фінансових ринків із споживанням, виробництвом, зайнятістю і цінами.

У підході Тобіна основною темою стає аналіз взаємозамінності активів портфелю, оскільки від цього залежить ефективність того чи іншого виду фінансової політики. Існують різні точки зору відносно останньої проблеми, які і визначають пріоритети фінансової політики (рис. 1).

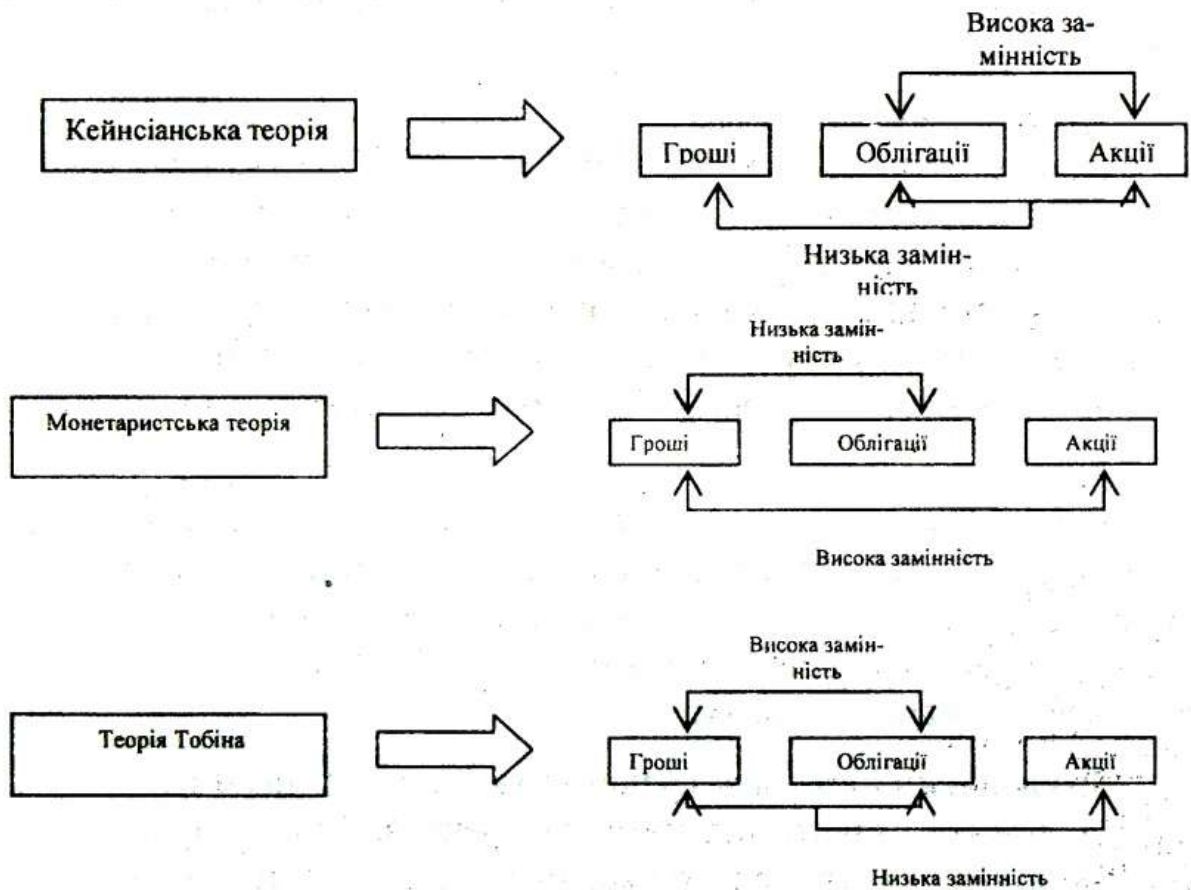


Рисунок 1 – Взаємозамінність активів в кейнсіанській, монетаристській і теорії Тобіна.

Взаємозамінність активів в умовах перехідної економіки, на нашу думку, можна представити в вигляді наступної схеми:



Рисунок 2 - Взаємозамінність активів в умовах перехідної економіки.

Даній схемі взаємозалежності активів найбільш відповідає портфельна модель Дж. Тобіна, з тією різницею, що заміність існує між готівковими грошми і тільки державними, а не корпоративними облигаціями. Низька заміність між грошми і приватними цінними паперами, які в умовах перехідної економіки характеризуються високими ризиками, посилюється існуючою альтернативою зберігання багатства в вигляді валютних коштів (цю ситуацію ми назвали валютною пасткою).

Як уже зазначалося, у моделі Тобіна зміна грошової маси – це не єдиний вид фінансової політики, що впливає на потоки інвестицій і доходу. Тобін пов'язував зміни в реальному секторі не лише з коливаннями грошового попиту, а й зі змінами всієї фінансової сфери, перш за все фондового ринку.

Низька заміність між грошима та інструментами реального сектору економіки ставить під питання ефективність стимулюючої монетарної політики, оскільки збільшення грошової маси не призводить до зростання вкладів в інструменти реального сектору.

Відсутність залежності між ринком державних облигацій і виробничими інвестиціями значно збільшує ефективність операцій держави на відкритому ринку, оскільки передавальні механізми, що приводять в дію ефект витіснення приватних інвестицій є слабкими.

Точки зору відносно останньої проблеми, які і визначають пріоритети фінансової політики (рис. 3).

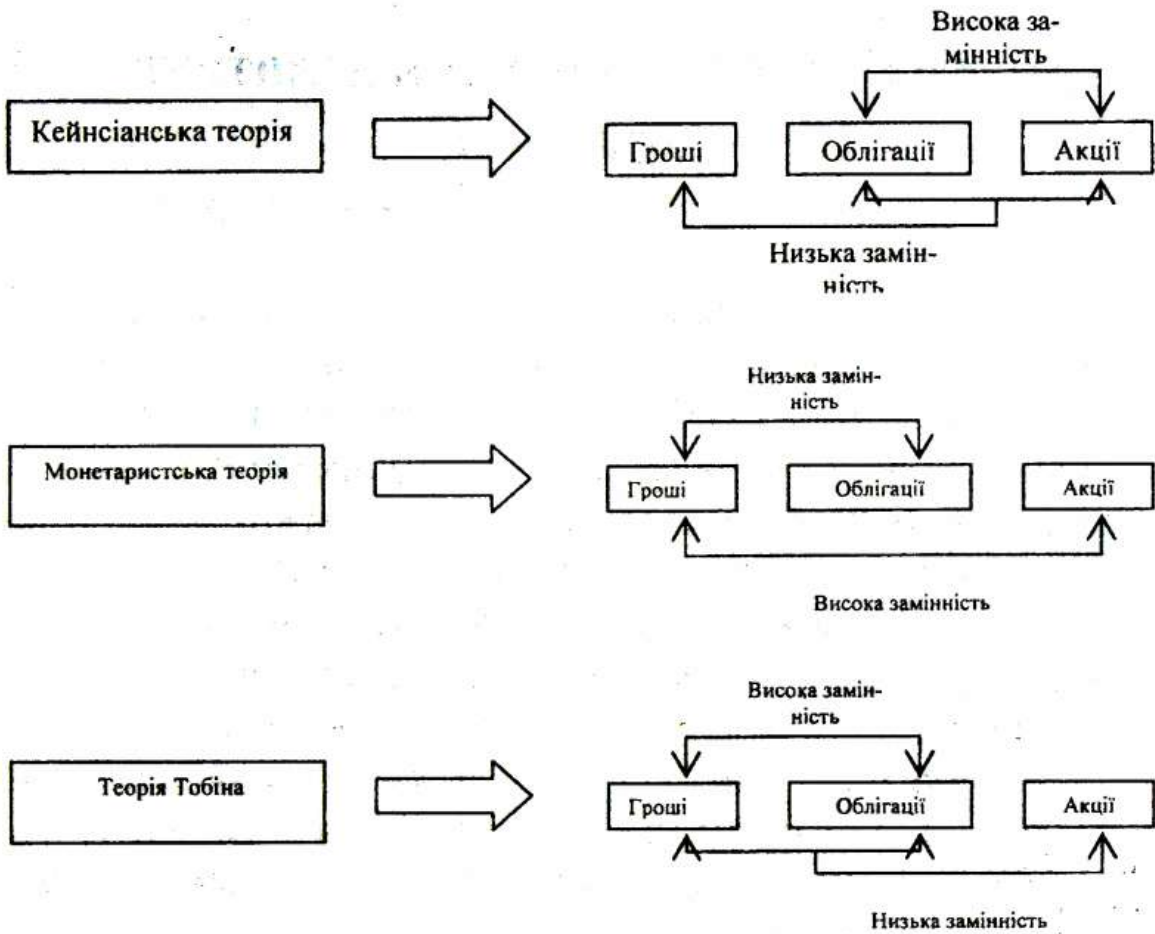


Рис. 3 – Взаємозамінність активів в кейнсіанській, монетаристській і теорії Тобіна.

Проведення кількісного аналізу взаємозамінності активів в умовах перехідної економіки, дозволяє представити портфель активів в вигляді наступної схеми:



Рис. 4 - Взаємозамінність активів в умовах перехідної економіки.

Даній схемі взаємозалежності активів найбільш відповідає портфельна