УДК 336.761

Кікоть Олександр Юрійович,
здобувач кафедри менеджменту банківської діяльності,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»,
викладач Дніпродзержинського технологічного коледжу
Дніпродзержинського державного технічного університету
(51909, Україна, Дніпродзержинськ, пр. Конституції, 2а)
E-mail: kikot-1980@mail.ru

АУКЦІОНИ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

АНОТАЦІЯ. У статті детально розглянуто особливості використання аукціонів в якості механізму реалізації та ціноутворення на ринку цінних паперів. Особлива увага приділена визначенню таких понять як механізм ціноутворення та механізм реалізації цінних паперів. Розглянуто роль продавця та покупців цінних паперів у виборі реалізаційного механізму. Виділено та охарактеризовано основні види реалізаційних механізмів, які використовуються для продажу цінних паперів на фінансових ринках. Проведено загальний огляд ринку цінних паперів, який показав провідну роль аукціонів як механізму реалізації та ціноутворення на даному ринку. Досліджено сегменти ринку цінних паперів, на яких в якості механізму реалізації використовуються аукціони; запропоновано загальне визначення аукціонів цінних паперів; проаналізовано особливості застосування аукціонів для реалізації цінних паперів; розглянуто переваги і недоліки використання аукціонів у порівнянні з іншими реалізаційними механізмами.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: цінні папери, торгівля цінними паперами, механізм ціноутворення, аукціон, державні боргові зобов'язання, приватизація, первинне публічне розміщення, біржова торгівля.

Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. За кілька останніх десятиріч роль цінних паперів у фінансуванні діяльності держави та приватних компаній значним чином зросла. Найскладнішим питанням, пов'язаним з емісією і торгівлею цінними паперами, виступає встановлення ціни та, у випадку боргових зобов'язань, відсотків за використання коштів. У сучасних умовах вартість цінних паперів і відсоткових виплат за ними визначаються у результаті взаємодії продавців (емітентів) і покупців (інвесторів) цінних паперів у рамках певного реалізаційного механізму. Таким чином, розуміння природи існуючих механізмів реалізації цінних паперів і притаманних їм механізмів ціноутворення покращить можливості розробки та вибору оптимального реалізаційного механізму, який дозволятиме досягати цілей реалізації найкращим чином.

© О. Ю. Кікоть, 2015

Одним із найпоширеніших механізмів реалізації цінних паперів виступають аукціони. Поглиблене дослідження їх природи, особливостей використання, переваг і недоліків у порівнянні з іншими реалізаційними механізмами зробить вибір на користь аукціонів обґрунтованішим і підвищить ефективність їх застосування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Ринок цінних паперів — один із найпопулярніших сегментів фінансового ринку серед наукових дослідників. Безліч наукових робіт досліджували та продовжують досліджувати найрізноманітніші аспекти функціонування ринку цінних паперів. З відповідною літературою можна ознайомитися в одному з багатьох навчальних посібників з даного питання (наприклад, див. [1, 2] або [3]). З іншого боку, хоча ринок цінних паперів постійно знаходиться в центрі уваги науковців, попередні дослідження практично ігнорують такий важливий елемент ринку цінних паперів як механізм їх реалізації. Переважна більшість наукових робіт досліджує природу та особливості цінних паперів, умови та особливості обігу цінних паперів [1], визначення їх ціни, оцінку ризику, який притаманний тим чи тим цінним паперам, та алгоритми формування оптимального портфеля цінних паперів [3]. Тобто, в рамках певних досліджень науковці звертали увагу на реалізаційний механізм, зазвичай описуючи певні правила та методи реалізації того чи того виду цінних паперів [2]. Однак, нам невідомі систематичні наукові дослідження, присвячені використанню реалізаційних механізмів на ринку цінних паперів взагалі та аукціонів зокрема.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття. Враховуючи той факт, що одним із найпоширеніших механізмів продажу цінних паперів виступають аукціони, вважаємо за доцільне основним напрямком дослідження даної роботи визначити саме вивчення масштабів, ролі та особливостей використання аукціонів на ринку цінних паперів; їх природи, особливостей застосування, переваг і недоліків у порівнянні з іншими реалізаційними механізмами.

Формулювання мети і завдання дослідження. Основною метою даного дослідження виступає визначення місця, ролі та особливостей використання аукціонів як одного з провідних механізмів реалізації цінних паперів на фінансових ринках. Для досягнення даної мети необхідно вирішити такі завдання: розглянути процес реалізації цінних паперів, виділити та охарак-

теризувати провідні механізми реалізації цінних паперів, розглянути ринкові ситуації, в яких для реалізації цінних паперів використовуються аукціони, визначити сутність аукціонів цінних паперів, проаналізувати особливості застосування аукціонів для реалізації цінних паперів, дослідити переваги та недоліки використання аукціонів.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Найгострішою проблемою емітентів і власників цінних паперів, які мають намір їх реалізувати, виступає встановлення оптимальної ціни реалізації[1]. Саме вона визначатиме ступінь доходності відповідної операції, а тому впливатиме на результати господарської діяльності продавця цінних паперів. Так, невірно встановлена ціна емісії цінних паперів може не тільки призвести до прямих фінансових збитків, а й, виступаючи сигналом про загальний стан справ у компанії або державі, похитнути довіру контрагентів та інвесторів до емітента.

Зрозуміти вплив ціноутворення на ринку цінних паперів на макрорівні можна з того факту, що такі біржові індекси, як: PFTS Index, DJIA, MICEX Index, FTSE 100 Index, Shanghai Composite Index та інші поряд з валютним курсом виступають найчастіше вживаними індикаторами стану як національної, так і глобальної економіки[2]. Не менш важливим є механізм ціноутворення і для держави, як основного регулятора ринку цінних паперів.

Не дивно, що практика торгівлі виробила багато різноманітних механізмів реалізації та визначення реалізаційних цін на цінні папери [2]. Серед них одне з провідних місць посідають аукціони, як особливий механізм продажу цінних паперів, який основується на конкуренції покупців за право придбати весь або частину виставленого на торги пакету цінних паперів. Аукціони використовуються державними органами для здійснення емісії боргових цінних паперів, фондами державного майна — для при-

[1]Під оптимальною ціною ми розуміємо ціну, яка дозволяє продавцю найкращим чином досягти власних цілей. Зазвичай, це буде ціна, яка максимізує дохід продавця. Також, далі по тексту поняття ціни включатиме не тільки реалізаційну вартість цінного паперу, а й відсоткові виплати за ним, у разі їх наявності.

[2]Остатня хвиля фінансової кризи, яка почалася в Китаї, підтверджує це спостереження. У центрі уваги знаходилися два основні фінансові показники: курс Китайської валюти (юань) та значення індексу Шанхайської фондової біржі (Shanghai Composite Index). З розповсюдженням кризи увага переключилася і на провідні фондові індекси та курси валют інших країн світу.

ватизації державних підприємств, компаніями — для здійснення випусків цінних паперів [1]. Аукціони та аукціон-подібні механізми широко використовуються в практиці біржової торгівлі [4].

Використання аукціонів на ринку цінних паперів. Наявність значних переваг (табл. 1), у порівняні з іншими механізмами реалізації цінних паперів, пояснює значну розповсюдженість аукціонів на фінансових ринках. Один із найбільших сегментів ринку цінних паперів, який функціонує на основі аукціонів, — це ринок первинної емісії державних і муніципальних боргових зобов'язань. Більшість країн світу для випуску різноманітних державних боргових цінних паперів використовують саме аукціони [5]. Обсяги загальної річної емісії даного типу цінних паперів у всьому світі на аукціонах сягають більше десяти трильйонів доларів. Так, у 2014 році, тільки в США було проведено 270 публічних аукціонів на загальну суму приблизно $7 трлн. У Японії — 149 аукціонів на загальну суму ¥507,2 трлн, а в Німеччині — 69 публічних аукціонів на загальну суму €212 млрд. В Україні, наприклад, первинне розміщення ОВДП відбувається з використанням аукціонів Міністерства фінансів. Річний обсяг розміщення ОВДП, номінованих у гривні, на аукціонах у 2012 році склав 35,9 млрд грн, у 2013 — 50,5 млрд грн, у 2014 — 67,1 млрд грн. Статистику по іншим країнам можна подивитися на веб-сайтах державних органів влади, які відповідають за організацію відповідних аукціонів.

Іншим значним сегментом ринку цінних паперів, який функціонує на основі аукціонів, виступає ринок злиття та поглинань акціонерних компаній, їх відокремлених підрозділів або купівля та продаж контролюючих пакетів акцій. Так, до половини усіх транзакції на ринку злиття та поглинань відбувається за допомогою аукціонів. Враховуючи, що світовий ринок злиття та поглинань у 2014 році сягнув $3,23 трлн, у Сполучених Штатах він склав $1,41 трлн, а найбільші угоди сягаються десятків мільярдів доларів, важливість аукціонів, як механізму реалізації на цьому ринку, важко переоцінити.

Важливим сегментом ринку цінних паперів, на якому регулярно застосовуються аукціони, виступають державні приватизаційні конкурси. Так, Фонд державного майна України для реалізації пакетів акцій державних підприємств використовує саме аукціони [6]. Найбільшим за обсягом реалізації аукціоном ФДМУ став продаж ОАО «Криворіжсталь». Міжнародна компанія Mittal

Steel Germany Gmb виграла аукціон, сплативши 24,2 млрд грн. Інші країни світу також віддають перевагу аукціонам під час проведення приватизації державної власності [7, 8]. Взагалі, основні переваги аукціонів, такі як: прозорість, публічність, зрозумілість, об'єктивність, простота участі в торгах і стимулювання конкуренції серед покупців, роблять цей механізм реалізації незамінними для проведення приватизації державних підприємств.

Аукціони також використовуються для здійснення первинних і подальших розміщень акцій, корпоративних облігацій та інших цінних паперів. Компанії та інвестиційні банки можуть використовувати аукціони для IPO в чистому вигляді або як частину гібридного механізму ціноутворення. Так, IPO відомої компанії Google відбувалося саме через аукціон. Пік популярності аукціонів для проведення IPO прийшовся на 80-ті та 90-ті роки XX ст., а останнім часом використання чистих IPO аукціонів значно зменшилося. На даний момент IPO аукціони використовуються у США, Франції, Ізраїлі, Індії та деяких інших країнах [9, 10]. На сучасному етапі аукціони частіше складають частину гібридного механізму IPO ціноутворення [9]. Також, деякі науковці вважають потенціал використання аукціонів для здійснення IPO повністю невичерпаним [11].

У біржовій торгівлі аукціони та аукціон-подібні реалізаційні механізми займають одне з провідних положень. Стандартизованість, прозорість, об'єктивність, відносно низькі затрати на організацію, простота участі в торгах і швидкість реалізації роблять аукціони незамінним реалізаційним механізмом біржової торгівлі. Подвійні аукціони лежать в основі сегмента біржового «ринка, орієнтованого на заявки» (англ. order-driven market). Найрозповсюдженішою у біржовій торгівлі являється процедура «неперервного співставлення замовлень» (англ. continuous order matching) або неперервно діючий аукціон. Іншим видом аукціону виступає «дискретний», або «залповий» аукціон (англ. call auction). Наприклад, такі процедури торгів є базовими на біржах ПФТС, УБ, ММВБ і багатьох інших. Гібридні механізми біржової торгівлі на основі аукціонів складають основу торгівлі на таких провідних біржах світу, як Нью-йоркська фондова біржа та «Насдак». Зазначені аукціон-подібні та гібридні механізми використовуються для біржової торгівлі як базовими, так і похідними цінними паперами.

Механізм реалізації цінних паперів.

Навіть поверховий аналіз аукціонів дає можливість зробити висновок, що вони є ні що інше як особлива підгрупа механізмів продажу цінних паперів, яка відрізняється від інших механізмів, у першу чергу, саме специфічною процедурою встановлення ціни. Тому дослідження аукціонів цінних паперів передбачає розуміння того, що являє собою механізм реалізації цінних паперів. Спочатку, дамо авторське визначення реалізаційного механізму.

Механізм реалізації цінних паперів — це набір формальних і неформальних правил, процедур, методів, звичаїв, традицій і нормативних актів, які діють на певному сегменті ринку цінних паперів, та, згідно з якими, в результаті взаємодії продавців і покупців встановлюються умови продажу (ціна, кількість проданих цінних паперів, покупці, які отримують право придбати цінні папери, умови постачання, умови оплати та інше) відповідних цінних паперів.

З точки зору подавця, найважливішою частиною реалізаційного механізму виступає саме механізм визначення ціни або механізм ціноутворення. «Правильно» функціонуючий механізм ціноутворення, який, за умов асиметричної інформації серед учасників ринку та загальної невизначеності, здатен максимально правильно встановлювати відповідні ціни та відбивати цінові співвідношення, дозволяє продавцю встановити оптимальну або близьку до оптимальної ціну на цінні папери, забезпечуючи йому позитивні результати господарської діяльності. Тому, поряд з дослідженням особливостей функціонування аукціонів як механізму продажу цінних паперів, найбільшу увагу необхідно приділяти саме їх здатності виконувати функцію ціноутворення. На нашу думку, можна дати таке визначення механізму ціноутворення.

Механізм ціноутворення на цінні папери — це частина механізму реалізації, яка складається з набору формальних і неформальних правил, процедур, методів, традицій, звичаїв і нормативних актів, які діють на певному сегменті ринку цінних паперів, та, згідно з якими, в результаті взаємодії продавців і покупців встановлюється ціна реалізації цінних паперів.

Запропоновані визначення надають нам можливість розглядати аукціони саме в контексті механізмів, які використовується для реалізації цінних паперів.

Процес реалізації цінних паперів можна схематично представити в такому вигляді (рис. 1). Як ми бачимо, ключовим еле-

ментом реалізації цінних паперів виступає саме реалізаційний механізм, який забезпечує відповідну взаємодію між продавцем (-цями) і покупцями та визначає її результати.

У переважній більшості випадків продавець, як власник виставлених на продаж цінних паперів, володіє правом вибору механізму їх реалізації, а покупці лише приймають участь у процесі реалізації за правилами вибраного продавцем механізму[3]. Наприклад, міністерства фінансів більшості країн світу самостійно вибирають формат проведення аукціонів державних облігацій, казначейських векселів і нот [13]. Фонди державного майна вибирають формати проведення приватизаційних аукціонів [8], інвестиційні банки, за дорученнями компаній емітентів, вибирають формат залучення інвесторів [9, 14], а біржові торговельні площадки — формат проведення біржових торгів [4].

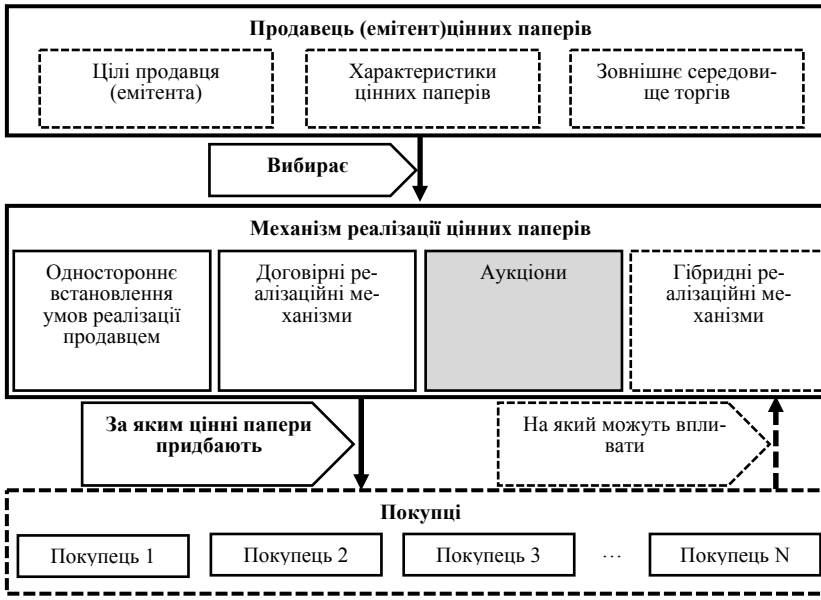

Рис. 1. Процес реалізації цінних паперів

Джерело: розроблено автором самостійно.

[3] Слід зазначити, що можливості продавця у виборі механізму реалізації обмежені його здатністю гарантувати дотримання встановленого механізму реалізації в разі негативного, для продавця, результату [12].

На вибір механізму реалізації продавцем, у першу чергу, впливають цілі, які він бажає досягти в результаті реалізації. Наприклад, якщо продавець бажає збільшити конкуренцію серед покупців, він вибиратиме один з аукціонів, а якщо він бажає обмежити коло потенційних покупців, він, скоріше за все, скористається переговорами. Він також буде використовувати переговори з метою зменшення публічності транзакції. Необхідність швидко реалізувати пакет цінних паперів потребує більш стандартизованих механізмів, а специфічні умови продажу — більш індивідуалізованих. Зменшити вплив покупців на визначення ціни можливо встановлюючи ціну самостійно. Гібридні реалізаційні механізми використовуються для досягнення комплексних цілей.

Характеристики виставлених на реалізацію цінних паперів, частота та обсяги торгів ними також, значним чином, впливають на вибір реалізаційного механізму. Наприклад, з метою стандартизації та автоматизації торгів, що повторюються, продавець буде вибирати механізм реалізації серед аукціонів. Одиничні торги або первинне публічне розміщення, скоріше за все, включатиме в один з етапів переговорний процес. Подільні пакети цінних паперів будуть реалізовуватися на множинних аукціонах, а неподільні — на одиничних [15]. Ціні папери зі стабільною та публічно відомою ціною можуть реалізовуватися шляхом одностороннього встановлення ціни продавцем, а цінні папери з ціною, яка змінюється швидко та непередбачувано, потребують залучення покупців до процесу ціноутворення.

Зовнішнє середовище торгів включає: потенційних учасників торгів; наявність інших сторін, зацікавлених у результатах торгів; необхідність і наявність зовнішнього публічного або державного контролю за процесом проведення торгів; організованість торгів; наявність і кількість торгівельних площадок, на яких торгується даний тип цінних паперів; стан економічного середовища взагалі та стан ринку цінних паперів зокрема; інформаційне забезпечення функціонування ринку цінних паперів і т.д. Наприклад, підвищений публічний контроль потребуватиме прозорих і стандартизованих реалізаційних механізмів з необмеженим (у рамках загального права приймати участь у торгах) доступом потенційних покупців. Таким вимогам задовольняють саме аукціони. Наявність багатьох потенційних покупців також сприяє використанню аукціонів. З іншого боку, відсутність організованих торгів,

зазвичай, сприяє використанню переговорного процесу в якості реалізаційного механізму.

Участь покупців у виборі механізму реалізації цінних паперів обмежена та, частіше за все, опосередкована. Продавці, маючи можливість вибирати реалізаційний механізм самостійно та розуміючи існуючий конфлікт інтересів з покупцям, не дозволяють їм прямо приймати участь у його виборі. Проте, покупці, своєю поведінкою у рамках вибраного продавцем механізму, можуть впливати на подальший вибір продавця. Наприклад, підвищена вразливість певного механізму реалізації цінних паперів до махінацій з боку покупців може призвести до його заміни продавцем в майбутньому.

Аукціони як механізм реалізації цінних паперів. Особливості використання аукціонів для реалізації цінних паперів можна краще зрозуміти у порівнянні з іншими реалізаційними механізмами. До основних видів реалізаційних механізмів відносять (див. рис. 1): 1) одностороннє встановлення продавцем умов реалізації; 2) встановлення умов реалізації шляхом переговорів; 3) встановлення умов реалізації на аукціоні; 4) гібридні механізми визначення умов реалізації. Необхідно додати, що існує безліч можливих варіацій реалізаційних механізмів у рамках певного їх типу. Враховуючи центральну роль механізму ціноутворення в процесі реалізації, у подальшому мова піде тільки про встановлення ціни цінних паперів, а інші умови реалізації будуть прийматися лише до уваги.

Одностороннє встановлення ціни продавцем. Цей реалізаційний механізм характеризується тим, що ціна встановлюються продавцем без будь якої участі покупця в цьому процесі. Потенційні покупці можуть лише приймати рішення про обсяг цінних паперів, який вони бажають придбати.

Відповідно, основною перевагою цього механізму виступає відносна швидкість самого процесу встановлення ціни. Однак, це не означає відсутність затримок з реалізацією виставленого на продаж пакету цінних паперів. Іншим недоліком цього реалізаційного механізму виступає велике «інформаційне навантаження» на продавця, який, для встановлення оптимальної ціни, повинен володіти великим обсягом ринкової інформації[4], практично

[4] Основними параметрами ринку, які повинен знати продавець для встановлення ціни, виступають попит та пропозиція цих і подібних цінних паперів.

недоступної для нього. Одностороннє встановлення ціни, в умовах підвищеної невизначеності, призводитиме до значних помилок, результатом яких будуть збитки продавця. При цьому, збитки продавця, в цьому випадку, не означають прибутки покупців. Втрати від неправильно встановленої ціни можуть понести обидві сторони транзакції. Тому, використання цього механізму на ринках цінних паперів доволі обмежене.

Встановлення ціни шляхом переговорів. На противагу попередньому механізму, встановлення ціни шляхом переговорів передбачає безпосередню та активну взаємодію покупця з продавцем у процесі встановлення ціни реалізації. Сам переговорний процес, не маючи стандартної процедури, може приймати різні форми та проходити за різноманітними сценаріями через необмежену кількість етапів і з невизначеним кінцевим результатом.

З одного боку, участь покупців і їх поведінка під час переговорів надають продавцю цінну інформацію стосовно попиту на цінні папери. Більш того, продавець отримує можливість дізнатися про рішення покупця та, навіть, змінити його, що неможливо за умовами механізму одностороннього встановлення ціни продавцем. З іншого боку, за цього механізму інтереси покупця знаходяться в прямому конфлікті з інтересами продавця. Розуміння цього конфлікту інтересів призводить до взаємної недовіри під час переговорів і відповідної стратегічної поведінки як з боку продавця, так і з боку покупців, спрямованої на зміну ціни у бажаному для себе напрямку. Найвидимішими проявами такої поведінки виступають різноманітні затримки в переговорному процесі або відмови від нього, навіть у тих випадках, коли обом сторонам вигідно позитивне завершення транзакції. Наприклад, нічим закінчилися довготривалі переговори по злиттю двох лідерів російської роздрібної торгівлі: «М. Відео» та «Ельдорадо».

Цей механізм реалізації цінних паперів набагато популярніший на ринку, ніж встановлення фіксованих цін. Особливо популярний цей механізм реалізації під час первинного розміщення цінних паперів, під час злиття або поглинання компаній і на позабіржовому ринку.

Встановлення ціни на аукціоні. Якщо в двох попередніх реалізаційних механізмах продавець відігравав ключову роль у визначенні ціни цінного паперу, то в аукціонах роль продавця обмежується визначенням правил проведення аукціонних торгів. Після цього ціна визначається в результаті конкуренції між потенцій-

ними покупцями за право придбати виставлений на торги пакет цінних паперів або його частину. Докладне дослідження сутності аукціонів можна знайти в роботі [15]. У цій статті ми приведемо адаптоване до ринку цінних паперів авторське визначення аукціонів.

Аукціон цінних паперів — це економічні відносини між продавцем (емітентом), посередником і покупцями, які передбачають, що продавець або найнятий ним посередник організовує у визначеному місті, у визначений час і за наперед визначеними та оголошеними правилами публічні конкурентні торги серед потенційних покупців, спрямовані на реалізацію дефіцитного пакету цінних паперів за максимально можливою ціною (цінами) покупцю-переможцю (або покупцям-переможцям), який запропонував у ході торгів найбільшу ціну.

Більшість механізмів реалізації цінних паперів на біржах також основані на принципах аукціонної торгівлі, а саме, є одним із видів подвійного аукціону. За правилами подвійного аукціону в торгах приймають участь не тільки покупці, а й продавці, які, в свою чергу, конкурують за право продати бажаний обсяг цінних паперів. Ціна визначається в результаті конкуренції як з боку покупців, так і з боку продавців.

Основною перевагою аукціонів виступає здатність цього реалізаційного механізму, за рахунок конкуренції, змушувати учасників торгів відкривати приватну ринкову інформацію, яка, в результаті торгів, втілюється у ціні відповідних цінних паперів. Тобто, аукціони дозволяють продавцю подолати невизначеність, пов'язану з відсутністю необхідної ринкової інформації. Другою важливою перевагою аукціонів виступає їх стандартизованість, а, відтак, зрозумілість, об'єктивність і прозорість. Іншою перевагою являється швидкість встановлення ціни та виконання транзакції. Не менш важливим є здатність аукціонів сприяти підвищенню конкуренції покупців за виставлений на торги пакет цінних паперів.

До головних недоліків аукціонів слід віднести їх відносно високу вразливість до різноманітних махінацій з боку покупців, спрямованих на зниження ціни. Узагальнення переваг і недоліків аукціонів у порівняні з іншими механізмами ціноутворення можна знайти в табл. 1.

Таблиця 1

ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ АУКЦІОНІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Механізм ціноутворення	Переваги	Недоліки
Одностороннє встановлення ціни продавцем	- простота; - швидкість встановлення ціни	- велике «інформаційне навантаження» на продавця; - непрозорість процесу встановлення ціни; - відсутність прямого зворотного зв'язку; - висока імовірність встановлення «неправильної» ціни; - затримки в процесі реалізації; - відсутність механізму вибору покупця
Встановлення ціни шляхом переговорів	- висока гнучкість; - безпосередній обмін інформацією між продавцем та покупцем; - максимальне врахування вимого обох сторін	- унікальність; - складність; - необхідність спеціалізованих навичок і знань для ведення переговорів; - довільність у виборі покупця (-ців); - загострення конфлікту інтересів між продавцем і покупцями; - непрозорість встановлення ціни; - затримки в переговорному процесі; - відносно високі затрати на ведення переговорів; - позитивна імовірність не завершення взаємовигідної транзакції; - значний вплив ринкової влади на результати переговорів
Встановлення ціни на аукціоні	- стандартизованість, - прозорість; - зрозумілість; - об'єктивність; - публічність; - низькі затрати на організацію; - простота участі в торгах; - стимулювання конкуренції серед покупців; - швидкість встановлення ціни; - ефективна агрегація ринкової інформації; - швидкість реалізації; - низка імовірність не завершення транзакції	- вразливість до маніпуляцій з боку покупців; - відносно низька ефективність в умовах незначної конкуренції; - може сприяти змові між організатором аукціону та покупцями
Гібридні механізми	залежать від конкретного механізму.	залежать від конкретного механізму

Джерело: Розроблено автором самостійно.

Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямку. Реалізаційний механізм відіграє найважливішу роль

на ринку цінних паперів як на мікрорівні, так і на макрорівні. Основним елементом реалізаційного механізму виступає механізм ціноутворення. На основі проведеного нами загального огляду ринку цінних паперів, ми виділили такі основні механізми реалізації та ціноутворення: 1) одностороннє встановлення ціни продавцем; 2) встановлення ціни шляхом переговорів; 3) встановлення ціни на аукціоні; 4) гібридні механізми встановлення ціни. Наше дослідження показало також провідну роль аукціонів як механізму реалізації цінних паперів на фінансових ринках.

Глибший аналіз функціонування механізму реалізації взагалі та аукціонів зокрема потребує їх формальних визначень. Тому, в даній роботі ми запропонували авторські визначення механізму реалізації, механізму ціноутворення та аукціону цінних паперів. Розуміння сутності аукціонів дозволило нам виділити такі їх переваги: стандартизованість транзакцій, прозорість, публічність, об'єктивність, стимулювання конкуренції з боку покупців, швидкість встановлення ціни та швидкість реалізації цінних паперів. До основних недоліків аукціонів слід віднести: вразливість до маніпуляцій з боку покупців, відносно низьку ефективність в умовах незначної конкуренції та потенційну можливість сприяти змові між організатором аукціону та покупцями.

Результати даної роботи вказують на необхідність глибшого дослідження особливостей застосування аукціонів на фінансових ринках і можливостей теоретичної та емпіричної оцінки їх функціонування в якості механізму ціноутворення.

Бібліографічний список

1. *Базилевич В.Д.* Цінні папери / Базилевич В.Д., Шелудько В.М., Ковтун Н.В. та ін. — К. : Знання, 2011. — 1094 с.

2. *Жуков Е.Ф.* Рынок ценных бумаг: Учебник; 3-е изд. / под. ред. Жукова. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. — 567 с.

3. *Шарп У.* Инвестиции: Пер. с англ. / Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. — М.: ИНФРА-М, 2003. – XII, 1028 с.

4. *Майоров С. И.* Об аукционных механизмах биржевой торговли в практике группы ММВБ / С. Майоров // Рынок ценных бумаг. — 2009. — №5 (65). — С. 9—12.

5. *Brenner M.* Sovereign debt auctions: Uniform or discriminatory? / Brenner M., Galai D. and O. Sade // Journal of Monetary Economics. — 2009. — 56. — P. 267—274.

6. Фондові біржі та аукціони. Аукціони / Офіційний веб-сайт Фонду державного майна України, 2015 [Електронний ресурс], режим доступу до матеріалів: http://www.spfu.gov.ua/_layouts /SPFUSiteDefinition/ StockAuctions.aspx

7. *Boycko M.* Privatizing Russia / Boycko M., Shleifer A., Vishny R. — Cambridge, MA: MIT Press, 1997. — P. 176.

8. *Lieberman I. W.* Privatization in Transition Economies: The Ongoing Story / Lieberman I. W., Kopf D. J. // Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis. — 2008. — Volume 90. — P. 374.

9. *Jagannathan R.* Share auctions of initial public offerings: Global evidence / Jagannathan R., Sherman A.G., Jirnyi A. // Journal of Financial Intermediation, July 2015, Vol. 24, Issue 3. — P. 283–311.

10. *Ярошевич В.И.* Механизмы первичного публичного размещения акций / Ярошевич В.И., Матвеев К.В. — Банкаўскі веснік. — 2014. — №10/615. — С. 46—52.

11.*Degeorge F.* Auctioned IPOs: The US evidence // Degeorge F., Derrien F., Womack K. L. // Journal of Financial Economics. — 2010. — 98. — P. 177–194.

12. *Milgrom P.* Auction Theory / Milgrom P. — Advances in Economic Theory: Fifth World Congress, ed. by T. Bewley, London: Cambridge University Press, 1987, 1—32.

13. *Garbade K. D.* The Treasury Auction Process: Objectives, Structure, and Recent Adaptations / Garbade K. D., Ingber J.F. // Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank. — 2005, vol. 11, #2. — P.1—11.

14. *Гладчук К. М.* Особливості організації процесу IPO в сучасних умовах / Гладчук К.М. // Формування ринкової економіки. — 2010. — №23. — С. 413—422.

15.*Кікоть О.Ю.* Сутність та види аукціонів / Кікоть О.Ю. // Фінанси, облік і аудит. — 2015. — №25.

References

1. *Bazylevych V.D.* Tsinni Papery [Securities]// Bazylevych V.D., Sheludko V.M., Kovtun N.V. ta in. — K.: Znannia, 2011. — P.1094 [In Ukrainian]

2. *Zhukov E.F.* Rynok tsennykh bumag. Uchebnik. 3-e izdanie [Securities market. Textbook. 3-d edition] / pod. red. Zhukova. — M.: YUNITI-DANA, 2009. — P. 567 [In Russian]

3. *Sharp U.* Investytsii: per. s. angl. [Investment: translation from English] // Sharp U., Aleksander G., Bieli J. — Moskva: INFRA — M, 2003. — XII, p. 1028 [In Russian]

4. *Mayorov S.I.* Ob auktsionnykh mekhanizmakh birzhevoi torgovli v praktike gruppy MMVB [About auction mechanisms of exchange trade in

MICEX group] / Mayorov S.I. // Rynok tsennykh bumag, 2009, #5 (65). — P. 9—12. [In Russian]

5. *Brenner M.* Sovereign debt auctions: Uniform or discriminatory?// Brenner M., Galai D. and O. Sade // Journal of Monetary Economics. — 2009. — 56. — P. 267—274. [In English]

6. Fondovi birzhi ta aukstiony. Aukstiony. [Stock Exchanges and auctions. Auctions] / Ofitsiinyi web-sait Fondu derzhavnogo maina [Elektronnyi Resurs], Rezhym dostupu do materialiv: http://www.spfu.gov.ua/_layouts / SPFUSiteDefinition/StockAuctions.aspx [In Ukrainian]

7. *Boycko M.* Privatizing Russia / Boycko M., Shleifer A., Vishny R. — Cambridge, MA: MIT Press, 1997. — P. 176. [In English]

8. *Lieberman I. W.* Privatization in Transition Economies: The Ongoing Story// Lieberman I. W., Kopf D. J. // Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis, 2008, Volume 90. — P. 374.

9. *Jagannathan R.* Share auctions of initial public offerings: Global evidence// Jagannathan R., Sherman A.G., Jirnyi A. // Journal of Financial Intermediation, July 2015, Vol. 24, Issue 3. — P. 283–311. [In English]

10. *Yaroshevich V.I.* Mekhanizmy pervichnogo publichnogo rozmeshcheniia aktsii [Mechanisms of Initial Public Offering of Stocks] / Yaroshevich V.I., Matveev K.V. // Bankayski vesnik. — 2014. — #10/615. — P. 46—*52.* [In Russian]

11. *Degeorge F.* Auctioned IPOs: The US evidence / Degeorge F., Derrien F., Womack K. L. // Journal of Financial Economics. — 2010. — 98. — P. 177–194. [In English]

12. *Milgrom P.* Auction Theory / Milgrom P. // Advances in Economic Theory: Fifth World Congress, edited by Truman Bewley, London: Cambridge University Press, 1987. — P. 1—32. [In English]

13. *Garbade K. D.* The Treasury Auction Process: Objectives, Structure, and Recent Adaptations / Garbade K. D., Ingber J.F. // Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank, 2005, vol. 11, #2. — P. 1—11. [In English]

14. *Gladchuk K.M.* Osoblyvosti organizatsii protsesu IPO v suchasnykh umovakh[Peculiarities of organizing IPO process in modern environment] // Gladchuk K.M. // Formuvannia rynkovoi ekonomiky. — 2010. — #23. — P. 413—422. [In Ukrainian]

15. *Kikot O. Y.* Sutnist ta vydy auktsioniv [Nature and types of auctions] // Kikot O.Y. // Finance, accounting and audit. — 2015. — №25. [In Ukrainian]

Стаття надійшла до редакції 23жовтня 2015 р.

УДК 336.761

Кикоть Александр Юрьевич,
соискатель кафедры менеджмента банковской деятельности,
ГВУЗ «КНЕУ имени Вадима Гетьмана»,
преподаватель Днепродзержинского технологического
колледжа Днепродзержинского государственного
технического университета
(51909, Украина, Днепродзержинск, пр. Конституции, 2а)
E-mail: kikot-1980@mail.ru

Аукционы на рынке ценных бумаг

АННОТАЦИЯ. В статье детально рассмотрены особенности использования аукционов в качестве механизма реализации и ценообразования на рынке ценных бумаг. Особенное внимание уделено определению таких понятий, как механизм ценообразования и механизм реализации ценных бумаг. Рассмотрена роль продавца и покупателей ценных бумаг в выборе реализационного механизма. Выделено и охарактеризовано основные виды реализационных механизмов, которые используются для продажи ценных бумаг на финансовых ринках. Проведен общий обзор рынка ценных бумаг, который показал ведущую роль аукционов как механизма реализации и ценообразования на данном рынке. Исследованы сегменты рынка ценных бумаг, на которых в качестве механизма реализации используются аукционы; предложено общее определение аукционов ценных бумаг; проанализированы особенности использования аукционов для реализации ценных бумаг; рассмотрены преимущества и недостатки использования аукционов в сравнении с другими реализационными механизмами.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: ценные бумаги, торговля ценными бумагами, механизм ценообразования, аукцион, государственные долговые обязательства, первичное публичное размещение, приватизация, биржевая торговля.

UDC 336.761

Kikot Oleksandr Yuriyovych,
Postgraduate, Department of Banking Management, Kyiv
National Economic University named after Vadym Hetman
Lector of Economics, Dneprodzerzhinsk College of Technologies,
Dneprodzerzhinsk State Technical University.
(2a, Konstytuzii Av., Dniprodzerzhynsk, 51909, Ukraine)
E-mail: kikot-1980@mail.ru

Auctions on securities market

ABSTRACT. The article provides a detailed study of peculiarities of using auctions as selling and price-setting mechanisms on securities markets. Special attention is given to defining such terms as the mechanism for selling securities and the price-setting mechanism. The role of the seller and buyers in selecting a securities selling mechanism is explored. The main types of selling

mechanisms that are used to sell securities on financial markets are singled out and thoroughly characterized. General review of securities markets revealed the leading role of auctions as a selling and price-setting mechanism. The segments of securities markets, on which auctions are utilized as a selling mechanism are studied; the general definition of the securities auction is provided; the peculiarities of using auctions for selling securities are analyzed; the advantages and disadvantages of auctions as compared to other selling mechanisms are carefully investigated.

KEY WORDS: securities, securities trade, price-setting mechanism, auction, government debt securities, initial public offering, privatization, exchange trade.

УДК 336.1:336.5

Логвінов Павло Вадимович,
здобувач кафедри фінансів
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»,
головний економіст бюджетного відділу фінансового
управління Ужгородської міської ради
(88000, м. Ужгород, пл. Поштова, 3)
E-mail: mywork21@ukr.net

ФІНАНСОВЕ ВИРІВНЮВАННЯ ТЕРИТОРІЙ В УМОВАХ ДЕЦЕНТРАЛІЗАЦІЇ ПУБЛІЧНИХ ФІНАНСІВ

АНОТАЦІЯ. У статті розкрито практичні аспекти механізмів збалансування місцевих бюджетів, що виникають у вигляді бюджетних розривів вертикального та горизонтального рівня, шляхом використання трансфертної політики та інших інструментів, що є складовими дохідної частини бюджетного процесу. У результаті дослідження причин утворення бюджетних дисбалансів сформовано обґрунтування у частині дохідної та видаткової частин бюджету, наслідків, що виникають у випадку невідповідності цих елементів. Результати дослідження можуть використовуватись науковцями, працівниками місцевих фінансових органів та іншими учасниками бюджетного процесу.

Запропоновані елементи шляхів якісного наповнення бюджетів місцевого рівня у гармонійному поєднанні з практикою використанням прогресивних технологій бюджетування, як складової видаткової частини, матимуть соціальні наслідки мотивування свідомої сплати податків громадянами, що в подальшому зможуть впливати на розподіл таких ресурсів. Досліджено основні аспекти розширення фінансових повноважень місцевих бюджетів для збалансування. Розкрито алгоритм і порядок формування реверсної дотації та інших трансфертних елементів, що вперше використовуються у бюджетному процесі України.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: фінансове вирівнювання, балансування бюджетів, фіскальний дисбаланс, реверсна дотація, трансфертна політика, публічні фінанси, індекс податкоспроможності.

© П. В. Логвінов, 2015