

покладено оптимальне значення коефіцієнта автономії (незалежності підприємства від зовнішніх кредиторів), оптимальне значення якого становить 0,5. У деяких випадках припускається і більше значення, але підприємства, які мають великий коефіцієнта автономії, виглядають неприємливо на фінансовому ринку з погляду кредиторів, зацікавлених у найменшій мірі ризику при наданні позикових засобів. Сутність другого показника зводиться до визначення обмеження на максимальний розмір торгового кредиту. Для його визначення як головного обмеження нами обрано припустиме значення коефіцієнта загальної ліквідності. Нормальне значення цього коефіцієнта може варіювати від 2 до 3. З огляду на результати дослідження, які свідчать про низьку ліквідність і платоспроможність більшості торгових підприємств, ми вважаємо доцільним для розрахунку цього обмеження використовувати мінімально припустиме значення коефіцієнта.

Після визначення основних обмежень на додаткові фінансові зобов'язання необхідно перейти до рішення одного з головних питань – визначення загальної потреби в зовнішньому фінансуванні. Для цього нами використовується метод пропорційної залежності показників від обсягу товарообігу. В основу одержання прогнозів за даним методом закладено той факт, що зміна основних показників діяльності підприємства (або статей його балансу) відбувається в тієї ж пропорції, у якій відбувається зростання товарообігу. Базуючись на пропорційній залежності показників фінансово-господарської діяльності підприємства від обсягів товарообігу, ми пропонуємо для розрахунку загальної потреби в зовнішньому фінансуванні використовувати формулу:

$$ВФ = ПА - ПП - ПНП,$$

де ВФ – потреба в зовнішньому фінансуванні; ПА – прогнозний приріст активів; ПП – прогнозний приріст пасивів; ПНП – прогнозний приріст нерозподіленого прибутку.

Виглядає вона просто, але для її застосування необхідно здійснити ряд додаткових розрахунків, для чого пропонується такий алгоритм:

1. Розрахунок прогнозного приросту активів:

$$ПА = (A_0 / T_e) * T_t,$$

де A_0 – сума активів підприємства в поточному періоді; T_e – досягнутий рівень товарообігу; T_t – запланований приріст обсягів реалізації.

За цією формулою визначається загальна потреба в збільшенні активів торгового підприємства на 1 грн приросту обсягу товарообігу.

2. Розрахунок прогнозного приросту пасивів підприємства:

$$ПП = (K_0 / T_e) * T_t,$$

де K_0 – сукупна кредиторська заборгованість підприємства.

Сутність даної формули зводиться до визначення приросту кредиторської заборгованості підприємства на 1 грн приросту обсягу товарообігу.

3. Розрахунок прогнозного приросту чистого прибутку:

$$ПНП = [(P_0 * T_n) / 100] * (1 - U_d),$$

де P_0 – рентабельність підприємства; U_d – питома вага прибутку, який спрямовується на виплату дивідендів; $(1 - U_d)$ – питома вага реінвестованого прибутку.

Не випадково в цій формулі використовується показник рентабельності, саме він впливає на потребу в зовнішньому фінансуванні, тому що його

зростання свідчить про збільшення прибутку і зменшення необхідності в позикових засобах.

Важливим моментом при визначенні джерел кредитування є оцінка відсоткових витрат. Це обумовлено тим, що притягнення підприємством засобів із зовнішніх джерел фінансування впливає на зміну показників господарської діяльності, як-от збільшує витрати підприємства з виплати відсотків за кредити.

При упорядкуванні прогнозу основних показників діяльності підприємства сума відсоткових витрат включається у витрати обігу, уточнення цих витрат відбувається після того, як обрані конкретні джерела фінансування. Прогнозні відсоткові витрати необхідно розраховувати не тільки для встановлення обсягів додаткових витрат, але і для визначення більш вигідного джерела фінансування. Загальною домомо, що підприємство може залучати як коротко-, так і довготермінові кредити. Витрати на їх одержання можуть бути різними, бо ставка відсотка диференційована, звичайно вона вище для позичальників "групи ризику" (підприємств із низькою платоспроможністю), а також з дрібних короткотермінових позик. Відсоткові ставки мають тенденцію до динаміки з часом під впливом економічних і політичних змін у державі. При аналізі процентних витрат необхідно враховувати і той факт, що ставка відсотка з кредитів може розраховуватися по-різному (простий відсоток, дисконтний відсоток, доданий відсоток). Усі ці чинники повинні враховуватися при виборі джерел фінансування на практиці.

Застосування запропонованої методики визначення обсягів додаткового фінансування в практичній роботі 20 торгових підприємств м. Донецьк та Донецької області сприяло нормалізації процесу зовнішнього фінансування їх поточної діяльності та підвищенню економічної ефективності.

1. Бланк І.А. Стратегія і тактика управління фінансами. – К., 1996.
2. Брихвем Ю., Галенски Л. Фінансовий менеджмент: Польний курс. В 2 т. / Под ред. В.В.Ковалева. – С.Пб., 1997. – Т. 2.
3. Инвестирование, финансирование, кредитование: Стратегия и тактика предприятия / Н.Н.Ушкова, Т.Е.Унковская, Н.Н.Гуляева, Н.А.Гринюк. – К., 1997.
4. Клейнер Г.Б. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность / Г.Б.Клейнер, В.Л.Тамбовцев, Р.М.Качалов; Под ред. С.А.Панова, Г.Б.Клейнера. – М., 1997.

Надійшла до редакції 14.09.01

А.В.Сірко, канд. екон. наук
Н.М.Найдич, канд. екон. наук

РИНОК КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ: ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ТА РЕГУЛЮВАННЯ

Ринок корпоративних цінних паперів функціонально опосередковує діяльність корпорацій - основного Інституту індустріальної і постіндустріальної економік. Авторами аналізуються проблеми його розвитку в перехідній економіці України, виявляється їх зв'язок з об'єктивною суперечливістю приватизаційного процесу та відсутністю ефективного системи державного регулювання.

The market of corporate valuable papers is functional serves activity of the corporation - basic Institute of Industrial and postindustrial economy. The authors analyze problems its development in transitive economy of Ukraine, their connection with objective discrepancy of privatization process and absence an effective system of state regulation comes to light.

Складовою фінансового ринку виступає ринок корпоративних цінних паперів. Останній являє собою окремих сегмент фондowego ринку, який інституційно опосередковує функціонування й розвиток

корпоративного сектора економіки. Корпоративний сектор включає в себе корпорації (виробничі, транспортні, банківсько-фінансові) та їх об'єднання у вигляді концернів, холдингів, консорціумів, фінансово-промислових груп та інших інтегрованих формувань. Колективне прийняття доленосних для корпорації рішень та відокремлення функцій власності від управління, можливість вкладення нових капіталів та вилучення будь-ким із власників своєї частки шляхом продажу акцій третім особам, залучення через розміщення акцій на ринку цінних паперів – це ті переваги, завдяки яким корпорації стали і стають найбільш ефективною і домінуючою формою організації господарської діяльності в індустріальній і постіндустріальній економіках. Процеси інтернаціоналізації і глобалізації господарського життя привели до панування транснаціональних корпорацій, чи так званої "економіки корпорацій".

Сама природа корпорацій, передусім, використання акцій як специфічного фінансового інструменту для залучення в міру потреб фірми додаткових капіталів, вказує на функціонально важливу роль ринку корпоративних цінних паперів. Ключові функції цього ринку: акумуляція і гнучкий міжгалузевий перерозподіл інвестиційних ресурсів відповідно до принципу прибутковості; встановлення через механізм курсоутворення реальної суспільної вартості фірм і їх майна, яка слугує показником ефективності корпоративного менеджменту та інвестиційної привабливості фірм; формування необхідних умов для стимулювання накопичень і перетворення заощаджень в інвестиції. Отже, проблеми корпоративного сектора у виробництві і проблеми ринку його цінних паперів взаємопов'язані й потребують комплексного підходу до їх осмислення й розв'язання.

Специфічною проблемою перехідної економіки України, як й інших країн, є жорсткий вплив структури акціонерного капіталу (власників акцій) на розвиток ринку корпоративних цінних паперів. Модель масової приватизації, умотивована не економічним, а політико-ідеологічним підходом, на практиці привела до такого розподілу прав власності на приватизованих підприємствах та боротьби за контроль над ринком їхніх акцій, що виник ланцюг проблем у функціонуванні корпорацій та розвитку фондового ринку. Типовими проблемами тут є:

- масові порушення прав акціонерів;
- вихід керівників підприємств з-під контролю як акціонерів, так і держави, що сприяло їх рішенням, спрямованим на знецінення акцій;
- формально-бюрократичний спосіб акціонування підприємств (внесення у реєстри акціонерів), з одного боку, та нерозвиненість фондового ринку, з іншого, не дозволяють акціонерам у будь-який час продавати належні їм акції за ринковою вартістю;
- боязнь перехоплення корпоративного контролю з боку аутсайдерів (зовнішніх інвесторів), яка стримує нові емісії акцій;
- низька прозорість ринку корпоративних цінних паперів (щодо суб'єктів та угод);
- низька ліквідність майна підприємств у процесі грошової приватизації;
- переважання позабіржового ринку акцій приватизованих підприємств;
- відсутня відповідальність перед кредиторами у разі порушення прав останніх унаслідок реорганізації корпорації.

Основними чинниками негативного впливу на рівень капіталізації ринку корпоративних цінних паперів в Україні є:

- сформована в результаті приватизаційної кампанії чисто інсайдерська модель корпоративного управління, специфічними рисами якої є "розпорошеність" акцій та домінування акціонерів-менеджерів;
- нерозробленість корпоративного законодавства;
- традиційні для перехідних економік ризики, пов'язані з відсутністю повноцінного ринкового ціноутворення, відсутністю чіткої і послідовної державної стратегії ринкової трансформації, розмитістю управління державними пакетами акцій, браком корпоративної культури тощо.

Закордонний досвід розвитку ринку корпоративних цінних паперів показує, що формування його реальної ролі залежить від рівня концентрації акціонерної власності. Тому явне переважання позабіржової торгівлі корпоративними цінними паперами над фондовим ринком на фоні тривало депресивного стану економіки засвідчує факт продовження боротьби за перерозподіл власності та контроль над приватизованими підприємствами. Адаже вже звичні для наших умов мінімальна прозорість і максимальна конфіденційність угод з купівлі-продажу акцій не сумісні з цивілізованим працюючим фондовим ринком.

Розвинений фондовий ринок справляє активний, часто навіть агресивний, вплив на корпоративний сектор, стаючи ринком корпоративного контролю, тобто публічним і детально урегульованим законодавчо ринком "поглинаний". В Україні це явище не набуло широкого поширення. Натомість ринку, держава, керуючись фіскальними цілями, дедалі більше реалізує свої пакети акцій стратегічних підприємств за сумнівними цінами і в обхід прозорих конкурентних процедур.

Аналіз і узагальнення проблем розвитку корпоративного сектора в Україні переконують нас у тому, що активізація ролі його ринкових підойм потребує забезпечення ефективної системи державного регулювання. Система державного регулювання фондового ринку – це широко диверсифікований комплекс правових, адміністративних, економічних, технічних та ін. методів.

Національні інтереси України визначають основні засади державного регулювання ринку корпоративних цінних паперів, а саме:

- створення і забезпечення ефективного функціонування механізмів залучення внутрішніх і зовнішніх інвестицій;
- сприяння формуванню ефективної моделі корпоративного управління приватизованими підприємствами;
- забезпечення надійних механізмів захисту прав учасників ринку;
- інтеграція національного ринку цінних паперів у світовий фінансовий ринок при забезпеченні власної економічної безпеки;
- боротьба з сурогатами цінних паперів та незаконною діяльністю на фондовому ринку.

У кінцевому підсумку вплив держави на цей сегмент ринку зводиться до забезпечення й підтримання довіри інвесторів до ринку, створення на цій основі сильної мотивації до заощаджень і вкладень вільних грошових коштів у ринкові інструменти.

Надійшла до редакції 24.09.01