

УДК 336.76

С. В. Червякова

РОЛЬ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В ЗАБЕЗПЕЧЕНІ РОЗШИРЕНОГО ВІДТВОРЕННЯ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Ключові слова: фінансовий ринок, джерела фінансування, фінансова стійкість, первинне публічне розміщення акцій.

У наш час, коли Україна знаходиться на шляху складних економічних перетворень, відповідно до сучасних вимог ринку надзвичайно важливими є перебудова та реструктуризація промислового комплексу, підвищення ефективності науково-технічної та інноваційної діяльності вітчизняних підприємств [1]. Стале соціально-економічне зростання в Україні неможливе без активізації інвестиційної діяльності окремих суб'єктів господарювання, оскільки розвиток економіки можливий лише тоді, коли підприємства за рахунок втілення інвестиційних проектів істотно підвищують рівень одержуваних прибутків. У процесі інвестування перед підприємствами виникає ряд завдань, які пов'язані з управлінням ресурсним забезпеченням інвестиційної діяльності, а саме: раціональне використання наявних джерел формування інвестиційних ресурсів та залучення додаткових джерел, використовуючи можливості фінансового ринку України.

На сучасному етапі розвитку економіки України на підприємствах гостро відчувається нестача фінансових ресурсів. Реалізація ж інвестиційної діяльності потребує належного фінансового забезпечення. В таких умовах надзвичайно важливими питаннями є формування фінансових ресурсів за рахунок різних джерел, включаючи власні внутрішні джерела, кредитні ресурси банківської системи, кошти, що акумульовані на фінансовому ринку країни, для інвестиційної діяльності підприємств та оптимізація їх структури.

Проблему фінансування інвестиційної діяльності підприємств, зокрема розширеного відтворення основних фондів, знаходиться в центрі уваги вітчизняних та зарубіжних науковців, а саме: Р. З. Акбердін, В. Ф. Беседін, Є. І. Бойко, І. О. Школьник, В. М. Геєць, М.І. Долішній, А. С. Ємельянов, Д. Комінгс, О. А. Кузнецов, В. Ф. Спірін, Д. Н Хайман та ін. Слід зазначити, що дані дослідження в більшості випадків мають дискрет-

ний та фрагментарний характер. У роботах вітчизняних авторів майже відсутні дослідження ролі фінансового ринку в забезпеченні фінансовими ресурсами підприємств.

Мета статті полягає у дослідженні ролі фінансового ринку в забезпеченні розширеного відтворення діяльності суб'єктів господарювання та визначення пріоритетної ролі саме первинного публічного розміщення акцій.

На сьогодні створюється ситуація, при якій виникає значний попит саме на довгострокові фінансові ресурси. На сучасному етапі як банківські установи, так і суб'єкти господарювання реального сектору економіки є недокапіталізованими, а отже, для підтримки високих темпів зростання валового внутрішнього продукту в країні найближчим часом повинні суттєво зрости обсяги довгострокових фінансових ресурсів [2].

За рахунок інвестиційних ресурсів, які формуються підприємствами, здійснюються всі види інвестиційної діяльності. Джерела формування інвестиційних ресурсів підприємств дуже різноманітні. Дослідження цих джерел показує, що їх можна групувати по різних ознаках. Більшість вчених-економістів виділяють таку ознаку, як відношення суб'єкта господарювання до ресурсів, котрі формуються за рахунок цих джерел. При класифікації за цією ознакою джерела формування підрозділяються на три групи: власні, позичкові та залучені. До найбільш впливових статей, що формують зазначені групи інвестиційних ресурсів можна віднести: власні ресурси в частині прибутку та амортизації, позичкові — довгострокові кредити та емісія облігацій, залучені — емісія акцій.

У зв'язку з тим, що прибуток як джерело формування інвестиційних ресурсів обмежений в рамках сформованих фінансових результатів від діяльності і не здатний задовольнити існуючі значні потреби в довгострокових фінансових ресурсах на оновлення, модернізацію виробництва та інші інвестиційні програми, основними зовнішніми джерелами виступають довгострокові кредити, емісія акцій та облігацій, що формуються в межах фінансового ринку.

Аналіз динаміки обсягу основних зовнішніх джерел фінансування, які залучені з використанням можливостей фінансового ринку, суб'єктів господарювання за період 2005-2009 рр. дає змогу зробити наступні висновки (рис. 1).

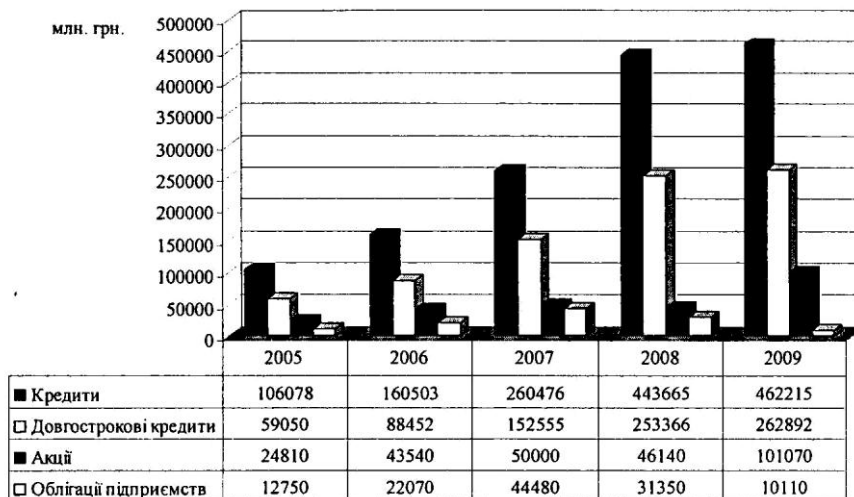


Рис. 1. Динаміка обсягу основних джерел фінансування суб'єктів господарювання за період 2005-2009 рр., млн. грн. (складено за даними [3, 4, 5])

Аналіз рисунку 1 показує нестійку тенденцію зміни обсягів випуску акцій, що можна пояснити фінансовою кризою, яка розгорнулася в 2008 році. Проте вже в 2009 спостерігається значне збільшення обсягу емісії, тобто ринок оговтався від спаду і набирає обертів для подальшого збільшення. Що стосується облігацій підприємств, то спостерігається негативна тенденція до зменшення обсягу емісії, так починаючи з 2007 року та в період фінансової кризи має тенденцію до зменшення, а в 2009 році повернувся до рівня 2005 року. Протягом аналізованого періоду спостерігається стабільна тенденція до збільшення кредитів суб'єктам підприємствам, в тому числі й довгострокових кредитів. В той же час, якщо проаналізувати цільове спрямування кредитних ресурсів (табл. 1), то найбільший обсяг кредитів йде на фінансування поточної діяльності — майже 374 млн. грн. у 2009 році проти 87 млн. грн. на здійснення інвестиційної діяльності, у тому числі придбання, будівництво та реконструкція нерухомості та інших видів основних засобів.

Якщо проаналізувати динаміку темпів зростання основних джерел фінансування діяльності за період 2006-2009 роки (рис. 2), то спостерігається наступна картина. Якщо за абсолю-

Таблиця 1

Кредити, надані суб'єктам господарювання, за цільовим спрямуванням і строками погашення за період 2006-2009 рр., млн. грн. (складено за даними [5])

Період	Кредити на поточну діяльність			На придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості			Інші кредити в інвестиційну діяльність		
	усього	у тому числі за строками		усього	у тому числі за строками		усього	у тому числі за строками	
		до 1 року	більше 1 року		до 1 року	більше 1 року		до 1 року	більше 1 року
2006	137516	70036	67480	6405	675	5730	16582	1339	15243
2007	217271	104251	113020	10618	1380	9238	32587	2290	30296
2008	359140	183427	175713	18262	2776	15487	66263	4096	62166
2009	373759	191185	182573	17670	2677	14993	70786	5461	65325

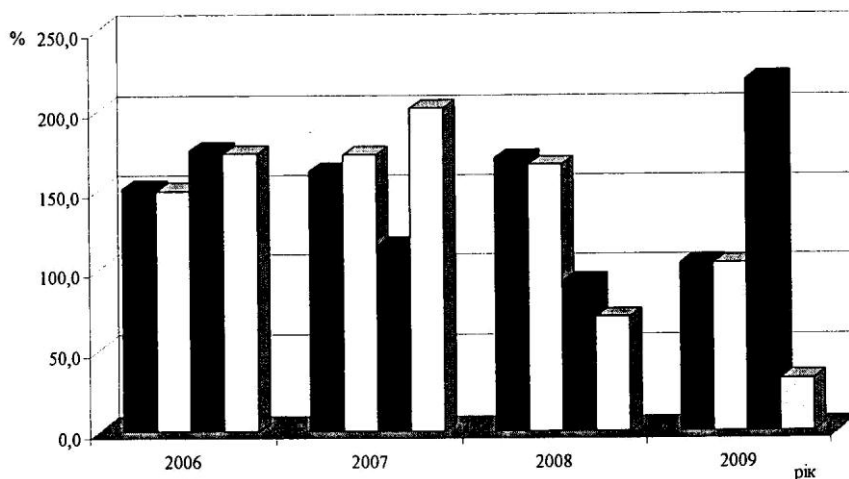


Рис. 2. Динаміка темпів зростання основних джерел фінансування діяльності за період 2006-2009 рр., % (власні розрахунки на основі даних [3, 4, 5])

тними показниками в структурі джерел фінансування переважають кредити, то у відносних значеннях спостерігається значне зростання саме обсягу акцій, що говорить про те, що ринок акцій набирає потужностей і в майбутньому може претендувати на основне джерело фінансування діяльності.

В той же час, якщо говорити про обсяги залучених коштів в результаті випуску акцій, то за 2009 рік було здійснено роз-

міщення акцій на вітчизняному фондовому майданчику ПАТ НАК “Нафтогаз Україна” у сумі 30,6 млрд. грн., ВАТ “Державний ощадний банк України” — 11,77 млрд. грн. та ПАТ “Родовід” у розмірі 5,6 млрд. грн. Якщо говорити про обсяги залучених довгострокових коштів суб’єктами господарювання, то найбільші інвестиційні проекти, профінансовані вітчизняними банками, коштують 150-250 млн. грн.

Використання позикового капіталу певною мірою обмежується існуючою структурою капіталу, яка вже порушує фінансову стійкість. Для того щоб підтвердити дані прогнози, нами було проведено аналіз балансу суб’єктів господарювання за видами економічної діяльності за даними державного комітету статистики.

Коефіцієнт автономії свідчить про фінансову незалежність суб’єктів господарювання (табл. 2). На сьогодні в реальному секторі економіки створюється ситуація, коли суб’єкти господарювання входять в зону фінансової залежності від зовнішніх джерел фінансування. За 2004-2009 роки спостерігається нега-

Таблиця 2

Динаміка коефіцієнту автономії за видами економічної діяльності за період 2004-2009 роки (власні розрахунки на основі даних [3])

Вид економічної діяльності	Рік					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Усього	0,47	0,46	0,44	0,42	0,35	0,35
Сільське господарство, мисливство та лісове господарство	0,59	0,55	0,56	0,55	0,47	0,48
Промисловість	0,49	0,50	0,48	0,47	0,40	0,37
Будівництво	0,31	0,27	0,28	0,23	0,17	0,19
Торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	0,12	0,14	0,14	0,15	0,09	0,09
Діяльність готелів та ресторанів	0,61	0,56	0,54	0,50	0,40	0,39
Діяльність транспорту та зв'язку	0,66	0,64	0,62	0,60	0,54	0,55
Фінансова діяльність	0,51	0,49	0,48	0,47	0,42	0,41
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	0,68	0,64	0,60	0,59	0,48	0,46
Освіта	0,69	0,68	0,68	0,76	0,73	0,73
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	0,60	0,59	0,59	0,59	0,53	0,50
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	0,39	0,43	0,65	0,66	0,46	0,42

тивна тенденція — коефіцієнт поступово знижується з 0,47 до 0,35 в цілому по підприємствах України при нормативному значенні на рівні 0,5.

Такі значення коефіцієнтів свідчать про те, що на сьогодні суб'єкти господарювання реального сектору економіки не можуть повністю покрити залучені кошти. В той же час, слід зазначити, що така ситуація не характерна для всіх галузей економіки. Як видно з даних таблиці 2 у 2009 році коефіцієнт автономії для таких видів діяльності як освіта, охорона здоров'я та надання соціальної допомоги, діяльність транспорту та зв'язку є достатньо високим та відповідає нормативному значенню. В той же час дані види діяльності у структурі валового внутрішнього продукту мають незначну частку і не суттєво впливають на рівень даного показника (табл. 3).

Таблиця 3

Розподіл валового внутрішнього продукту за видами економічної діяльності за період 2004-2008 рр., %
(власні розрахунки на основі даних [3])

Вид економічної діяльності	Рік				
	2004	2005	2006	2007	2008
Сільське господарство	10,80	9,18	7,54	6,58	6,87
Промисловість	22,21	23,74	24,16	24,30	23,11
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	3,60	3,44	3,42	3,23	3,04
Будівництво	4,19	3,71	3,89	4,23	3,08
Торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	11,90	12,69	12,60	13,21	13,85
Діяльність транспорту та зв'язку	12,37	10,75	10,30	9,72	9,18
Освіта	4,71	4,73	4,82	4,57	4,59
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	3,17	3,16	3,26	3,13	3,08
Інші види економічної діяльності	19,29	18,30	19,53	22,19	23,99

Зростання тенденції фінансової залежності маємо перш за все в галузі будівництва, діяльності готелів та ресторанів, промисловості, а також у 2009 році коефіцієнт автономії на рівні критичного значення менше 0,5 сформувався у таких галузях як: промисловість, сільське господарство та торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку. Враховуючи той факт, що в сукупності дані галузі забезпечують майже 45 % валового внутрішнього продукту, від того на скільки фінансово стійкими будуть суб'єкти господарювання саме в

цих галузях буде залежати і рівень фінансової незалежності суб'єктів реального сектору економіки країни.

Підтвердженням негативної тенденції зростання фінансової залежності суб'єктів господарювання є розрахунок коефіцієнта фінансування (табл. 4). Даний показник розраховується як співвідношення залучених та власних коштів. Він характеризує обсяг залучених позикових коштів на одиницю власного капіталу, тобто ступінь залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування.

Таблиця 4

Динаміка коефіцієнту фінансування за видами економічної діяльності за період 2004-2009 роки (власні розрахунки на основі даних [3])

Вид економічної діяльності	Рік					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Усього	1,13	1,19	1,30	1,37	1,86	1,90
Сільське господарство, мисливство та лісове господарство	0,70	0,80	0,80	0,81	1,12	1,07
Промисловість	1,03	1,02	1,07	1,13	1,48	1,67
Будівництво	2,26	2,69	2,63	3,27	4,88	4,21
Торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	7,19	5,96	6,27	5,57	10,46	10,23
Діяльність готелів та ресторанів	0,64	0,77	0,84	1,01	1,50	1,56
Діяльність транспорту та зв'язку	0,51	0,57	0,61	0,67	0,84	0,80
Фінансова діяльність	0,96	1,03	1,07	1,13	1,38	1,42
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	0,48	0,55	0,66	0,70	1,10	1,17
Освіта	0,44	0,46	0,48	0,31	0,38	0,36
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	0,66	0,70	0,68	0,69	0,87	1,00
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	1,54	1,32	0,54	0,50	1,16	1,36

За аналізований період спостерігається негативна тенденція до збільшення даного показника з 1,13 до 1,90, при нормативному значенні в межах 0,5-1. З огляду на погіршення даного показника у найбільш впливових галузях економіки, а саме: будівництво, промисловість, фінансова діяльність та сільське господарство, можна говорити про критичну структуру капіталу, яка сформована на сьогодні.

Показник власного оборотного капіталу є яскравим індикатором фінансової стійкості суб'єктів господарювання, його розрахунок також підтверджує негативну тенденцію погіршення фінансової стійкості суб'єктів господарювання (табл. 5). Як бачимо, обсяг власного оборотного капіталу за весь аналізований період становить від'ємне значення, тобто у підприємств не вистачає власного капіталу для фінансування поточних потреб. Більше того, це свідчить про те, що у підприємств не вистачає власного капіталу для фінансування своїх необоротних активів, які за своєю природою є не чим іншим, як виробничими потужностями, а отже, є основою для здійснення розширеного типу відтворення, кінцевим наслідком якого є зростання валового внутрішнього продукту країни.

Таблиця 5

Динаміка обсягу власного оборотного капіталу за видами економічної діяльності за період 2004-2009 роки, млн. грн.
(власні розрахунки на основі даних [3])

Вид економічної діяльності	Рік					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Усього	-82005,8	-95972,6	-130817,0	-203209,0	-418452,0	-479701,0
Сільське господарство, мисливство та лісове господарство	1562,9	2247,4	2484,9	6195,9	3308,6	6523,3
Промисловість	-24425,5	-22266	-26744,3	-41267,7	-96412,0	-136022,0
Будівництво	-4742,9	-9121,2	-11263,4	-22336,5	-40582,8	-34034,9
Торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	-20590,3	-22771,0	-29506,1	-45408,2	-91445,8	-93552,6
Діяльність готелів та ресторанів	-945,3	-1513,6	-1649,8	-2991,8	-5183,3	-5836,6
Діяльність транспорту та зв'язку	-11735,7	-15490,2	73105,0	-33549,6	-57503,4	-57597,3
Фінансова діяльність	5159,7	10870,1	16131,5	20037,1	14839,8	21873,9
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	-24368,7	-35774,6	-50920,5	-80048,8	-135867,0	-168709,0
Освіта	-37,1	-24,8	-36,3	41,9	-47,3	-10,0
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	-533,0	-618,7	-688,1	-1122,3	-1815	-2546,4
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	-1256,1	-1414,6	-1508,3	-2633,2	-7837,6	-9639,5

Викликає занепокоєння і той факт, що в динаміці зазначений показник у цілому за всіма видами діяльності погіршується досить швидкими темпами. Так, у 2009 році порівняно з 2008 роком зазначений показник знизився на 61249 млн. грн., що становить майже 15 %. Якщо говорити про зміну даного показника за весь аналізований період, то з 2004 по 2009 роки власний оборотний капітал зменшився майже на 400 млрд. грн., або в 4,95 рази. Сам по собі факт відсутності власних оборотних коштів суб'єктів господарювання є негативним, оскільки підтверджує зростання фінансової залежності суб'єктів господарювання від зовнішніх джерел фінансування і не тільки щодо фінансування поточної діяльності, але і по фінансуванню необоротних активів.

Для більш глибокого дослідження фінансової стійкості суб'єктів господарювання проаналізуємо структуру капіталу, яку фактично вони мають на сьогодні (рис. 3).



Рис. 3. Структура джерел фінансування суб'єктів господарювання за період 2004-2009 рр., % (власні розрахунки на основі даних [3])

Як бачимо, у структурі джерел фінансування найбільшу питому вагу має власний капітал та короткострокові джерела фінансування. При цьому питома вага власного капіталу поступово скорочується, в той же час поступово зростає питома вага до-

вгострокових джерел фінансування. Така ситуація характерна як для економіки в цілому, так і для фінансового ринку, переважними джерелами фінансування є саме короткострокові кредити.

Безперечно є позитивним факт зростання питомої ваги довгострокових джерел фінансування, цільовим призначенням яких є оновлення основних засобів.

Проведений аналіз фінансової стійкості вітчизняних суб'єктів господарювання, дозволяє зробити висновок, що для покращення ситуації, яка склалася, у першу чергу необхідно нарощувати власний капітал через емісію акцій, а саме первинне публічне розміщення акцій. Тобто, можна говорити про те, що саме емісія акцій дозволить підприємствам залучити довгострокові фінансові ресурси для здійснення їх інвестиційних проектів, в частині оновлення перш за все виробничої бази.

Порівняємо джерела залучення капіталу з механізмом публічного розміщення акцій, переваги останнього перед іншими інвестиційними джерелами представлені в таблиці 6 [6].

Таблиця 6

Переваги публічного розміщення акцій перед іншими інвестиційними джерелами

Джерело інвестицій	Переваги публічного розміщення акцій
Нерозподілений прибуток	Велике разове надходження капіталу. Незалежність від майбутньої економічної кон'юнктури
Банківські кредити	Незалежність від конкретного фінансового інституту. Відсутність майбутніх виплат, не порушує фінансову стійкість
Облігації	Відсутність зобов'язань з обслуговування позики. Необмежений строк залучення капіталу, не порушує фінансову стійкість

Таким чином, первинне публічне розміщення акцій дозволяє залучати на майже безповоротній основі великі обсяги фінансових ресурсів, які в перспективі можуть бути використані для розвитку бізнесу.

З огляду на проведений аналіз потреби у фінансових ресурсах вітчизняних підприємств ми дійшли до висновку, що по-перше вітчизняні підприємства відчувають гостру нестачу у довгострокових фінансових ресурсах, по-друге, для того щоб забезпечити фінансову стійкість суб'єктам господарювання необхідно перш за все залучення довгострокових джерел фінансування.

Ці ресурси суб'єкти господарювання можуть отримати або у вигляді довгострокових кредитів, або у вигляді залучення коштів з використанням можливостей ринку цінних паперів. Використання позикових коштів певною мірою обмежується в зв'язку з існуючою структурою капіталу, яка вже порушує фінансову стійкість. У зв'язку з цим у першу чергу буде виникати необхідність у нарощенні власного капіталу, шляхом проведення первинного публічного розміщення акцій.

Література

1. Румик І. І. Кредитування як джерело фінансування інноваційної діяльності підприємства // Вчені записки Університету "Крок". — Т. 3, № 19. — С. 103-109.
2. Школьник І. О. Фінансовий ринок та його роль в інвестуванні реального сектору економіки // Вісник СумДУ. Серія Економіка. — 2008. — № 1. — С. 200-206.
3. Офіційний сайт Державного комітету статистики України // <http://www.ukrstat.gov.ua>.
4. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку // <http://www.ssmc.gov.ua>.
5. Офіційний сайт Національного банку України // <http://www.bank.gov.ua>.
6. Петров В. Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций // Рынок Ценных Бумаг. — 2005. — № 15. — <http://www.rcb.ru>.

Резюме

У статті автором досліджено роль фінансового ринку в забезпеченні розширеного відтворення підприємств України. Розглянуто стан фінансування розширеного відтворення суб'єктів господарювання за рахунок різних джерел. Виявлено пріоритетну роль процесу емісії акцій в частині здійснення інвестиційної діяльності.

В статье автором исследована роль финансового рынка в обеспечении расширенного воспроизводства предприятий Украины. Рассмотрено состояние финансирования расширенного воспроизводства субъектов хозяйствования за счет различных источников. Выведено приоритетную роль процесса эмиссии акций в части осуществления инвестиционной деятельности.

In the article the author researches the role of financial markets in providing expanded reproduction of Ukraine's enterprises. The condition of financing of corporations through various sources is considered. The priority role process of issuing shares in terms of investment activities is revealed.

Рецензент доктор економ. наук, професор И. О. Школьник

УДК 336.14:351.72 (477)

О. С. Аладишева

ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ МІЖБЮДЖЕТНИХ ВІДНОСИН В УКРАЇНІ

Ключові слова: міжбюджетні відносини, організаційно-правові засади, Бюджетний кодекс, міжбюджетні трансферти, бюджетна система, державний бюджет, місцевий бюджет, розподіл видаткових повноважень.

Міжбюджетні відносини в Україні є однією з визначальних складових бюджетного процесу, важливим інструментом удосконалення фінансових відносин між центральними та місцевими органами влади, визначальним чинником економічної та політичної стабільності в Україні. Актуальність обраної теми визначають сучасні світові тенденції в економіці, які посилюють роль виваженого державного регулювання як гаранта фінансово-економічної безпеки країни.

Необхідність дослідження організаційно-правових засад міжбюджетних відносин обумовлена прийняттям нової редакції Бюджетного кодексу та інших нормативних актів.

Важливою складовою бюджетної політики є здійснення збалансованих міжбюджетних відносин. Якщо структура доходів і витрат консолідованого бюджету визначає галузеві орієнтири та пріоритети бюджетної політики, то стосунки між центральним та місцевим бюджетами є одним з основних важелів регіональної політики.

Система міжбюджетних відносин протягом всього періоду існування незалежної країни зазнає постійного реформування. Аналізу нових рис, що набули відносини між бюджетами всіх рівнів, а також критиці старих, що залишилися за часів радянської влади присвячені праці С. Буковинського, О. Василика,