

шувати нагальні соціально-економічні проблеми села. Однак країни не збираються від неї відмовлятися з огляду на попередні досягнення у аграрному секторі економік. На початку нового тисячоліття країнами-членами ОЕСР впроваджується нова "сільська парадигма", ключові положення якої зорієнтовані на перехід від субсидування сільського господарства до інвестування, підвищення уваги децентралізованої управлінської вертикалі до об'єктів соціальної інфраструктури, виділення нових секторів у сільській економіці (екологічний туризм, розвиток інформаційних та комунікаційних технологій). Експерти Світового банку стверджують, що саме сільське господарство є джерелом економічного зростання у майбутньому, способом подолання бідності, відновлення екосистемних послуг у країнах, що розвиваються, у країнах з перехідною економікою. На наш погляд, сукупні зусилля громадськості, місцевих харизматичних лідерів, національних урядів з часом принесуть істотні соціально-економічні зрушення. Особливу увагу слід приділяти проблемам розвитку силами спільнот. Саме спільноти поєднують у собі знання місцевої специфіки, творчі починання, соціальний капітал тощо.

Національні моделі економічних систем також характеризуються різними підходами у фінансуванні екосистемних послуг на стійкому рівні. У Бразилії з 1992 р. був встановлений екологічний податок на додану вартість. Він являє собою мито на товари, послуги, енергію, зв'язок. Екологічний ПДВ перетворився на потужне джерело доходів для бюджету країни. Перерозподіл надходжень від центру до муніципалітетів відбувається згідно досягнутого рівня екологічної ефективності. Результатом введення податку стало розширення заповідних територій [7, с. 128]. Г. Феррайер ставить питання про можливість запровадження системи екологічних штрафів або податків за ініціацію негативних зовнішніх ефектів, яка б мала ретроактивне застосування та враховувала негативні економічні наслідки нестійкої діяльності, що здійснювалася майже століття у розвинених країнах. Надбавки до штрафів або податків мають вводитися відповідно до кожної спожитої в минулому одиниці видобувних енергоресурсів. Податкові надходження слід перерозподілити на користь країн, що розвиваються у формі інвестицій у інфраструктуру (сектори електроенергії, матеріалів, відходів, водопостачання) [8, с.456]. Справді, у 90 % країн, що розвиваються, регулюючі послуги екосистем фінансуються шляхом сплати рахунків місцевим населенням. Це покриває лише частину витрат на постачання даного виду послуг. Нестача коштів покривається з доходів від сплати податків та благодійності. Приватні інвестиції у

постачання чистої питної води зазнали піку у 1996-1999 рр. Їх поступове зниження пояснюється слабкою віддачею, необхідністю вкладання значно більшого стартового капіталу у інфраструктуру водопостачання, ніж у сфери електропостачання, телекомунікації, природного газу. Вагомим є фактор нестабільності національної валюти країн, що розвиваються [8, с.106].

Нагальною є проблема інвестування в розвиток і впровадження інновацій у галузі сільського господарства, які б давали альтернативні варіанти розв'язання проблеми забезпечення продовольчими товарами усіх верств населення. Серед лімітуючих чинників розвитку таких інвестицій є небажання держав вважати розробників інновацій повноправними партнерами, брак управлінців відповідної кваліфікації, підконтрольність правлячим елітам, тощо [6, с.17]. Інвестування у НДДКР в сфері сільського господарства зазнає краху через провали ринкового механізму, неадекватні рішення політичних діячів, складні агроекономічні умови (Африка). Позитивні зрушення (у вигляді трьохкратного збільшення притоку іноземних інвестицій) мають місце в Індії та Китаї.

Марнотратна природа індустріальних процесів породила проблеми, які здатні невиправно вплинути на розвиток людства. Йдеться про деградацію природного навколишнього середовища, поглиблення беззаконня, відчаю та апатії у суспільствах, нестачу соціальної волі для боротьби із людськими стражданнями, в тому числі з бідністю, заради добробуту. Перспективні програми розвитку мають відповідати таким вимогам як системність, диференційованість, стійкість децентралізованість, вмонтованість у соціально-економічне життя. На нашу думку, важливим кроком у прийнятті рішень про об'єкти фінансування є орієнтація потоків інвестицій не лише у відтворення природного капіталу, але й у всебічний розвиток людських ресурсів.

1. Титенберг Т. Экономика природопользования / Пер. с англ. К. Папенова. – М.: ОЛМА-ПРЕСС, 2001. – 591 с. 2. Хокен П. Естественный капитализм. – М.: Наука, 2002. – 459 с. 3. Die Off. A population crash resource page. Режим доступу: <http://www.dieoff.org/page241.htm>. 4. Доклад международной программы "Оценка экосистем на пороге тысячелетия". Синтез. 2005. Режим доступа: www.millenniumassessment.org. 5. Доклад о мировом развитии 2008. Сельское хозяйство на службе развития. Обзор. Режим доступа: www.worldbank.org. 6. Худяков Н. ОЭСР о состоянии сельского хозяйства индустриальных стран // Крестьянские ведомости. Режим доступа: www.agronews.ru/newsshow.php?Nid=46687. 7. Human development report 2003. Chapter 5. Режим доступа: <http://hdr.undp.org/en/reports/global/hdr2003/chapter5/>. 8. Энергоуслуги и эколог услуги цели переговоров и приоритеты в области развития / Под ред. С.Царрилли. Режим доступа: www.unctad.org/ru/docs/ditctncd20033_ru.pdf.

Надійшла до редколегії 09.09.2009

Л.І. Данілова, канд. екон. наук, доц.,
І.М. Кулик, асп.

ФІНАНСОВА СТРАТЕГІЯ І ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА ЯК СКЛАДОВА КОРПОРАТИВНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ ПІДПРИЄМСТВ

Розглянуто сутність, задачі, етапи формування і критерії оцінки ефективності фінансової стратегії. Запропоновано модель фінансової стратегії. Досліджено і обґрунтовано взаємозв'язок фінансової стратегії і дивідендної політики акціонерного товариства.

The tasks, stages of formation and criterion of an estimation of efficiency of financial strategy are considered essence. The model of financial strategy is offered. Is investigated and the interrelation of financial strategy and dividend politics of joint-stock company is proved.

В умовах наростаючої політичної та економічної нестабільності в Україні однією із головних проблем фінансового менеджменту акціонерних товариств є ефективне виявлення та усунення невизначеності умов господарської діяльності. Ефективна фінансова стратегія є реакцією управлінського персоналу фірми на можливі зміни зовнішнього і внутрішнього середовища та його

коливання. Формування та реалізація фінансової стратегії є частиною антикризового управління підприємством, оскільки вона передбачає набір альтернативних варіантів фінансових рішень, спрямованих на досягнення намічених цілей у довгостроковій перспективі.

Фінансова стратегія є складовою загальної стратегії компанії на ряду з виробничою, інноваційною, інвести-

ційною, маркетинговою та іншими видами стратегічних рішень. Фінансова стратегія підприємства – це модель реалізації довгострокових цілей фінансової діяльності, спрямованої на досягнення загальної мети господарської діяльності підприємства. Вона охоплює всі форми фінансової діяльності комерційного підприємства: оптимі-

зацію основних та оборотних засобів, управління структурою капіталу, формування та розподіл прибутку, дивідендну політику, грошові розрахунки, а також податкову і інвестиційну політику суб'єкта господарювання. Нами пропонується така модель фінансової стратегії (рис. 1).

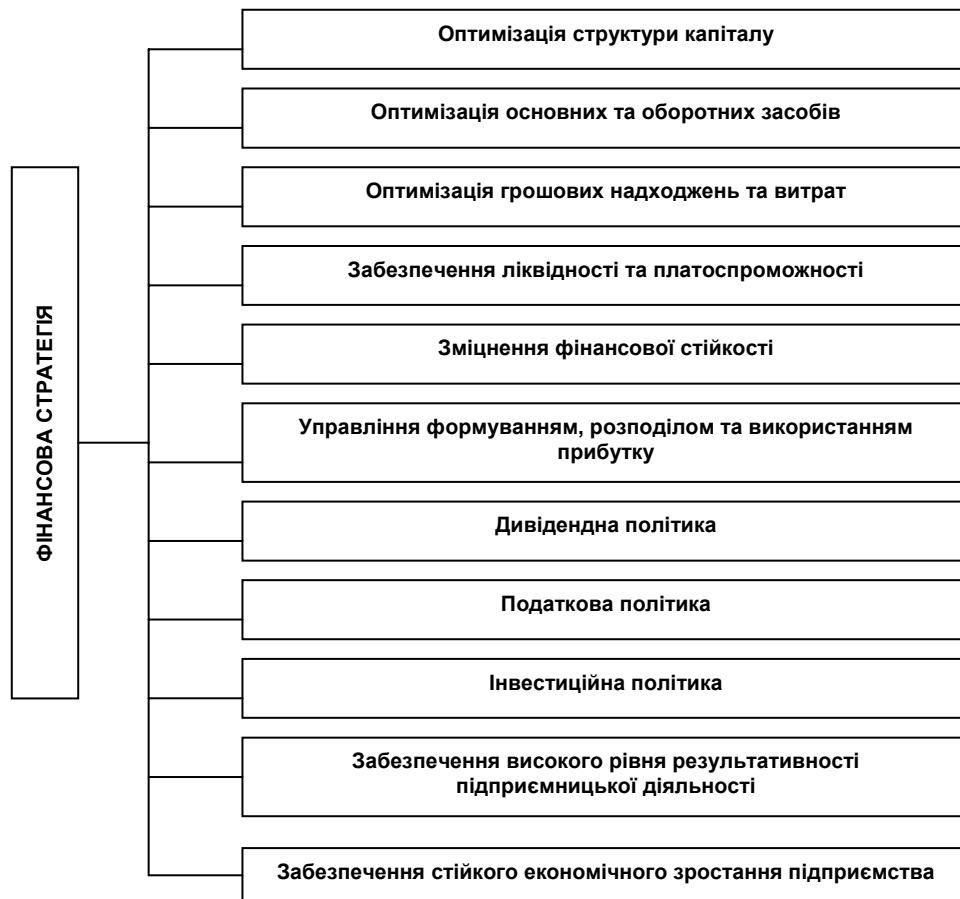


Рис. 1. Модель фінансової стратегії акціонерного товариства

На наш погляд, реалізація фінансової стратегії акціонерного товариства буде успішною лише в тому випадку, якщо фінансові стратегічні цілі відповідають реальним економічним та фінансовим можливостям господарюючих суб'єктів, а фінансові методи і їх інструменти будуть гнучкими та адекватними змінам економічної ситуації. Фінансова стратегія показує картину розвитку підприємства у майбутньому і є основою для вибору альтернативи, обумовлює природу і напрям організації фінансових відносин. Розробка та реалізація фінансової стратегії сприяє інвестиційно-інноваційному розвитку підприємства, забезпечує підвищення основних фінансово-економічних показників його діяльності, розширення обсягів виробництва, отримання стабільних та високих прибутків.

Завданнями фінансової стратегії підприємства можуть бути:

- ✓ формулювання основних шляхів реалізації фінансової стратегії та способів використання фінансових ресурсів;
- ✓ визначення найбільш перспективних і економічно вигідних фінансових взаємин з іншими суб'єктами господарювання, банками, бюджетом, фінансовими установами;
- ✓ фінансове забезпечення операційної та інвестиційної діяльності на тривалий проміжок часу;

- ✓ дослідження фінансово-економічних можливостей імовірних конкурентів, розроблення та реалізація заходів щодо забезпечення фінансової стійкості;
 - ✓ розроблення методів управління підприємством на випадок кризового стану та способів виходу із такої ситуації;
 - ✓ управління прибутком і проведення ефективної дивідендної політики.
- Процес формування фінансової стратегії можна поділити на три етапи:
- ✓ ретроспективний аналіз фінансового стану на основі системи фінансових коефіцієнтів (коефіцієнти обираються залежно від фінансово-господарських особливостей діяльності підприємства та специфіки структури його фінансової звітності);
 - ✓ виявлення сильних (сталий приріст обсягу продажу та прибутковості, позитивний грошовий потік, поліпшення структури видатків при збереженні якісних показників товару тощо) та слабких (зниження прибутковості, від'ємний грошовий потік, виникнення загрози втрати капіталу, інвестованого у венчурні підприємства, ознак загального спаду ділової активності) сторін фінансово-господарської діяльності;
 - ✓ розробка перспективного прогнозу з урахуванням імовірнісних планових припущень, сформульованих у межах загальноекономічної стратегії країни, та стратегічного фінансового плану, на основі прогнозних

форм фінансової звітності (балансу, звіту про фінансові результати, звіту про рух грошових коштів).

Оцінювання ефективності фінансової стратегії підприємства ґрунтується на прогнозних розрахунках різних фінансово-економічних показників, дослідження їх динаміки, а також таких результатів реалізації стратегії, як зростання ділової репутації підприємства, підвищення рівня управління фінансовою діяльністю його структурних підрозділів тощо. Ефективність фінансової стратегії залежить від багатьох факторів, зокрема від того, чи відповідає вона загальній стратегії інвестиційно-інноваційного розвитку підприємства, чи узгоджені цілі, напрямки та етапи реалізації цих стратегій; чи ураховує вона прогнозовані зміни у зовнішньому економічному середовищі; чи достатньо для реалізації розробленої фінансової стратегії власних і залучених фінансових ресурсів тощо.

Як бачимо, фінансова стратегія підприємства займає особливе місце в системі стратегічного фінансового планування. Її генеральною метою є ресурсне забезпечення нарощування економічного потенціалу підприємства. Реалізація даної мети можлива через досягнення таких часткових цілей: формування та підтримання оптимальної структури капіталу фірми; стійкого фінансового стану; ефективного розподілу фінансових ресурсів за відповідними напрямками. Основне завдання менеджера при цьому полягає в тому, щоб вибрати дієву і конкурентноздатну стратегію, виходячи з виробничих, фінансових і маркетингових можливостей фірми.

Розробка фінансової стратегії є завданням кожного підприємства, що функціонує в умовах ринку, а тим більше підприємства колективної форми власності, оскільки результати діяльності акціонерного товариства, відповідно до специфіки формування статутного капіталу, безпосередньо впливають на добробут його акціонерів. Підвищення доходів акціонерів та поліпшення їх добробуту можна досягти шляхом збільшення дивідендних виплат та підвищення ринкової курсу акцій, тобто проведення ефективної дивідендної політики.

Згідно нового Закону України "Про акціонерні товариства" від 17 вересня 2008 року [1], дивіденд – це частина чистого прибутку акціонерного товариства, що виплачується акціонеру з розрахунку на одну належну йому акцію певного типу та/або класу. Законом також передбачено, що загальними зборами акціонерів самостійно вирішується, яка саме частина чистого прибутку буде спрямована на виплату дивідендів. Інша частина чистого прибутку може бути спрямована на інвестиції для подальшого розвитку акціонерного товариства, що призведе до збільшення майбутніх грошових надходжень, і, відповідно, зростання ринкової вартості фірми. Отже, перед фінансовим менеджментом акціонерного товариства завжди постає нелегке питання: яку частину чистого прибутку виплатити у вигляді дивідендів (забезпечуючи тим самим поточний дохід акціонера), а яку частину реінвестувати у виробничу діяльність (забезпечуючи майбутній дохід акціонера). Відповідь на дане питання покликана дати дивідендна політика підприємства.

Дивідендна політика – це сукупність засобів та методів оптимального розподілу прибутку акціонерного товариства на виплату дивідендів та реінвестування з метою досягнення максимальної ринкової вартості фірми на довгострокову перспективу.

Дивідендна політика відіграє велику роль в реалізації фінансової стратегії підприємства. Вона впливає на величину самофінансування та структуру капіталу, обсяг грошових надходжень та витрат, визначає рівень ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості та рентабельності, темпи виробничого розвитку та ринкову вартість акцій підприємства. Саме тому формуванню оптимальної дивідендної політики присвячено багато теоретичних досліджень. Найпоширенішими є наступні теорії, розроблені видатними західними вченими-економістами:

1. Міллер М. та Модільяні Ф. [2] розробили теорію ір-релевантності дивідендів, згідно якої обрана дивідендна політика не впливає ні на ціну акцій, ні на вартість капіталу, ні на добробут власників підприємства. Оскільки акціонеру байдуже: отримати дохід зараз у вигляді дивідендів чи в майбутньому у вигляді зростання вартості фірми, то будь-який розмір дивідендних виплат є ефективним. тобто оптимальної дивідендної політики просто не існує. Дана теорія має багато обмежень та недоліків і вона можлива лише в ідеальному ринковому середовищі.

2. Гордон М. та Літнер Д. [3] запропонували теорію "синиці в руках", згідно якої високий рівень дивідендних виплат сприяє максимізації вартості фірми, оскільки акціонери віддають перевагу реальному доходу, а не майбутньому прибутку, пов'язаного зі значним ризиком.

3. Літценбергер Р. та Рамасвами К. [4] відстоювали теорію податкової диференціації, згідно якої акціонери зацікавлені в мінімізації дивідендних виплат, оскільки дивідендний дохід обкладається вищою податковою ставкою, аніж приріст капіталу фірми. Але в багатьох країнах ставка оподаткування дивідендних доходів не перевищує ставку податку на прибуток підприємств, тобто дана теорія в таких країнах втрачає сенс.

4. Сигнальна теорія дивідендів, згідно якої високий розмір дивідендних виплат сигналізує про покращення фінансового стану фірми, що призводить до автоматичного зростання ринкової ціни акцій (і навпаки), тобто необхідно стабілізувати розмір дивідендних виплат.

5. Теорія "клієнтури" передбачає необхідність формування дивідендної політики відповідно до інтересів та очікувань переважної більшості акціонерів. Частина акціонерів, які не задоволені існуючою дивідендною політикою реінвестують свій капітал у більш привабливий для них інвестиційний проект. В результаті підприємство сформує склад акціонерів з однорідними інтересами та перевагами.

Впровадження розглянутих теорій в практиці господарювання акціонерних товариств знаходить своє відображення у формуванні стратегії формування дивідендної політики. Виділяють три види стратегії дивідендної політики та відповідні їм методи нарахування дивідендів:

I. Стратегія консервативної дивідендної політики реалізується шляхом нарахування дивідендів наступними методами:

✓ залишкових виплат, за яким дивіденди виплачуються після максимальної реалізації інвестиційних можливостей підприємства. Перевагою даного методу є потенціал швидкого економічного розвитку підприємства та забезпечення високого рівня його фінансової стійкості, а недоліком – нестабільність розмірів дивідендних виплат, що призводить до коливань курсу акцій даного підприємства.

✓ стабільного розміру дивідендних виплат, коли протягом тривалого періоду фірма виплачує незмінну суму дивіденду з коригуванням на індекс інфляції при високих темпах інфляції. Перевагою даного методу є стабільний розмір дивідендів, що забезпечує стабільність котирування акцій на фондовому ринку та створює почуття впевненості у акціонерів в майбутньому. Недоліком цього методу є його невідповідність фінансовим результатам діяльності підприємства, що створює ризик зниження рівня фінансової стійкості та темпів приросту власного капіталу у періоди несприятливої економічної кон'юнктури.

II. Стратегія поміркованої (компромісної) дивідендної політики реалізується шляхом нарахування дивіде-

ндів методом мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди: акціонери отримують стабільні невисокі дивіденди з додатковими виплатами в періоди ефективної господарської діяльності. Перевагою даного методу є його відповідність результатам господарської діяльності підприємства, а недоліком – високий ризик зниження інвестиційної привабливості акцій та падіння їх ринкової вартості.

III. Стратегія агресивної дивідендної політики передбачає нарахування дивідендів двома методами:

✓ стабільного рівня дивідендних виплат, за яким розмір дивідендів визначається виходячи з встановленого коефіцієнта дивідендних виплат, тобто частки прибутку, що йде на виплату дивідендів. Перевагою застосування даного методу є тісний зв'язок розміру дивідендів з результатами діяльності підприємства, а недоліком – нестабільність розміру дивідендних виплат та високий рівень ризику.

✓ постійного зростання розміру дивідендів, який передбачає стабільний приріст рівня дивідендів на одну акцію до їх розміру у попередньому періоді. Перевагою даного методу є забезпечення стабільної високої ринкової вартості акцій підприємства, а недоліком – ризик зниження фінансової стійкості та зростання фінансової напруги. Якщо приріст дивідендних виплат не пов'язаний з підвищенням прибутковості, то компанія ризикує збанкрутувати в недалекій перспективі.

Вибір, формування та реалізація того чи іншого виду стратегії дивідендної політики акціонерного товариства залежать від багатьох факторів, зокрема: політичної та економічної кон'юнктури в країні, чинного законодавства, рівня розвитку зовнішньоекономічних зв'язків,

специфіки діяльності та рівня розвитку підприємства, фінансових можливостей та, звичайно, фінансової стратегії акціонерного товариства.

Отже, дивідендна політика є надзвичайно важливим та водночас складним завданням фінансового менеджменту акціонерного товариства.

З нашої точки зору, дивідендна політика повинна бути спрямована на досягнення мети фінансової стратегії підприємства щодо підвищення його ринкової вартості, узгоджуватись з інвестиційною політикою підприємства, політикою управління прибутком, політикою формування власних фінансових ресурсів, політикою управління структурою капіталу та інших аспектів фінансової діяльності. Крім того, дивідендна політика має враховувати інтереси інвесторів (акціонерів) щодо отримання поточного високого доходу та забезпечення високої прибутковості підприємства на перспективу.

Таким чином, дивідендна політика – це складова частина загальної фінансової політики підприємства, що включає сукупність засобів та методів оптимального розподілу прибутку підприємства на фонд дивідендних виплат (тобто на поточне споживання) та реінвестування (капіталізація прибутку) з метою досягнення максимальної ринкової вартості фірми на довгострокову перспективу.

1. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 р. №514-VI. 2. Miller M. H., Modigliani F. Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares // Journ. Business. 1961. Oct. P. 411-433. 3. Gordon M.J. Optimal Investment and Financing Policy// Journ. Finance. 1963. May. P. 264-272; Lintner J. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations // Rev. Econ. a. Statistics. 1962. Aug. P. 243-269. 4. Litzenger R.H., Ramaswamy K. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices // Journ. Financial Econ. 1979. June. P. 163-196.

Надійшла до редколегії 09.06.2009

А.Т. Ковальчук, канд юрид. наук, доц.

РИНКИ СПЕКУЛЯТИВНОГО КАПІТАЛУ: ПРОБЛЕМИ ФІНАНСОВО-ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ

Розглянуто ринки спекулятивного капіталу та визначено проблеми їх фінансово-правового регулювання.

Speculative capital markets are determined and problems of there financially-legal adjusting are distinguished

Гігантські потоки похідних фінансових інструментів (деривативів) усе більшою мірою фактично не підконтрольні як національним системам, так і міждержавному впливу. Функціонування глобальних фінансових ринків все більшою мірою (по експоненті) набуває спекулятивного характеру. Інакше кажучи, в сучасній фінансовій архітектоніці особливе місце займає спекулятивний капітал.

Нині значна частина фінансового капіталу під впливом нових глобальних вигод, які кратно перевищують прибутки у традиційних (товаропродукуючих) сферах, активно переорієнтовується на спекулятивне самозростання. Могутні хвилі віртуального капіталу, створювані спекулятивними накатами, все більш відчутно дестабілізують (і це особливо загрозливо) традиційно потужні економічні системи. Гостра криза фінансових систем у ринково розвинутих економіках (в тому числі, в країнах "золотого мільярду") є цьому підтвердженням.

Орієнтація на отримання ситуативних доходів від цінних коливань вартості фінансових активів звично називається фінансовою спекуляцією. Однак юридична природа даного явища до цього часу не досліджена. Термін "спекуляція" в радянські часи визначалась як кримінальне діяння. І сьогодні дане явище, не дивлячись на те, що набуло ринкових форм і отримало "правову амністію", на суспільному рівні за звичкою сприймається негативно.

Ринковий геній виявився у створенні спекулятивної системи, яка дозволяє найбільш підприємливим людям

бачити й маніпулювати невидимими цінностями, тобто фіктивним капіталом [1]. Важливо наголосити, що саме фіктивний капітал є основою спекулятивного капіталу і навпаки. Фіктивність буття певної частини фінансового капіталу, з одного боку, і спекулятивні можливості його відтворення, з іншого, мають своїм неминучим результатом таке паразитарне явище, як спекулятивний ринок.

Саме в ринкових хвилях цінових припливів і відпливів "плавають" професійні спекулянти, скрупульозно відслідковуючи ситуацію на фінансовому ринку. "Ловлячи момент, а в моменті мить", тобто коли парабола цінового падіння досягає "дна", найбільш кмітливі з них придбавають фінансовий капітал (цінні папери, деривативи, фондові інструменти) за найнижчою ціною, щоб з тим самим вигідно перепродати. "Дешевизна капіталу стимулює спекуляцію, подібно тому як дешевизна м'яса стимулює обжерливість та п'янство" [2].

Зараз загальновідомо, що цінні папери, як ринковий атрибут, у багатьох випадках формально віддзеркалюють майнові реалії. Юридичний факт функціонування цінного паперу на ринку лише як "титулу власності", тобто у відриві від реального капіталу, зумовлює комерційну можливість провокувати спекулятивні відносини. "Все, що полегшує комерцію, полегшує і спекуляцію. Комерція та спекуляція в багатьох випадках настільки тісно пов'язані між собою, що неможливо сказати, де кінчається комерція і де починається спекуляція" [3].