

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 усе 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, усе 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].

Нині все більш актуальною виступає необхідність юридичної супроводження волатильності фінансових активів, що функціонують у формі похідних цінних паперів, тобто деривативів. Навіть у країнах, де фінансове право на принципах міжнародних стандартів забезпечує круговорот цінних паперів, завдяки чому, здавалося б, не допускається тіннова маніпуляція цінами, все одно створюються передумови для "підбурювання до спекуляції" [4]. Тобто навіть у цивілізованих ринкових системах чинне законодавство не в змозі необхідним чином дисциплінувати спекулятивний капітал. Нинішня ситуація глобальної нестабільності на світових фінансових ринках є цьому підтвердженням.

Кризове загострення ситуації на іпотечних ринках США змусило законодавчу владу та уряд відмовитися від ринкової етики і засукавши рукава активно вмішуватися в процес його функціонування. Невідкладно був прийнятий закон про відповідальність за спекулятивні махінації, запроваджені більш високі вимоги та жорсткі обмеження при здійсненні операцій на іпотечному ринку, зокрема оформленні кредитних угод, перефінансуванні цих останніх, також посилились вимоги щодо торгівлі строковими контрактами та похідними фондовими інструментами тощо.

Спекулятивні операції здійснюються різними фінансовими інституціями, особливо примітними серед яких є хедж-фонди. Хедж-фонд – це приватний інвестиційний фонд, який обслуговує лише професійних інвесторів. Хедж-фонд бере в своє управління фінансові активи інших компаній і страхує їх фінансові ризики. Сумарно фінансові активи хедж фондів сягають 2,6 трлн. дол. США [5]. Однак, слід визнати, що зазначені фонди не виправдовують свою назву, оскільки, як показала практика, переважно займаються спекулятивними операціями і, в кінцевому підсумку, не гарантують від втрат в умовах глобальної кризи.

Фінансові спекулянти оперують "блукаючим" капіталом, який в пошуках надприбутків "кочує" по регіонах світу. Реактивна реакція на мінливу кон'юнктуру, ціновий ажіотаж, втеча з освоєної території – знайомі характеристики даного різновиду фінансового капіталу, який активно заявив про себе на пострадянських територіях у вигляді так званої "фінансової допомоги" та портфельних інвестицій.

Імпульсивність спекулятивного капіталу створює суттєві проблеми для країн його "заземлення". Тому фіктивно-спекулятивний капітал, який чомусь називають "інвестиціями", є за своєю істинною суттю "антиінноватором", свого роду "фінансовим вампіром" щодо економік, які роблять спробу за його допомогою вирішити фінансові проблеми. Практично вся сфера фінансово-спекулятивних маніпуляцій – це паразитуюча, потенційно небезпечна надбудова над товаропродуруючою сферою. Так, напр., сукупний світовий оборот ф'ючерсних контрактів склав 41 трлн. дол. США, з яких лише 2-3 відсотка зв'язані з операціями у сфері торгівлі й промисловості, а вся інша частина повністю відірвана від реальної економіки [6].

Фіктивно-спекулятивні ринки, "дотримуючись принципів, а не жорстких правил", фактично не підконтрольні державним регулюючим інституціям. Даний різновид фінансового капіталу, користуючись досить ліберальними умовами капіталізації фінансових активів, фактично базує своє функціонування поза впливом фінансово-правових регуляторів. Тому існуючі фінансово-правові важелі (нормативи, ліцензії, дозволи) не в стані спрямувати "егоїстичну енергію" спекулятивних гравців у русло загальних інтересів. Свої підприємницькі зусилля фінансові спекулянти спрямовують на операції з

похідними фінансовими інструментами, що зумовлює їх кратне збільшення на фінансовому ринку.

Самоорганізація спекулятивного ринку не в стані передбачити наростаючу небезпеку, коли одномоментно (іноді в лічені хвилини) спекулятивний капітал обезцінюється на величезні суми. Причиною цього є азарт учасників даного ринку, внаслідок чого має місце зашкалювання фіктивного капіталу. На підтвердження цьому важливо відмітити, що емісія компаніями США матеріально не забезпечених цінних паперів зростає в останні роки в 6 разів (з 1,4 до 8,5 трлн. дол). Загальна ж сума приросту незабезпечених кредитних ресурсів (отже, ці останні є різновидом фіктивного капіталу) перевищила 30 трлн. дол. [7]

Спекулятивний азарт, націлений на операції з фінансовими ресурсами, що оцінюються астрономічними показниками, рано чи пізно закінчується адекватним фінансовим провалом. Досить згадати найбільш резонансні банкрутства грошово-кредитних інституцій в новітній історії, які тривалий час були взірцем надійності, займали перші строчки серед найбільших світових європейських банків. Так, французький банк Societe Generale (та ф'ючерсний трейдер Жером Кервиль) безумовно вже вписані в світову історію спекулятивних невдач, одномоментно втративши 7,2 млрд. дол. США. Трохи раніше, найстаріший банк Великобританії – Barings, потерпів фінансове фіаско, втративши 1,4 млрд. фунтів стерлінгів, також по причині спекулятивного азарту валютного ділера, що представляв інтереси даного банку. З часом Barings був куплений голландським ING за 1 фунт. Ще раніше (1991 р.) із-за махінацій з фіктивним капіталом доля "фінансового Титаніка" спіткала Bank of Credit and Commerce International. Доля "Би-Си-Си-Ай", як бачимо, не стала повчальним уроком для наступних поколінь спекулятивних гравців на ринку фіктивного капіталу.

Рефлексивне переміщення фінансового капіталу в розрахунку на спекулятивний прибуток залишається відмінною ознакою грошових трансакцій на світовому фінансовому ринку. Відсутність на ньому дієвого фінансово-правового контролю спокушує професійних гравців на уклад ризикові операції. Фінансово-правові регулятори для них не стають реальною завадою, оскільки обмежені ліберальним режимом функціонування фінансово-валютного ринку.

Звичайний аргумент, який активно експлуатують прибічниками максимальної лібералізації валютно-фінансового ринку, заключається в твердженнях, що гарячий (спекулятивний) капітал засобами фінансово-правового регулювання, зокрема, валютного контролю, в країні не утримати. Лобістами такої позиції, як правило, виступають окремі парламентарі та високосановні чиновники, які прагнуть створити для себе джерело тіншових доходів за рахунок тісної співпраці з міжнародними фінансовими спекулянтами, що спеціалізуються на грі валютних курсів або ж на форексних ринках. Обороти так званих "гарячих грошей" на форексних ринках – одна з необхідних умов фінансової спекуляції.

Країни, що нещодавно стали на шлях ринкових перетворень, поки що далекі від сформування досконалих систем фінансово-правового регулювання ринку цінних паперів і фондового ринку. Фактичне наповнення законодавчо-нормативних актів досконалими юридичними механізмами, націленими і здатними дієво контролювати процеси на ринках фінансового капіталу, є дуже складним завданням. Адже, наприклад, фондові біржі, торгові системи разом з депозитарними, клірингово-розрахунковими центрами, реєстраторами, зберігачами тощо супроводжують вельми розмаїтий масив угод з приводу багатьох сотень різновидів, типів та модифікацій

цінних паперів, кожна з яких характеризується множинністю ознак, критеріїв, характеристик тощо. Отже, держава практично не в стані передбачити та своєчасно здійснити необхідні профілактичні заходи по упередженню "законних порушень" (дозволено все, що не заборонено) на фондових ринках. Все це провокує реальні можливості для розширеного відтворення віртуального капіталу.

Водночас не можна вважати нормальним некеріваний процес перманентного нарощування фіктивно-спекулятивного капіталу, головним чином в формі фондових інструментів, абсолютно відірваних від своєї матеріальної основи та втягнутих в круговорот автономного самозростання. Така віртуальність – не просто глобальна самоомана, а і "фінансова бомба", що реально загрожує відчутними руйнаціями (якщо не крахом) світової фінансової системи. Про реальні загрози, які несє з собою фіктивно-спекулятивний капітал, у свій час попереджали фінансові аналітики. Однак, за відсутності ефективного фінансово-правового регулювання спекулятивних ринків відтворюються ситуації, що можуть відіграти край згубну роль – проявитись в ролі "зброї масового враження фінансів" [8].

Зрозуміло, що фінансова сфера і зокрема фінансові ринки, в рамках яких точиться безкінечна боротьба за примноження капіталу, – це постійний ризик. Водночас істинною причиною нових фінансових катаклізмів можуть стати не розмаїття цінних паперів та їх похідних, не деривативи як такі, а недосконале фінансово-правове ре-

гулювання, не повноважна (достатньо не відрегульована законодавством) система фінансового права.

Можна погодитися з висновком, що глобальна фінансова архітектура постає як самодостатня полісистема, що функціонує за своїми законами. Ці закони формують найновішу кінетичну економіко-фінансову структуру, і нам ще слід виявити багато її загадок, а отже, збагнути усю глибину сутності трансформованих закономірностей її розвитку [9].

Виходячи з цього, фінансове законодавство, а звідси і фінансове право, повинні відігравати все більш вагому роль у посиленні нормативно-правового забезпечення руху та розширеного відтворення фінансового капіталу. Його більш виважене фінансово-правове позиціонування стало не просто об'єктивною потребою, а і найбільш актуальним завданням як для кожної національної економіки так і світової системи в цілому.

1. Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. – М.: Олимп Бизнес, 2001. – С. 70. 2. Карл Маркс. Капитал. Том III. – С. 446. 3. Там само, с. 447. 4. Петер Нобель. Швейцарское финансовое право и международные стандарты. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – С. 667, 670. 5. Эксперт. Украинский деловой журнал, 2007, № 135. – С. 45. 6. Див.: Мировая экономика и международные отношения. – 2008. – № 3. – С. 26. 7. Див.: Там само. – С.5. 8. Див про це: Ковальчук А.Т. Финансовое право в рыночных системах. К.: "Парламентское изд-во". – 2008. – С.420. 9. Див.: Финансовый рынок Украины. – 2008. – № 9. – С. 5.

Надійшла до редколегії 10.06.2009

Л. Лисяк, канд. екон. наук, доц.

## ПРІОРИТЕТИ СУЧАСНОЇ БЮДЖЕТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

*Здійснено оцінку пріоритетів сучасної бюджетної політики в Україні. Обґрунтовано необхідність коригування пріоритетів бюджетної політики країни в умовах світової фінансової кризи.*

*In the article the Ukrainian budgetary policy's system of priorities has been estimated. The necessary of the budgetary policy's reorientation in the country has been grounded taking into consideration the worldwide financial crisis.*

Останнім часом у зв'язку з внутрішньою нестійкістю економік країн світу, у тому числі й України, структурними змінами та необхідністю виходу на нову якість економічного зростання та розвитку, посилюються спроби модернізувати економічну політику держави та її вагомий напрям – бюджетну. Різним аспектам визначення пріоритетів бюджетної політики та засобів їх реалізації присвячені праці багатьох українських вчених та практиків, зокрема, М.М. Єрмошенко, В.П. Кудряшова, А.І. М'яковського, К.В. Павлюк, Д.О. Полозенка, А.М. Соколовської, І.Я. Чугунова, Л.М. Шаблістої та ін. Новий

підхід, який відповідав би сучасній соціально-економічній організації суспільства та сприяв подоланню труднощів фінансового забезпечення функцій держави, потребує коригування пріоритетів бюджетної політики з метою подолання чи пом'якшення впливу на вітчизняну економіку світової фінансової кризи.

Формування і реалізація сучасної бюджетної політики в Україні відбувається в умовах обмеженості бюджетних ресурсів, що обумовлює потребу визначення пріоритетів. Індикатором пріоритетності того чи іншого напрямку бюджетної політики виступає структура видатків бюджету (табл. 1).

Таблиця 1. Структура видатків зведеного бюджету України, % [4]

Видатки	2005	2006	2007
Всього видатків			
Загальнодержавні функції	10,9	6,9	6,5
Оборона	4,2	3,6	4,2
Громадський порядок, безпека та судова влада	7,2	7,3	8,1
Економічна діяльність	13,6	15,6	18,4
Охорона навколишнього природного середовища	0,9	0,9	0,9
Житлово-комунальне господарство	2,8	4,6	2,6
Охорона здоров'я	10,9	11,2	11,7
Духовний та фізичний розвиток	2,4	2,5	2,5
Освіта	18,9	19,3	19,5
Соціальний захист та соціальне забезпечення	28,2	23,7	21,4

Аналіз структури видатків зведеного бюджету України свідчить про пріоритетність соціальної спрямованості бюджету, зокрема високу частку видатків на соціальний захист та соціальне забезпечення, що відповідає світовим тенденціям. Впродовж 2005-2007 рр. зростає питома частка видатків зведеного бюджету на освіту і охорону

здоров'я. Питома вага видатків на економічну діяльність у загальній сумі видатків зведеного бюджету поступово збільшується: з 136 % у 2005р. до 15,6 % у 2006 р. і 18,4 % у 2007 р. Слід врахувати, що у 2005 р. частка видатків на економічну діяльність була у 2,8 рази нижча за аналогічний показник у 1992 р., який скла-