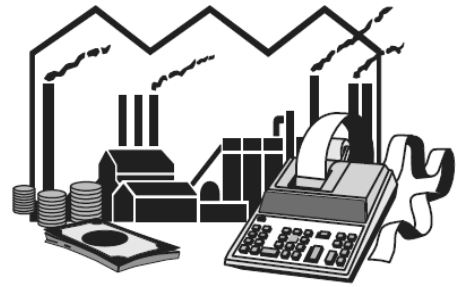


# ФІНАНСИ ГАЛУЗІ ТА ПІДПРИЄМСТВА



УДК 336.012.23

Болдуєва О.В.

## ЦІННІ ПАПЕРИ ЯК МЕХАНІЗМ САМОФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ Й ЗА КОРДОНОМ

Узагальнено значення цінних паперів, як важливого механізму забезпечення процесу самофінансування підприємств. Досліджено досвід застосування цінних паперів у процесі самофінансування діяльності підприємств Німеччини, Франції, Великобританії, Італії.

**Ключові слова:** цінні папери, самофінансування, організація, капітал, акціонерні товариства, емісія.

Generalization of significance of securities as an important mechanism for ensuring the process of self-financing of enterprises was made. Experience of application of securities in the process of self-financing of enterprises in Germany, France, Britain and Italy was investigated.

**Keywords:** securities, self-financing, organization, capital, stock companies, emissions.

Вперше, поняття «самофінансування» стало актуальним на початку перебудови ще у 1986-1987 рр. Тоді головною ідеєю було те, що підприємства повинні повністю забезпечувати свої потреби, фінансувати соціальні потреби і подальший розвиток тільки за рахунок зароблених коштів, не залучаючи державні фінансові ресурси.

У результаті реформ 1990-х рр., напрацьована десятиліттями структура господарських зв'язків реального сектора економіки була зруйнована. Зменшення грошової маси, лібералізація економіки в умовах, наявних диспропорцій, відмова від регулювання міжгалузевих зв'язків з метою усунення диспаритету цін і доходів, податкова, митна і банківська політика створили для підприємств внутрішнього ринку агресивне середовище, що не забезпечує умов для їх самофінансування. Таким чином, становлення фінансово-стійких господарюючих суб'єктів у реальному секторі економіки стало ускладненим.

Прагнучи побудувати в країні передову фінансову систему необхідним є врахування досвіду розвинутих країн світу. Ми дослідили механізм самофінансування, характерний для Німеччини, Франції, Великобританії, Італії. Але найцікавіше в іншому: якщо самофінансування в цих країнах, тобто здійснення інвестицій корпораціями за рахунок власних коштів (прибутку та акціонерного капіталу) було результатом активного використання ними переваг фінансового ринку, що давав можливість широко вдаватися до емісії власних акцій, то в Україні самофінансування підприємств стало перш за все захистом від фінансового ринку [1].

За роки економічних перетворень в Україні дещо змінився зміст слова самофінансування. Якщо на початку 1990-х рр. головним завданням було припинити фінансування підприємств з бюджету і переключити їх на власні кошти, тим самим давши стимул до підвищення ефективності їх роботи, то сьогодні головним завданням самофінансування є фінансування за рахунок внутрішніх можливостей підприємства.

На наш погляд, сьогодні є єдиний шанс для підприємств ефективно працювати і роз-

виватися – це працювати на принципах самофінансування. Зокрема, одним з високоефективних способів самофінансування є емісія цінних паперів.

За період 1991-1998 рр. власні кошти підприємства, під якими мається на увазі нерозподілений прибуток, амортизаційні та інші фонди втратили своє призначення як джерело капіталовкладень. Причиною тому є високий рівень інфляції, в результаті якої відбувалося повне згоряння оборотних коштів у процесі виробничого циклу, цінова невідповідність вартості основних фондів в реальності і на балансі, високий рівень доларизації економіки, різкі стрибки курсу долара тощо.

Підприємства прагнули отримати банківські кредити, тому що в переважній більшості випадків, кредит можна було затримати на тривалий термін або, в крайньому випадку, не віддавати взагалі. А в надії на високий рівень інфляції, можна було очікувати, що через рік узяті в борг гроші практично знеціняться.

Багато підприємств за інерцією і зараз всі сили витрачають на те, щоб отримати хоча б якийсь кредит. Хоча ситуація вже змінилася. Зараз настав час переорієнтуватися на свої власні джерела фінансування. Розраховувати на свої сили і будувати фінансову стратегію на своїй власній базі.

За умови наявної фінансової кризи проблема забезпечення беззбиткового функціонування, фінансування розширеного відтворення на фоні збитковості й можливого банкрутства багатьох вітчизняних компаній, банків, підприємств різних галузей господарства і сфер діяльності, є надзвичайно актуальною.

Метою статті є узагальнення теоретичного змісту та значення цінних паперів у процесі самофінансування діяльності підприємств з урахуванням вітчизняного та зарубіжного досвіду.

Показником ринкової стабільності підприємства є його здатність успішно розвиватися в умовах змін зовнішнього і внутрішнього середовища. Інновації забезпечують фінансову основу фінансування ринкової діяльності підприємства, здійснення його розширеного відтворення. Завдяки прибутку, виконуються зобов'язання підприємства перед бюджетом, банками, іншими підприємствами та організаціями. Щоб підприємство могло ефективно функціонувати і розвиватися, йому насамперед потрібна усталеність грошового виторгу, достатньої для розрахунків з постачальниками, кредиторами, своїми робітниками, місцевими органами влади, державою. Після розрахунків і виконання зобов'язань необхідний ще й прибуток, обсяг якого повинний бути, принаймні, не нижчим за запланований. Але фінансова стабільність не зводиться лише до платоспроможності. Для досягнення і підтримки фінансової стабільності важливою є не стільки абсолютна величина прибутку, скільки співвідношення його з обсягом капіталу підприємства, власним капіталом і обсягом виручки, тобто рентабельність.

Далі сформулюємо визначення терміна «самофінансування»:

- здійснення фінансово-господарської діяльності підприємства, за якої не тільки поточні витрати, а й капіталовкладення та витрати поточних періодів забезпечуються з власних джерел [2];

- капіталовкладення, що здійснюються за рахунок частини прибутку або резервного фонду акціонерного товариства [3].

Самофінансування в широкому сенсі – це фінансова стратегія управління фондами грошових коштів підприємств з метою нагромадження капіталу, достатнього для фінансування розширеного відтворення.

Самофінансування забезпечується високою нормою нагромадження капіталу та прибутковості.

У дійсності дати єдине визначення самофінансування досить складно, тому що це по-

няття дуже широке і включає в себе безліч аспектів. Тому найбільш правильним буде визначити ознаки цього поняття.

Сформулюємо основні ознаки самофінансування:

- незалежність від великого кредитора;
- збереження контролю над підприємством при залученні фінансування;
- пакет акцій не розмитий;
- свобода і самостійність топ-менеджерів у прийнятті стратегічних управлінських рішень.

Тобто під самофінансуванням ми розуміємо фінансову стратегію підприємства, сутність якої полягає в тому, що за будь-якого джерела фінансування простого і розширеного відтворення, власники підприємства зберігають контроль над його капіталом, і не втрачають самостійності при прийнятті управлінських рішень.

Необхідно сказати декілька слів про принцип самофінансування на основі взаємного фінансування в холдингах. Спочатку визначимо призначення холдингових компаній та їх роль в діяльності акціонерних товариств. Холдинговою компанією визнається підприємство, незалежно від його організаційно-правової форми, до складу активів якого входять контрольні пакети акцій інших підприємств. Останні в подальшому іменуються "дочірніми". Холдингові компанії можуть бути створені шляхом: реорганізації великих підприємств з виділенням з їх складу підрозділів як юридично самостійних (дочірніх) підприємств; об'єднання пакетів акцій юридично самостійних підприємств; заснування нових акціонерних товариств.

Холдингові компанії та їх дочірні підприємства створюються у формі акціонерних товариств відкритого типу. Холдинговій компанії надано право здійснювати інвестиційну діяльність, у тому числі купувати і продавати будь-які цінні папери, включаючи акції, внесені комітетом з управління майном в оплату статутного капіталу холдингової компанії при її заснуванні. Одне з головних завдань холдингової компанії – сприяти кооперації підприємств-суміжників і здійсненню ними узгодженої інвестиційної політики.

Таким чином, холдинги є високоефективними керуючими системами в умовах ринкової економіки. Вони здатні об'єднувати різнопрофільні підприємства в єдину організацію, що формує господарські зв'язки і забезпечує мобільність капіталів, маневреність потужностей і персоналу. Сюди також входить і управління ефективним використанням цільових банківських кредитів, які використовуються в рамках самофінансування акціонерними товариствами, що працюють під фінансовим управлінням цього холдингу.

Отже, холдинги відіграють роль своєрідного механізму управління фінансовою діяльністю дочірніх підприємств (акціонерних товариств). Тому, принцип самофінансування на основі взаємного фінансування в холдингах означає фінансування усіх витрат на просте і розширене відтворення на основі мобільного управління фінансовими ресурсами (прибутками, кредитами, інвестиціями тощо) дочірніх підприємств.

Розглянемо далі, яка структура джерел капіталовкладень підприємств у провідних країнах Європи: Німеччині, Франції, Великобританії та Італії і як використовуються поняття й принципи самофінансування в економічно розвинених країнах.

У реальних умовах підприємства у своїй діяльності стикаються з різними ризиками, що обумовлює певну ієрархію способів і джерел їх фінансування.

Найбільш надійним джерелом вважається самофінансування. Вибір залежить від численних факторів, серед яких розмір підприємства, природа його ринків, галузь і сфера діяльності, особливості продукції, що випускається, прогнози руху готівки тощо.

Ще одним чинником вибору джерел фінансування є прагнення власників підприємства не допустити ослаблення свого контролю над ним на користь тих інститутів, які надають кошти. В усіх розглянутих країнах самофінансування є головним джерелом інвестування пі-

дприємств, його частка у валовому фінансуванні складає від 52,2% в Італії до 64,5% в Німеччині. У Німеччині традиційно основним джерелом зовнішнього інвестування є кредити (82,1%). При цьому 69,8% становлять довгострокові кошти, в тому числі 54,5% – довгострокові позики. Висока частка банків та інших кредитних установ в інвестуванні дає можливість німецьким підприємствам мати доступ до банківських ліквідних коштів навіть в періоди рецесії.

Економіка Великобританії характеризується наявністю високорозвинутого і лібералізованого фінансового ринку, банки відіграють у довгостроковому інвестуванні підприємств другорядну роль. У 2008 р. обсяг капіталізації (сукупної курсової вартості цінних паперів) Лондонської біржі становив 11% ВВП, тоді як у Франції цей показник дорівнював 33% ВВП, у Німеччині – 23% і в Італії – 18%. На відміну від Німеччини у Великобританії частка коштів, отриманих від емісії та продажу акцій (36,7%) і облігацій (9%), значно перевищує частку довгострокових позик (13,1%) [4].

У Франції частка довгострокового інвестування (71,2%) у сумі зовнішнього фінансування найвища в порівнянні з трьома іншими країнами. Однак ця ситуація для Франції нова: у попередні роки (2000 – 2006) цей показник становив усього 49,2%. Його швидке зростання було пов'язано з розвитком національного ринку і збільшенням обсягу випущених підприємствами акцій і облігацій. У результаті частка коштів, отриманих від емісії та продажу акцій і облігацій, у загальній сумі зовнішнього інвестування французьких підприємств зросла з 27,6% у 2000 – 2006 рр. до 49,6% у 2007 р. і до 67,2% у 2008 р. Збільшення ролі власних фондів підприємств і співіснування двох головних джерел зовнішнього інвестування – банків і ринку цінних паперів, свідчать про здійснення в країні структурної реформи в напрямі розбудови економіки підприємств, що спираються на використання власних фондів.

Фінансовий ринок в Італії розвинений відносно слабо, частка емісії акцій і облігацій підприємств у їх інвестуванні становить лише 13,9% (найнижчий серед розглянутих чотирьох країн рівень).

У цілому англійську і німецьку моделі інвестування підприємств можна вважати двома полярними моделями з точки зору використання двох основних джерел фінансування. Якщо в Німеччині головна роль у цій сфері належить банкам, то у Великобританії – фінансовому ринку. Моделі зовнішнього інвестування у двох інших розглянутих країнах займають проміжне положення між цими крайнощами. Разом з тим для Німеччини й Великобританії характерні такі особливості, як висока частка самофінансування і невисока частка комерційних кредитів у загальній сумі зовнішнього інвестування. Способи фінансування акціонерних компаній залежать від структури власності на капітал. Щоб мати можливість тиснути на керівництво підприємств і спрямовувати в своїх інтересах їх інвестиційні рішення, фінансові інститути (в першу чергу банки) часто купують частку в капіталі підприємств. У кожній з розглянутих країн склалися свої особливі форми відносин з основними акціонерами: у Німеччині головним чином з банками, у Великобританії – з інституційними інвесторами, в тому числі зі страховими компаніями та пенсійними фондами.

У таблиці 1 [5] наведена структура власників акцій підприємств в чотирьох розглянутих країнах. У Німеччині малі та середні підприємства, як правило, знаходяться в індивідуальній власності фізичних осіб та користуються на додаток до самофінансування банківськими кредитами. Підприємства, акції яких котируються на біржі, досить численні. Іноземні інвестори є зазвичай власниками акцій великих компаній, їх частка в капіталі складає в цілому 12%. Німецькі банки традиційно тісно пов'язані з підприємствами не тільки в якості кредиторів, але й в якості акціонерів: їх частка в капіталі підприємств становить в середньому 14% – це найвищий показник серед розглянутих країн.

Таблиця 1

Структура власників капіталу підприємств Німеччини, Франції, Великобританії, Італії, у відсотках (2007-2008 рр.)

| Тримачі                  | Німеччина | Франція | Італія | Великобританія |
|--------------------------|-----------|---------|--------|----------------|
| Фінансові інститути      | 29        | 8       | 19     | 62             |
| Банки                    | 14        | 3       | 10     | 1              |
| Страхові компанії        | 7         | 1       | 2      | 17             |
| Пенсійні фонди           | -         | -       | -      | 34             |
| Взаємні фонди            | 8         | 2       | 6      | 7              |
| Інші установи            | -         | 2       | 1      | 3              |
| Нефінансові підприємства | 39        | 59      | 32     | 2              |
| Держава                  | 4         | 4       | 28     | 1              |
| Фізичні особи            | 17        | 19      | 17     | 18             |
| Іноземні власники        | 12        | 11      | 5      | 16             |
| Всього                   | 100       | 100     | 100    | 100            |

Операції зі встановлення контролю над підприємствами Франції з боку зовнішніх інвесторів досить рідкісні. Той факт, що більша частина акцій французьких фірм знаходиться в руках інших підприємств, дає їм можливість вільно вибирати між джерелами фінансування – банками та операціями на фінансовому ринку, а кредиторам – вивчати інвестиційну політику підприємств і точно оцінювати ризик, пов'язаний з наданням їм фінансових коштів [6].

В Італії організація власності та контролю на підприємствах близька до французької: у промисловості співіснують численні малі та середні підприємства сімейного типу та великі акціонерні компанії, в капіталі яких частка держави становить близько 30%. В останні роки в Італії за прикладом Франції здійснюється приватизація державних компаній зі створенням так званих ядер надійних акціонерів. Той факт, що італійські підприємства вдаються до послуг декількох банків, не формує між ними міцних і довгострокових зв'язків. Проте зміни, що відбуваються останнім часом, в тому числі перехід до моделі універсальних банків та консолідація отриманих позик на рівні головних компаній промислових груп, сприятимуть зміцненню довгострокових зв'язків між банками та підприємствами й посиленню контролю з боку банків над пасивами компаній. У результаті може сформуватися модель зовнішнього інвестування, заснована на банківському кредитуванні підприємств.

У Великобританії практика випуску так званих золотих акцій (golden shares), що заохочується урядом дала можливість блокувати ворожі захвати контролю над компаніями шляхом скупки їх акцій. З 2000 року в країні було здійснено лише 245 подібних операцій, або 1,5% від загальної кількості злиттів і поглинань акціонерних компаній. Велику роль в обмеженні ворожих захоплень відіграють довгострокові зв'язку англійських компаній з інституційними інвесторами. Останнім часом ці інвестори починають все більше включатися в процеси управління та контролю над діяльністю компаній. Що стосується відносин підприємств з банками, то вони зводяться в основному до надання останніми різних послуг, а не довгострокових позик. Перевага віддається короткостроковим банківським позикам, що не дає можливості кредитним інститутам посилювати контроль за фінансуванням підприємств [7].

Узагальнюючи наведений в статті матеріал зазначимо, що досвід західних країн свідчить, що самофінансування є одним з найважливіших принципів розвитку компаній, з урахуванням їх стратегічних інтересів.

Як засвідчує досвід самофінансування підприємств Німеччини, Франції, Великобри-

танії, Італії ключове завдання вторинної емісії – полягає у забезпеченні ефективних умов для припливу інвестицій. Крім того, існує цілий комплекс завдань, ефективне вирішення яких можливе за допомогою емісії цінних паперів.

Конструюючи передбачувану емісію по п'яти важливих параметрах (обсягом емісії, терміну повернення, ліквідності, дохідності, надійності) можна підібрати їх оптимальне співвідношення залежно від конкретної ситуації на ринку і потреб підприємства, шляхом вибору відповідного цінного паперу.

### *Література*

1. Іванова К. В. Стан фондового ринку в період світової фінансової кризи і його подальший розвиток / К. В. Іванова. – // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 4. – С. 172-178.
2. Захарін С. В. Регулювання власних джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств / С. В. Захарін. – // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5. – С. 161-168.
3. Зятковський І. Проблеми самофінансування суб'єкта підприємницької діяльності / І. Зятковський. – // Світ фінансів. – 2007. – № 2. – С. 135-140.
4. Меньшикова А. Регулювання ринку цінних паперів у Європейському Союзі / А. Меньшикова. – // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 6. – С. 22-24.
5. Вон Романов Кріспін О. О. Моделі організації ринків цінних паперів та участь банків у їх формуванні / О. О. Вон Романов Кріспін. – // Регіональна економіка. – 2006. – № 4. – С. 172-179.
6. Білоцька М. Ф. Регулювання фінансових ринків: світовий досвід / М. Ф. Білоцька. – // Фондовый рынок. – 2008. – № 44. – С. 28-36.
7. Нагієвич О. Вплив фінансової кризи на фондовий ринок в Україні / О. Нагієвич. – // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 11-12. – С. 37-41.

*Рекомендовано до друку:*  
д.е.н., проф. Швецем В.Я., 19.05.2010

*Надійшло до редакції:*  
11.05.2010