



УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ: СУЧАСНІ ІНСТРУМЕНТИ ОЦІНКИ КОРПОРАТИВНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ

Галина ОСТРОВСЬКА

Проаналізовано сучасні інструменти оцінки ефективності менеджменту підприємств в межах концепції вартісно-орієнтованого управління. Обґрунтовано можливості їх використання у вітчизняній практиці.

Modern instruments of evaluation of enterprises management efficiency in scopes of Value Based Management concept was examined. Possibilities of it's usage in national practice was substantiated.

Вимірювання ефективності – важлива частина управлінського контролю, яка дозволяє оцінювати досягнення очікуваних результатів від запланованих дій. Оскільки важливим є, власне, те, що вимірюється, параметри ефективності, вибрані організацією для оцінки, служать стимулом для дій, спрямованих на вдосконалення цієї оцінки. Такі підсумкові показники, як прибуток, виручка від реалізації, витрати, зазвичай, використовуються для оцінки діяльності менеджерів. Однак в умовах жорсткої конкуренції потрібні нові стратегії з новими програмами дій і новими системами оцінки.

Кіран Верма

Представники зарубіжної управлінської теорії кінця ХХ – початку ХХІ ст., зокрема фінансового та стратегічного менеджменту, як правило, головною метою діяльності підприємства вважають зростання його вартості у короткостроковій та довгостроковій перспективі.

Актуальність управління вартістю підприємства зростає через посилення конкурентної боротьби організацій за капітал інвесторів та акціонерів. Окрім того, необхідність управління вартістю підприємства продиктована сучасними вимогами до ведення бізнесу, які висувуються до топ-менеджерів підприємств. В цьому контексті особли-

вої ваги набуває концепція в рамках нової управлінської парадигми, яка отримала назву вартісно-орієнтоване управління – VBM (Value Based Management). VBM дозволяє фінансовим менеджерам здійснювати планування, моніторинг та управління діяльністю підприємств, забезпечуючи підвищення акціонерної вартості.

Сучасними зарубіжними дослідниками названої проблеми є: А. Раппапорт, Дж. Штерн, Дж. Стюарт, М. Шоулз, Р. Мертон, М. Браун, Дж. Хікс, А. Дамодаран, Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррін, Р. Каплан, Д. Нортон, Н. Ольс, Ж. Рой, М. Велтер, К. Уолш, П. Хорват, П. Гохан, Дж. Шим,

Д. Сідел. Лише кілька років тому російські та вітчизняні вчені і практики включилися до дослідження цієї проблематики, зокрема, О. Щербакова, С. Рассказов, С. Валдайцев, О. Кузьмін, О. Сохацька, О. Мендрул, В. Панков, Т. Момот.

Класичною проблемою вартісно-орієнтованого управління українських підприємств є складність застосування методик, які успішно використовують зарубіжні практики. Проблема ускладнюється тим, що аналітики не завжди чітко ознайомлені з обмеженнями та припущеннями, на яких базуються пропоновані результати, а математичний апарат і недостатньо виразна інтерпретація результатів, що використовується, утруднюють їх розуміння.

З урахуванням вищезазначеного, метою статті є аналіз сучасних інструментів і моделей управління вартістю підприємства й обґрунтування можливості їх використання у вітчизняній практиці.

Незважаючи на те, що невід'ємною частиною VBM-підходу є визначення вартості підприємства, він принципово відрізняється від традиційних методів оцінки бізнесу. Ми поділяємо тезу багатьох дослідників про те, що традиційні методи оцінки бізнесу здебільшого дають точкові результати, ізольовані,

вихоплені із загального контексту управління і процесу досягнення кінцевої мети, не припускають його моніторингу. Жодна з 25 цілей [2, 56] традиційної оцінки бізнесу (приватизація, податок на майно, кредит тощо) не передбачає прямого і систематичного застосування методів оперативного або стратегічного управління підприємством.

Успішно зарекомендували себе раніше і продовжують використовуватися: система Дюпона, відома в українській практиці як факторний аналіз, показники прибутку на акцію *EPS*, доходу від інвестованого капіталу *ROI*, віддачі власного капіталу *ROE*, прибутковості чистих активів *RONA* тощо. Істотним недоліком багатьох є орієнтація на дані звітності минулих періодів; вони не відображають вартості грошей у часі, ризики інвесторів; недостатньою мірою корелюють з вартістю акцій підприємства на ринку капіталів; у деяких ситуаціях використовуються лише в інтересах менеджерів різних рівнів. Методи, які з'явилися в середині 1980 років, в межах VBM-підходу значно зменшили ці негативні прояви. В основі VBM лежить управління на основі інтегрованого фінансового показника – вартості підприємства. Еволюція застосування фінансових інструментів показана на рис. 1.

Фінансові показники																			
20-і рр. XX ст.	70-і рр. XX ст.	80-і рр. XX ст.	90-і рр. XX ст. – початок XXI ст.																
- модель Дюпона - ROI	<ul style="list-style-type: none"> • ESP • ROE • ROA 	<ul style="list-style-type: none"> • MV/BV • RONA • CF 	<table border="0"> <tr> <td>VBM</td> <td>BSC</td> </tr> <tr> <td>-EVA</td> <td>показники</td> </tr> <tr> <td>-MVA</td> <td>в чотирьох</td> </tr> <tr> <td>-SVA</td> <td>проекціях:</td> </tr> <tr> <td>-CVA</td> <td>- фінанси</td> </tr> <tr> <td>-CFROI</td> <td>- клієнти</td> </tr> <tr> <td>-RIM</td> <td>- бізнес-процеси</td> </tr> <tr> <td></td> <td>- персонал</td> </tr> </table>	VBM	BSC	-EVA	показники	-MVA	в чотирьох	-SVA	проекціях:	-CVA	- фінанси	-CFROI	- клієнти	-RIM	- бізнес-процеси		- персонал
VBM	BSC																		
-EVA	показники																		
-MVA	в чотирьох																		
-SVA	проекціях:																		
-CVA	- фінанси																		
-CFROI	- клієнти																		
-RIM	- бізнес-процеси																		
	- персонал																		

VBM (Value Based Management) – менеджмент, що ґрунтується на управлінні вартістю

Рис. 1. Еволюція показників ефективності управління вартістю

VBM-підхід виникає під час подальшого розвитку фінансового менеджменту. Фінансова орієнтація характерна для таких показників, як економічна додана вартість (*EVA*), додана вартість акціонерного капіталу (*SVA*), прибутковість інвестицій на основі потоку грошових коштів (*CFROI*), додана вартість потоку коштів (*CVA*), опціонне ціноутворення (*OPM*) тощо. Однак рекомендації аналітиків приблизно на 30% ґрунтуються на нефінансових критеріях, зокрема якості менеджменту, його здатності реалізувати обрану стратегію. Зазначені особливості, поряд з фінансовими показниками, дозволяють більшою мірою враховувати наближений до управлінського мислення метод збалансованої системи оціночних показників *BSC* (Balanced Scorecard).

За своєю сутністю VBM-методи базуються на об'єднанні традиційних моделей Дюпона і дискontованого грошового потоку *DCF*. Методи розрізняються головним чином варіантами розрахунку витрат капіталу, одержанням результату в абсолютних або процентних величинах. Від системи Дюпона взято ідею представлення результуючого фінансового показника, наприклад, прибутковості сукупних активів *ROA*, у вигляді "дерева" взаємозалежних параметрів, які підлягають управлінню і контролю показників, що визначають потік грошових коштів.

Так *ROA* розкладається на рентабельність та оборотність активів, що далі деталізуються до окремих факторів вартості нижчих рівнів. Таким чином, кожному рівневі менеджменту відповідає свій набір коефіцієнтів і межі їх зміни за визначений період. Однак просте виявлення факторів вартості не забезпечує вирішення завдання тотального управління грошми – необхідно їх об'єднати з показниками, на підставі яких приймаються функціональні й оперативні рішення на всіх рівнях управління.

Модель *DCF* вносить у *VBM* фактор майбутніх, а не минулих грошових надходжень підприємства, що дає змогу врахувати пов'язані з невизначеністю діяльності ризи-

ки. Незважаючи на певну умовність такого джерела розрахункових даних, яким є сподівання інвесторів, у дослідженнях деяких західних авторів простежується висока кореляція між ринковою вартістю компанії і її дискontованим грошовим потоком. Стосовно великого підприємства для цього є досить підстав. Зокрема, існуючий портфель замовлень за даних виробничих можливостей є відносно стійким; його складові в часі не змінюються миттєво. Нарешті, варто взяти до уваги рекомендації міжнародних стандартів фінансової звітності, що обмежують прогнозний період п'ятьма роками.

Як було сказано вище, у 80-х – 90-х роках XX ст. з'явилися інструменти (на основі деяких з них надалі виникли навіть системи управління: наприклад, *EVA* і *EVA-based management*), що відображали процес створення вартості. Найвідоміші з них – *EVA*, *MVA*, *SVA*, *CVA* і *CFROI*.

З огляду на життєву потребу українських підприємств в одержанні додаткових конкурентних переваг, ставиться завдання не тільки формального ознайомлення зі специфікою застосування сучасних методів управління вартістю, а й їх систематизації, більш поглибленого аналізу їхніх "якостей", адаптації до українських умов.

Показник *MVA* (Market Value Added) – ринкова додана вартість, розроблений консультантами компанії Stern Stewart в Нью-Йорку [13, 29]. Він вважається найкращим показником, що ілюструє здатність підприємства забезпечувати зростання добробуту своїх акціонерів. *MVA* – найочевидніший критерій створення вартості, який розглядає в якості останньої ринкову капіталізацію і ринкову вартість боргів підприємства. *MVA* – це коефіцієнт або відношення: в чисельнику знаходиться весь капітал, який інвестувало підприємство з моменту його створення, в знаменнику – ринкова вартість усіх власних і залучених коштів підприємства. Інший спосіб розрахунку *MVA*: визначення різниці між ринковою ціною капіталу та інвестованим в підприємство капіталом. Якщо ринкова вартість

є меншою за інвестовані кошти, очевидно, що менеджери підприємства знищили капітал акціонерів. З точки зору теорії корпоративних фінансів, *MVA* відображає дисконтовану вартість усіх теперішніх і майбутніх інвестицій. Слід враховувати, що в балансову оцінку сукупного капіталу треба вносити поправки для усунення викривлень, зумовлених методами і принципами обліку [14].

Ми дотримуємось думки про те, що інструмент оцінки, який лежить в основі *VBM*, повинен не лише відображати вартість підприємства, а й показувати ефективність прийняття рішень на всіх рівнях ієрархії, а також служити інструментом мотивації. Розглянутий показник *MVA* не відповідає згаданим вимогам, тому що на ринкову капіталізацію впливають багато факторів, частина яких не підконтрольна менеджменту підприємства. Більше того, якщо результати роботи підприємства будуть оцінюватись за вказаним показником і мотиваційні схеми також будуть прив'язані до нього, це може призвести до того, що керівництво прийматиме рішення, які мають короткостроковий вплив на курсову вартість акції, і руйнуватимуть вартість в довгостроковій перспективі (наприклад, програми скорочення витрат за рахунок масштабного скорочення бюджету науково-дослідних розробок). У відповідь на зазначені недоліки виникає низка альтернативних показників вартості.

Модель економічної доданої вартості *EVA* (Economic Value Added) [14] найчастіше використовується серед групи *VBM*-методів; під іншими незапатентованими назвами відомі аналоги. Заснований в 1982 році Джоелом Штерном і Дж. Беннетом Стюартом консалтингової компанії Stern Stewart & Co. належить торговельна марка *EVA* (Economic Value Added). Підхід до вимірювання результатів економічної діяльності з використанням цього показника дуже швидко завоював популярність у фінансовому світі: 300 світових компаній, а також потужні інвестиційні банки, зокрема, Голдман Сакс (Goldman Sachs) і Кредит Сюїс (Credit Suisse First Boston) ви-

користують *EVA* як основний інструмент оцінки.

Крім того, сьогодні розроблено програмне забезпечення (www.hyperlon.com/ss/hyperlon.html) і бази даних, які значно полегшують аналіз і оцінку результатів економічної діяльності з точки зору створеної підприємством вартості. Вільям Смітсбург, генеральний директор Quaker Oats, заявив: “*EVA* змушує керівників мислити і діяти як акціонер. Це справжнє корпоративне кредо 90х” [15, 42]. При цьому, поняття *EVA*, як і більшість концепцій у галузі управління, не є новим. Зокрема, П. Друкер стверджує, що описував *EVA* в своїй книзі “Managing for Results”, виданій у 1964 році, і посилається на двох інших авторів, які розглядають вказаний показник в праці, опублікованій ще в 1890 роках.

Модель економічної доданої вартості базується на концепції залишкового доходу, запропонованій А. Маршаллом [3]. Цей показник поєднує простоту розрахунку і можливість визначення вартості підприємства, а також дозволяє оцінювати ефективність як підприємства загалом, так і окремих підрозділів. *EVA* є індикатором якості управлінських рішень: постійне додатне значення цього показника свідчить про збільшення вартості підприємства, тоді як від'ємне – про її зниження.

Згадаємо хронологію розвитку парадигми визначення вартості й ефективності діяльності підприємства і зупинимось на основних перевагах показника *EVA* перед показниками *ERS*, *ROA* (*ROI*) і *CF*:

- показник *ERS* (Earnings per Share) не дає інформації про витрати, пов'язані з генерацією даного доходу;
- показники *ROA* (Return on Assets) і *ROI* (Return on Investments) є показовішими з огляду характеристик економічної діяльності, але також ігнорують витрати на залучення капіталу;
- показник дисконтованого грошового потоку (*FCF*) дуже близький до показника доданої вартості, однак не дає

можливості одержати дані про додану вартість за період часу без прямого порівняння двох величин вартості підприємства.

Можливість розрахунку *EVA* не тільки для оцінки інвестиційного проекту, а й як показника діяльності підприємства є значною перевагою порівняно з традиційними показниками, такими як дохід чи рентабельність. Перевага обумовлена тим, що концепція *EVA* базується на комплексному підході до трьох основних сфер менеджменту:

- складання капітального бюджету;
- оцінка ефективності діяльності підрозділів або підприємства загалом;
- розробка оптимальної справедливої системи преміювання менеджменту.

Переваги застосування концепції в перших двох сферах пов'язані з адекватним і негроміздким визначенням рівня досягнення підрозділом, підприємством чи окремим проектом мети – збільшення ринкової вартості. Новий показник *EVA* оцінює доходи (*NOPAT*) й одночасно враховує капітал, використаний для одержання цих доходів. Друга з названих складових є, мовби зворотним зв'язком, автоматично обмежуючи прагнення одержати прибуток за будь-яку ціну.

Один із варіантів (саме варіантів) показника *EVA* розраховується в такий спосіб:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot CI = (ROA - WACC) \cdot CI, \quad (1)$$

де *NOPAT* – чистий операційний прибуток після виплати податків;

ROA – прибутковість сукупних активів;

CI – інвестований капітал;

WACC – середньозважені витрати на капітал.

Показник *ROA* визнається аналогічно методиці Дюпона – у вигляді “дерева” факторів вартості. Витрати на капітал *WACC* враховують пропорції і ринкову вартість використаних власних і позикових коштів, пов'язані з ними ризики, а також ризики, властиві підприємству – як зовнішні, так і внутрішні, купівлю, оренду або лізинг основних засобів.

Повернемося до формування показника *EVA* і відобразимо взаємозв'язок між *EVA* й основними факторами, які беруть участь у формульному розрахунку. В рамках управління вартістю підприємства вказані фактори деталізуються, відповідно до складових. Збільшуючи значення *EVA* шляхом впливу на фактори, які беруть участь в моделі, менеджер збільшує вартість підприємства. Показник *EVA* може збільшуватись за рахунок:

- збільшення доходу від реалізації, економії й оптимізації поточних витрат (скорочення нерентабельних виробництв тощо);
- оптимізації витрат на капітал.

Згодом, для уникнення визначеної суб'єктивності, яка випливає з результатів розрахунків, Дж. Б. Стюарт запропонував наступну формулу:

$$EVA = (\text{change in NOPAT}) - (\text{change in CI}) \cdot WACC, \quad (2)$$

де *change in NOPAT* – зміни (+/-) *NOPAT*;
change in CI – зміни (+/-) *CI*.

Насамперед потрібно виконати досить громіздку систему коригувань первісних даних балансу підприємства. Їхня мета – відобразити економічну вартість активів точніше, ніж це робиться зазвичай в обліковому балансі. Уже згадуваний автор методу пропонує понад півтори сотень виправлень, що змінюються з появою нових регламентуючих документів [14]. У наших умовах їх необхідно адаптувати до української фінансової звітності.

Аналіз *EVA* і його змін за даними звітності попередніх періодів дає конкретну оцінку ефективності управління і, в багатьох випадках, його доцільно застосовувати в системі заохочення менеджерів. Припустимо, підприємство має нові і старі активи, спостерігається його стійке зростання. Нехай нині має місце незначне негативне середнє *EVA*. План заохочення менеджерів повинен забезпечувати прагнення до досягнення позитивного абсолютного *EVA* і збільшення

ΔEVA , а також не допускати негативної величини NPV за інвестиціями майбутніх періодів. Тоді премія менеджера може бути записана як:

$$\text{Премія} = |EVA \cdot k + \Delta EVA \cdot k|, \text{ при } NPV > 0, \quad (3)$$

де k – коефіцієнт пропорційності.

Разом з тим, преміальну систему засновувати на EVA недоцільно у випадку, коли підприємство або його підрозділ належить до нової зростаючої сфери бізнесу зі значними інвестиціями в майбутні грошові потоки і малим поточним прибутком.

Інтегрований критерій – ринкова вартість підприємства V_{EVA} – є сумою економічної балансової оцінки існуючих активів I_{aip} , дійсних можливостей зростання від поточних (aip – *assets in place*) і майбутніх (FP) активів:

$$V_{EVA} = I_{aip} + \sum_t \frac{EVA_{t,aip}}{(1+WACC)^t} + \sum_t \frac{EVA_{t,FP}}{(1+WACC)^t}, \quad (4)$$

де t – кількість років.

Два останні доданки в V_{EVA} ґрунтуються на прогнозі кожної статті балансу і припустимих параметрах елементів “деревя” факторів вартості з урахуванням специфіки конкретного підприємства. Варіюючи їх для різних сценаріїв діяльності, вибирається варіант із максимальною величиною V_{EVA} . Вирішення завдання істотно ускладнюється для багатопродуктового виробництва і при безлічі взаємозалежних ділових одиниць всередині підприємства.

З приведеної залежності випливає, що збільшення EVA за розглянутий період може призвести до зниження вартості підприємства. Це може відбутися з кількох причин:

- збільшення EVA у розглянутому періоді може бути пов’язане зі зростанням ризику, що відобразиться на майбутній вартості капіталу (як власного, так і позикового). Таким чином, дійсна вартість усіх майбутніх EVA може зменшуватися, навіть при зростанні EVA в одному з періодів;

- зростання цього показника в будь-якому періоді може бути спричинене факторами, що мають негативні наслідки в довгостроковій перспективі. Як приклад, можна привести зміну схеми оплати праці, що знижує у підсумку винагороди, одержувані частиною співробітників. У короткостроковій перспективі це рішення може зумовити скорочення витрат і зростання прибутку, що сприятиме зростанню показника EVA . У довгостроковій перспективі такий підхід може призвести до зростання плінності провідних фахівців, що послабить конкурентні позиції і стане причиною зниження майбутньої EVA .

Незважаючи на низку очевидних переваг, варто вказати на недоліки показника EVA :

- на величину показника EVA (як і будь-якого іншого показника, який базується на концепції залишкового доходу), суттєво впливає первісна оцінка інвестованого капіталу (якщо вона занижена, то створена додана вартість буде високою, якщо завищена, то низькою). При цьому, автор моделі пропонує низку коригувань балансової величини інвестованого капіталу, що також може призвести до додаткового суб’єктивізму в розрахунках та викривлення реальної ринкової ситуації;
- основна частина доданої вартості в рамках моделі EVA припадає на постпрогнозний період, що є коригуванням неврахованої реальної вартості інвестованого капіталу в доданих вартостях прогнозного періоду.

Для того, щоби зняти визначену суб’єктивність у розрахунках, рекомендуємо оцінювати не абсолютне значення EVA , а щорічний приріст цього показника (*change in EVA / change in RI*).

Таким чином EVA :

- є інструментом, що дає змогу виміряти справжню прибутковість підприємства й управляти ним з позиції власників;

- є індикатором якості управлінських рішень: постійна позитивна величина цього показника свідчить про збільшення вартості, від’ємна – про її зниження;
- служить інструментом для визначення норми повернення на капітал (*ROC*), виокремлюючи частину грошового потоку, сформованого за рахунок інвестицій;
- відображає альтернативний підхід до концепції прибутковості (перехід від розрахунку рентабельності інвестованого капіталу (*ROI*), яка вимірюється в процентному вираженні, до розрахунку економічної доданої вартості (*EVA*), в грошовому вираженні);
- базується на вартості капіталу, як середньозваженому значенні різних видів фінансових інструментів, що використовуються для фінансування інвестицій;
- характеризує підвищення прибутковості переважно за рахунок збільшення ефективності використання капіталу, а не за рахунок спрямування основних зусиль на зменшення витрат із залучення капіталу;
- є показником, який розкриває керівникам підприємства шляхи впливу на прибутковість;
- дає змогу визначити вартість підприємства, а також дозволяє оцінювати ефективність окремих підрозділів організації (окремих майнових комплексів).

Однак підхід до побудови системи VBM на основі показника *EVA* не цілком усуває недоліки й обмеження, які обговорювались при розгляді показника *MVA*. Зважаючи на це, привабливішими, на нашу думку, виглядають показники, які враховують майбутні грошові потоки, зокрема метод доданої вартості акціонерного капіталу – *SVA* (Shareholder Value Added).

Головним розробником так званої Shareholder Value Scoreboard, тобто системи показників акціонерної вартості компанії,

які щорічно публікує Wall Street Journal, є А. Раппопорт [12, 76]. Його дослідження показали, що існує стійка кореляція між ринковою вартістю компаній і даними, які ґрунтуються на використанні таких показників, як економічна додана вартість (*EVA*) та акціонерна додана вартість (*SVA*). Метод *SVA* оцінює збільшення акціонерної вартості капіталу. Це збільшення є різницею між акціонерною вартістю капіталу (*MV*), створеною майбутніми інвестиціями, й акціонерною вартістю капіталу (*BV*), створеною минулими інвестиціями (у спрощеному вигляді – балансовою вартістю акціонерного капіталу):

$$SVA = MV - BV. \quad (5)$$

Отже, для розрахунку *SVA* необхідно визначити ринкову вартість акціонерного капіталу. Для цього використовуються відомі методи оцінки вартості підприємств, які ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків. Алгоритм розрахунку *SVA* охоплює чотири етапи: 1) оцінка минулої діяльності; 2) прогнозування майбутньої діяльності; 3) оцінка витрат на капітал; 4) оцінка доданої вартості акціонерного капіталу.

При проведенні оцінки діяльності за попередні періоди, на базі фінансової звітності виокремлюються фактори ефективності управління і розраховуються вихідні показники, необхідні для прогнозу чистого грошового потоку майбутньої діяльності.

У процесі прогнозування проводиться: коригування показників з метою виокремлення функціонуючих активів; прогноз статей балансу; оптимізація чистого грошового потоку; оцінка ефективності інвестиційних проектів. Визначаються: інвестиції в основний та оборотний капітал; потреба у зовнішньому фінансуванні; внутрішній інвестиційний потенціал підприємства; структура капіталу з метою максимізації чистих грошових потоків.

Оцінка витрат на капітал передбачає: пошук, оцінку і мінімізацію зовнішніх і внутрішніх корпоративних ризиків, які охоплюють виявлення потенційної загрози з боку

конкурентного середовища й оцінку впливу на вартість підприємства, зміну макроекономічних і конкурентних факторів; оцінку частки власного і позикового капіталу з урахуванням аналізу їхньої оптимальної структури; визначення вартості витрат на власний і позиковий капітал; виявлення факторів мінімізації вартості капіталу.

Ще одним недоліком показника *EVA* є ігнорування грошових потоків. Його можна усунути при розрахунку показника дохідності інвестицій на основі грошового потоку – *CFROI* (Cash Flow Return on Investment) як відношення скоригованих грошових надходжень (cash in) за поточними цінами до скоригованих грошових видатків (cash out) за поточними цінами.

Перевагою цього показника порівняно з *EVA* є те, що і грошові потоки, які генеруються існуючими і майбутніми активами, і первісні інвестиції виражаються в поточних цінах, тобто враховують фактор інфляції. Показник *CFROI*, який використовується в однойменній моделі оцінки вартості компанії [10, 31], у спрощеному вигляді нагадує показник *IRR*. На відміну від *SVA*, *EVA* і *CVA*, показник *CFROI* вимірює відносний, а не абсолютний дохід підприємства за існуючими інвестиціями. Для розрахунку необхідно знати елементи валового грошового потоку, генерованого первісними валовими інвестиціями, і ліквідаційну вартість; у вихідних даних враховується інфляція.

Комбінація обчислених значень *CFROI* з обліком статистичних даних про поведінку *CFROI* (ріст, насичення, спад), передбачуваного зростання та інших параметрів протягом економічного життєвого циклу підприємства використовується для побудови прогнозних оцінок грошового потоку. Далі за необхідності грошової оцінки підприємства застосовується модель *DCF*, згідно з якою чистий грошовий потік поділяється на генерований за існуючими і майбутніми активами.

Щоби вартість зростала, підприємство повинно збільшувати спред між *CFROI* і реальною вартістю капіталу. Для цього прави-

ла є уточнення. Зокрема, запропонований К. Стьюартом (Collins Stewart) [13, 29] алгоритм виявлення створення/руйнування вартості компанії в системі *QUEST* містить обчислення спреду *CFROI* ($SPREAD_{cfroi}$), тобто різниці *CFROI* і вартості капіталу, зростання спреду ($SPREAD_{growth}$), обумовленого як різниця між зростанням реального капіталу і стійкою швидкістю зростання, а також величини зайвого зростання ($EXCESS_{growth}$), зростання понад рівень, досягнутий (збалансований) від внутрішніх грошових потоків, вимагає додаткового капіталу і призводить до збільшення заборгованості або додаткового випуску акцій. Зростання (надлишок зростання) у середньому призводить до зменшення прибутковості грошового потоку і згодом негативно впливає на вартість підприємства. Зазначені змінні дозволяють записати потенціал створення вартості – *VCS* (Value Creation Score) у вигляді:

$$VCS = \frac{SPREAD_{cfroi} \cdot SPREAD_{growth}}{EXCESS_{growth}}. \quad (6)$$

VCS підприємства оцінюється високо, якщо воно має збалансовану зростаючу базу капіталу і значну величину *CFROI*. І, навпаки, підприємство має негативний потенціал при зростаючій базі капіталу, але з *CFROI* меншим за вартість капіталу. Можливі різні поєднання зазначених трьох показників, яким відповідають визначений знак і величина *VCS*. Якщо показник *CFROI* перевищує необхідний інвесторами середній рівень, то підприємство створює вартість і, навпаки, якщо *CFROI* нижчий за необхідну прибутковість, то вартість підприємства буде понижуватися.

Одним з головних недоліків цієї моделі є те, що результат виражається не в сумі створеної (або зруйнованої) вартості, а у вигляді відносного показника. Цей факт може перешкоджати впровадженню на підприємстві системи *VBM*, оскільки для окремих не фінансових менеджерів його інтерпретація може не бути настільки зрозумілою, як, наприклад, *EVA*. Іншим недоліком згаданого підходу є складність розрахунку показника

CFROI, тому що для цього необхідно ідентифікувати всі грошові потоки, що генеруються як існуючими, так і майбутніми активами.

У методі доданої вартості потоку грошових коштів – *CVA* (Cash Value Added) виокремлюються стратегічні і нестратегічні інвестиції. За задумом авторів [11, 10; 15, 42], такий поділ дозволяє менеджерам зосередити увагу на перспективних планах розвитку підприємства. Синонімом *CVA* є абревіатура *RCF* (Residual Cash Flow – залишковий грошовий потік) [7], тобто залишкові грошові потоки, генеровані інвестиціями. Загалом, *CVA* містить концепції залишкового доходу (Residual Income) й операційного грошового потоку. Існує кілька методик розрахунку *CVA*. За однією з них, показник CVA_i за *i*-й період є різницею операційного грошового потоку підприємства OCF_i (Operating Cash Flow) і потоку $OCFD_i$ (Operating Cash Flow Demand), необхідного для задоволення вимог інвестора за стратегічними інвестиціями:

$$CVA_i = OCF_i - OCFD_i. \quad (7)$$

Запис у вигляді відносної величини дає індекс *CVA* (індекс прибутковості):

$$ICVA = \frac{\sum_{i=1}^N \frac{OCF_i}{(1+r)^i}}{\sum_{i=1}^N \frac{OCFD_i}{(1+r)^i}}, \quad (8)$$

де *r* – дисконтна ставка.

Його зручно використовувати для порівняння зі спорідненими характеристиками діяльності підприємства. Вважається, що стратегічні інвестиції створюють вартість, якщо $OCF > OCFD$, тобто при $ICVA > 1$.

Модель Едвардса–Белла–Ольсона (*EBO*) розроблена також порівняно недавно – у ті ж 90-ті роки XX ст. Започаткували цю модель Едвардс і Белл у роботі “Theory and Measurement Business Income” (1961 р.). У результаті модель отримала назву – модель Едвардса–Белла–Ольсона (Edwards–Bell–Ohlson) або *EBO*. Модель Дж. Ольсона є однією з найперспективніших сучасних роз-

робок у теорії оцінки вартості підприємств. Вона дозволяє використовувати переваги дохідного і майнового підходів, певною мірою мінімізуючи їхні недоліки [9]. Суть її, як і концепції *EVA*, полягає в тому, що вартість визначається поточними активами і надприбутками, відмінність – в тому, що в цьому випадку розглядається вартість акціонерного капіталу як сума поточної (балансової) вартості акціонерного капіталу і дисконтована вартість надприбутку, що ним генерується.

Таким чином, ринкова вартість акціонерного капіталу розраховується за наступною формулою:

$$PVe = BE + \sum_{t=1}^n \frac{E[\Delta X t]}{(1+r)^t}, \quad (9)$$

де *BE* – балансова вартість акціонерного капіталу;

$E[\Delta tX]$ – очікуваний надприбуток підприємства.

Подальші роботи Дж. Ольсона, в яких він запропонував принцип лінійної інформаційної динаміки, дали змогу істотно спростити розрахункові формули, відмовитися від суб’єктивних прогнозів потоку надприбутків і скоротити обсяги початкової інформації.

Після включення рівнянь лінійної інформаційної динаміки, формула розрахунку має наступний вигляд:

$$PVe = BE_0 + \varphi_1 * \Delta X_0 + \varphi_2 * V_0, \quad (10)$$

де $\varphi_1 = \frac{\omega}{R - \omega}$;

$$R = 1 + r;$$

$$V_0 = E[\Delta X_1] - \omega \Delta X_0;$$

ω, y – постійні величини (питомі коефіцієнти авторегресії).

Параметри інформаційної динаміки ω, y є позитивними величинами зі значеннями не більше 1. Факторами, які впливають на показники, є економічний стан підприємства і його облікова політика. Визначення величини заданих параметрів наведено в праці Дж. Хенда і У. Ландсмена [8]. Ці авто-

ри проаналізували дані фінансової звітності компаній, акції яких котирувалися на Американському фондовому ринку (NYSE, AMEX, NASDAQ) за період з 1974 по 1996 роки. Результатом аналізу виявились такі значення параметрів: $\omega = 0,61$, $y = 0,45$ – для компаній, які виплачують дивіденди, і $\omega = 0,46$; $y = 0,34$ – для фірм, які не виплачують дивіденди.

Російські автори визначили ці параметри за даними ринку РТС (Російської торговельної системи). Вони становлять: $\omega = 0,77$; $y = 0,34$. Очевидно, що пряме використання значень цих коефіцієнтів для українських підприємств, не призведе до достовірних і точних результатів. Попередньо необхідно провести аналогічні дослідження на предмет визначення параметрів інформаційної динаміки національного фондового ринку.

Однак варто підкреслити значимість згаданої моделі, оскільки вона дає уявлення про те, яка частина ринкової вартості підприємства відображена її реальними активами, а яка – нематеріальним “гудвілом”, що дозволяє точніше визначати ступінь ризикованості інвестицій. Модель *EBO* призначена для оцінки підприємств за таких умов:

- на підприємствах відсутні реінвестиції, які спрямовані на розширення виробництва (нові капітальні вкладення і збільшення оборотного капіталу);
- очікування відносно майбутніх потоків ґрунтуються на співставленні результатів діяльності підприємства впродовж двох років.

Щоби врахувати ефект від реінвестування, розрахунок повинен проводитися аналогічно розрахунку поточної вартості підприємства, застосованому на концепції *EVA*. У цьому випадку ми одержуємо метод *EVA* для акціонерного капіталу. При цьому необхідно враховувати надприбуток від усіх капітальних вкладень у прогнозний період з урахуванням рентабельності акціонерного капіталу.

У 1997 році Нобелівська премія з економіки була присуджена М. Шоулзу (Myron Scholes) і Р. Мертону (Robert Merton) за їх дослідження щодо вироблення моделі фінансової оцінки на основі “реальних опціонів” (модель Блека-Шоулза), яку модифікував Р. Мертон. Оцінка вартості компанії на основі моделі *OPM* (Option Price Model – модель опціонного ціноутворення) насичена складним математичним апаратом [5, 637]. Застосування стохастичних диференціальних рівнянь до певної міри вирішує проблему суб’єктивності прогнозу грошових потоків, характерну для інших методів [4, 13]. Нагадаємо найпростішу схему застосування *OPM* для оцінки власного капіталу компанії. Коли акціонери беруть у борг (*D*), це відповідає придбанню опціону “кол” (право викупити активи, що є заставою для боргу), термін виконання якого минає в момент повернення *D*. Нехай приведена ринкова вартість компанії становить *V*. Якщо діяльність фірми була успішною, то виграш акціонерів становитиме $S = V - D > 0$, а виплата боргу означає викуп активів у кредиторів. У протилежному випадку має місце банкрутство $S = 0$, коли активи переходять до кредиторів. Таким чином, функція виплати за розглянутим опціоном є $S = \max(V - D, 0)$.

Для безперервного часу розглянута схема може бути реалізована, зокрема, на основі формули Блека-Шоулза (Black-Scholes) [6,75]:

Для безперервного часу розглянута схема може бути реалізована, зокрема, на основі формули Блека-Шоулза (Black-Scholes) [6,75]:

$$S = V_{DCF} N(d_1) - \sum_i (D_i + \%_i) e^{-r_f T_{dur}} N(d_2), \quad (11)$$

де V_{DCF} – оцінка вартості компанії, отримана завдяки моделі *DCF* (або іншій можливій при конкретних вихідних даних);

$\sum_i (D_i + \%_i)$ – сумарна величина основного боргу і процентних платежів (або купонних виплат);

T_{dur} – середньозважена дюрація боргу;

r_f – безризикова процентна ставка, що відповідає тривалості;

T ; $N(d)$ – кумулятивна нормальна ймовірність функції щільності.

$$N(u) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^u e^{-\frac{v^2}{2}} dv \quad (12)$$

– таблична функція, що відповідає стандартному нормальному розподілу.

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V_{DCF}}{\sum_i (D_i + \%_i)}\right) + \left(r_f + \frac{\sigma^2}{2}\right)T_{dur}}{\sigma\sqrt{T_{dur}}}, \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T_{dur}}, \quad (13)$$

де σ – стандартне відхилення вартості підприємства.

Крім раніше названих факторів вартості, модель *OPM* виокремлює параметри тривалості T_{dur} і σ ; їхнє збільшення сприяє зростанню вартості власного капіталу підприємства.

В основі приведеної формули використовується фіксоване стохастичне рівняння, що описує випадкове блукання частки (ціни активу), принцип ризику-нейтральності і граничні умови, обумовлені функцією виплати. Якість оцінювання на основі *OPM* багато в чому визначається відповідністю закладених у модель теоретичних передумов і реального руху ціни активу.

Вимога наявності моделі, яка в середньому добре відображає динаміку основного фактора вартості, здебільшого виконується для видобувних підприємств. Їхня вартість багато в чому залежить від ціни P на сировину, що видобувається. В умовах мінливості P метод оцінки підприємства повинен відповідати стохастичному характерові задачі. Так, у праці Г. В. Вигона [1, 158] реальні опціони вбудовані у формулу оцінки нафтових підприємств. Вона охоплює ціну на нафту P , обсяги розроблених і неопрацьованих запасів Q^p і Q^H , а також керуючу змінну ν – швидкість підготовки родовищ до експлуатації:

$$V_{opt} = V(P, Q^p, Q^H; \nu) = \max_{\nu} \left\{ M \left[\int_t^{\infty} e^{-\rho\tau} CF(P, Q^{p,H}; \nu; \tau) d\tau \right] \right\}, \quad (14)$$

де $CF(P, Q^{p,H}; \nu; \tau)$ – інтенсивність грошового потоку підприємства;

ρ – ставка дисконтування, яка враховує відповідний рівень ризику.

У зв'язку з високою складністю розробки й аналізу математичних моделей *OPM*, їхнє масове тиражування для підприємств із різною структурою і різними галузями стримується навіть на зарубіжних ринках; число змінних вибирається відносно невеликим і, в результаті, одержані рекомендації відповідають рівневі прийняття стратегічних рішень вищою ланкою менеджменту підприємства.

Для України характерна невизначеність і ризики, внаслідок чого важко складати прогнози; загальну нерозвиненість товарних і фінансових ринків (наприклад, опціон на здійснення будь-якого інвестиційного проекту, навіть з блискою перспективою, може нічого не вартувати через відсутність можливих покупців такого опціону або з урахуванням низки неекономічних факторів). Аналіз літературних джерел з цієї проблематики показує, що теоретики продовжують роботу над пошуком кращих моделей, які описують процес формування цін на опціони, а практики продовжують випробовувати ці моделі.

Підсумовуючи вищезазначене, доходимо таких висновків:

За результатами дослідження обґрунтовано, що в умовах ринку для будь-якого підприємства динаміка внутрішніх оцінок вартості є одним з основних критеріїв якості управлінських рішень, які приймаються. У той же час необхідність бачення перспектив розвитку підприємства, його конкурентоспроможності в середовищі світового бізнесу об'єктивно вимагає використання сучасних інструментів та методів оцінки ефективності управління вартістю організації.

Через те, що кожен з розглянутих показників має свої обмеження і недоліки, а також, тому що сфера вартісних показників є відносно новою галуззю знань, більшість авторів пропонують комбіноване використання кількох показників при оцінці процесу створення вартості. На нашу думку, такий підхід не буде оптимальним, тому що ефективність системи *VBM* може бути досягнута при підпорядкуванні всіх значимих управлінських рішень єдиній меті, що передбачає

наявність єдиного критерію, на основі якого будуватиметься і оцінка ефективності, і система мотивації. Тому, в кожному конкретному випадку менеджмент підприємства має вибирати відповідний вартісний показник, відповідно до міркувань оперативності, вигод і витрат, пов'язаних з одержанням інформації, необхідної для його розрахунку.

Практична діяльність з дослідження проблем управління вартістю сприяє подальшій популяризації концепції управління вартістю як ключової управлінської парадигми нашого часу. У подальших наукових розробках зробимо спробу інтеграції показника *EVA* в збалансовану систему оціночних показників *Balanced Scorecard (BSC)*, об'єднавши цілісність і системність *BSC* з математичною точністю і економічною обґрунтованістю *EVA*.

Література

1. Выгон Г. В. Методы оценки нефтяных компаний в условиях неопределенности // *Аудит и финансовый анализ*. – 2001. – № 1. – С. 158–190.
2. Елисеев В. М. Классификация видов стоимости // *Вопросы оценки*. – 1998. – № 1. – С. 56–60.
3. Маршалл А. Принципы экономической науки: Пер. англ. – М.: Издательская группа "Прогресс", 1993. – Т. 1. – 415 с.; Т. 2. – 309 с.; Т. 3. – 351 с.
4. Сохацька О. М. Використання опціонів у корпоративному управлінні // *Наукові записки*. – Тернопіль, 2005. – № 14 – С. 13–16.
5. Blac F., Scholes V. *The Pricing of Options and Corporate Liability* // *Journ. of Politic. Economi.* – 1973. – May. – P. 637–654.
6. Damodaran A. *The Promise and Peril of Real Options* // *Working Paper Stern School of Business*. – 2000. – 75 p.
7. Evans M. H. *Creating Value through Financial Management* // *Excellence in Financial Management*. – Course 8. – 1999. – Desember. – 27 p.
8. Hand John R. M., Landsman Wayne R. *The Pricing of Dividends in Equity Valuation*. – University of North Carolina at Chapel Hill, 1999.
9. Liu J., Ohlson J. A. *The Faltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications* Anderson School of Management, U. C. L. A. – Los Angeles, Stern School of Business. – N. Y. U., New York, 1999.
10. Madden D. J. *The CFROI Valuation Model* // *The Journal of Investing*. – 1998. – Spring. – P. 31–44.
11. Ottoson E., Weissenrieder F. *Cash Value Added – a New Method for Measuring Financial Performance* // *Study (Sweden)*. – 1996. – № 1. – 10 p.
12. Rappaport A. *Creating Shareholder Value: The Standart for Business Performance*. – New York: Free Press, 1986. – P.76.
13. Stewart C. Myers *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting* // *Journal of Finance*. – 1974. – P.29.
14. Stewart G. Bennet. *The Quest for Value: the EVA Management Guide*. – New York: Harper Business, 1991.
15. Weissenrieder F. *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?* // *Gothenburg Studies in Financial Economics* 971214. // *Study (Sweden)*. – № 1997: 3. – 42 p.



ВИЗНАЧЕННЯ СПРАВЕДЛИВОЇ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ УКРАЇНСЬКИХ КОМПАНІЙ

Олександр РУБАН

Розглянуто та адаптовано до реалій українського ринку світовий досвід визначення справедливої вартості фінансових інструментів загалом та акцій зокрема. Визначено оптимальні методи оцінки справедливої вартості акціонерного капіталу для українських компаній.

The author reviews the world experience in calculating target value of different financial instruments in general and joint stock in particular and adapts this experience to Ukrainian market. The author also determines the optimal methods for calculating target value of joint stock of Ukrainian companies.

Становлення українського ринку акцій обумовило появу нового сектора економіки, регулятивної та обслуговуючої інфраструктури, нового класу власників тощо. Водночас, цей процес призвів до низки нових проблем, які потребують наукового обговорення та дослідження, зокрема, вирішення окремих концептуальних питань розвитку фондового ринку, вдосконалення законодавчої бази, захисту ринку від кризових явищ, мінімізації впливу неринкових факторів на ціноутворення та, нарешті, його адекватного впливу на економіку загалом.

Окрім того, актуальність теми дослідження обумовлена підвищенням попитом іноземних і вітчизняних інвесторів на акції українських компаній, їх зацікавленістю процесом формування та визначення ринкової вартості тих чи інших підприємств. А враховуючи той факт, що у наш час розвинені фондові ринки та ринки, що розвиваються (в тому числі український) є досить дина-

мічними, оцінка фінансових активів, зокрема акцій, за справедливою вартістю є дуже важливою.

Про необхідність дослідження зазначеного питання свідчить і такий факт. Рада зі стандартів фінансового обліку (Financial Accounting Standards Board, FASB) після довготривалих і важких дискусій визначила, що справедлива вартість є найбільш придатним та відповідним параметром оцінки для фінансових інструментів.

На думку європейських науковців [14], якби провідні компанії розвинених країн (й вітчизняні також) оцінювали фінансові інструменти за допомогою методу справедливої вартості, відповідні державні регулятори, депозитарії та інвестори могли б досягти більшої регулюючої та ринкової дисципліни, уникнути певних збитків, понесених інвесторами та платниками податків під час економічних спадів (зокрема й останнього, зумовленого іпотечною кризою в США та по-

дальшим її розвитком). Підтвердженням вищезазначеному можуть бути окремі спроби регулюючих органів на початку нового століття ввести метод справедливої вартості як єдиний в оцінці фінансових активів.

Важливу роль концепції справедливої вартості відводять й сучасні міжнародні стандарти обліку. Так, Міжнародна організація з МСФЗ¹ (IASB) наголосила на тому, що її метою є застосування справедливої оцінки до всіх фінансових інструментів, які обліковуються в балансі компаній (“повна справедлива вартість”). З 1 січня 2005 року нові міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ) на обов’язковій основі застосовані до консолідованих рахунків компаній, що знаходяться у лістингу на фондових біржах Європи [3]. Отже, доцільним є застосування прогресивних наукових розробок іноземних вчених і провідних міжнародних організацій в оцінці фінансових активів, зокрема акцій, в українських реаліях. Тому у дослідженні проаналізуємо світовий досвід, спробуємо конкретизувати найкращі з його надбань та адаптувати їх до українських реалій.

Зауважимо, що питання оцінки фінансових активів та вартості капіталу завжди посідало важливе місце в дослідженнях іноземних науковців. Проте, на жаль, українська наукова еліта не приділяє йому належної уваги. Певні аспекти особливостей ціноутворення на вітчизняному ринку акцій досліджували Ю. Кравченко, Н. Кузнєцова, В. Міщенко, І. Назарчук, В. Оскольський, А. Отченаш, Ю. Петруня, В. Шелудько. Серед зарубіжних вчених вагомий вклад в дослідження вищезазначеної проблеми внесли Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейлі, А. Дамодаран, П. Джеймс, Б. Джордан, Г. Ешуорт, В. Ковалев, Т. Коллер, Т. Коупленд, С. Росс, Вільям Ф. Шарп та інші.

Метою статті є дослідження світового досвіду у визначенні справедливої вартості фінансових інструментів загалом та акцій

¹ Міжнародні Стандарти Фінансової Звітності (МСФЗ) – це стандарти, що розробляє Міжнародна Рада Стандартів Звітності (IASB) – приватна організація, керована Міжнародним Фондом Комітету Стандартів Звітності (IASCF).

зокрема, адаптація до українського ринку та відбір оптимального методу оцінки справедливої вартості акціонерного капіталу для українських компаній.

Поняття справедливої вартості (Fair Value) вперше було визначено Комісією з цінних паперів та бірж США (The United States Securities and Exchange Commission). Згідно із Загальноприйнятими принципами бухгалтерського обліку (GAAP, General Accepted Accounting Principles – стандарти бухгалтерського обліку, впроваджені у США та багатьох інших країнах), справедлива вартість – це сума, за якою може бути реалізовано актив у поточній транзакції між добровільними сторонами, крім випадків ліквідації.

В українському законодавстві поняття справедливої вартості визначено Положенням (стандартом) бухгалтерського обліку 19 “Об’єднання підприємств”, згідно з яким справедлива вартість – це сума, за якою може бути здійснений обмін активу, або оплата зобов’язання в результаті операції між обізнаними, зацікавленими та незалежними сторонами [2].

Міжнародні стандарти фінансової звітності, а саме, Стандарт 32 (IAS 32) визначає справедливу вартість як суму, на яку може бути обміняний актив або пасив між незалежними, добре обізнаними та зацікавленими контрагентами [14].

Така концепція ґрунтується на припущенні, що установа, позиції в балансі якої оцінюються, веде безперервну бізнес-діяльність. У цьому випадку дозволяється використовувати різні принципи оцінки (ринкову вартість, ліквідну вартість, теперішню вартість тощо) та різні техніки оцінки із конкретним визначенням для кожної категорії активів та пасивів.

В діючій редакції Стандарту 39 (IAS 39) справедлива оцінка застосовується систематично до фінансових інструментів, коли вони вперше відображаються в балансі, та його використання поширюється на послідовну оцінку транзакцій. Окрім торгових операцій, метою яких є отримання прибутку у корот-

костроковому періоді, справедлива оцінка поширюється на окремі портфелі цінних паперів (цінні папери для продажу), а також, за певних умов – на усі фінансові інструменти. Використання справедливої оцінки забезпечується також в інших стандартах шляхом впровадження альтернативи у застосуванні справедливої вартості до матеріальних активів та деяких нематеріальних активів (наприклад, патентів).

Стандарт 39 (для фінансових інструментів) встановлює наступну "Ієрархію методів для визначення справедливої вартості" [14]:

1) поточний курс для фінансового інструменту, що торгується (пройшов лістинг) на розвиненому ринку, є кращим показником справедливої вартості і повинен використовуватися для його оцінки, якщо застосувати такий метод видається можливим;

2) якщо визначити поточний курс для фінансового інструменту, що пройшов лістинг (торгується) на розвиненому ринку, неможливо, показником його справедливої вартості може слугувати ціна (курсова вартість) останньої трансакції;

3) якщо ж з моменту проведення останньої трансакції ринкові умови змінилися, то справедлива вартість визначається із розрахунку ринкової ціни подібних фінансових інструментів;

4) у разі відсутності розвиненого ринку для даного фінансового інструменту, його справедлива вартість визначається з використанням техніки оцінювання. Зауважимо, що техніки оцінювання повинні надавати реалістичні оцінки, враховуючи ринкову інформацію настільки, наскільки це можливо. Вірність таких розрахунків має періодично перевірятися, шляхом порівняння їх результатів зі спостереженнями поточних трансакцій на ринку;

5) нарешті, якщо не існує активного ринку для фондового інструменту, якщо неможливо достовірно визначити його справедливу вартість, то інструмент повинен бути оцінений за його історичною вартістю, за мінусом будь-якої амортизації (погашення).

На практичному рівні, за умов, коли ін-

струмент не має спостережень щодо ринкової вартості на ліквідному та активному ринку, Стандарт 39 рекомендує звертатися до ринкової вартості за результатами спостережень для подібних інструментів. Якщо й таке неможливе, Стандарт 39 рекомендує звертатися до результатів розрахунків за моделлю, що посилається на якомога більший обсяг спостережень з ринку.

Отже, згідно зі Стандартом 39 найточнішу оцінку справедливої вартості фінансового інструменту загалом та акцій зокрема відображає поточний курс даного цінного паперу за умов, що він пройшов лістинг та торгується на розвиненому фондовому ринку.

Водночас, спроектувати вимоги МСФЗ на українські реалії можливо лише за певних припущень. По-перше, необхідно проаналізувати фактори, що впливають на формування ринкової ціни на розвинених ринках та адаптувати їх вплив до ринку цінних паперів України.

Для кращого розуміння та з метою ґрунтовнішого аналізу впливу різних чинників на формування ринкової ціни акції, розділимо їх на фактори метарівня (охоплюють переважно особливості глобальних економічних процесів та їх вплив на поточну діяльність емітента, його тактичне та стратегічне планування), макрорівня (охоплюють політичні, економічні, правові, соціокультурні та морально-етичні особливості країни емітента), мезорівня (охоплюють стан галузі, у якій емітент проводить свою діяльність, рівень конкуренції у галузі тощо) та мікрорівня (охоплюють фінансово-економічний стан емітента, його виробничий потенціал, корпоративну та організаційну структуру управління, особливості обігу цінних паперів емітента тощо). Окрім того, експертною оцінкою визначимо рівень впливу цих факторів на формування ринкових цін (табл. 1).

Взаємозв'язок впливу факторів на формування ринкової ціни фінансового інструменту на розвинених та вітчизняному ринках акцій обчислимо за допомогою коефіцієнта кореляції (точніше – коефіцієнта лінійної ко-

Таблиця 1

Фактори, що впливають на формування ринкової ціни акцій**

ФАКТОРИ	Розвинені ринки акцій	Ринок акцій України
1	2	3
Метарівень		
Доступність грошових ресурсів на світових ринках	10	8
Інтегрованість компанії у світову економіку	10	7
Діяльність аналогічних компаній за кордоном	8	5
Наявність кризових явищ у галузі, де працює емітент, на світових ринках	9	6
Стан світових компаній-лідерів відповідної галузі	8	6
Зміни цін на продукцію/послуги компанії на світових ринках	10	7
Міжнародні торгові обмеження на продукцію компанії	9	8
Макрорівень		
Політичні		
Прихід до влади нової політичної сили	5	8
Ймовірність ведення військових дій ззовні та у середині країни	10	10
Політичні заяви та послання Президента країни та уряду	9	6
Втручання держави у діяльність приватних компаній	9	9
Членство в міжнародних організаціях	8	6
Парламентські, президентські вибори	7	7
Зміна геополітичного положення країни	9	6
Економічні		
Динаміка ВВП	10	8
Стан торгового балансу країни	10	7
Стан державного бюджету	9	7
Зміни у податковому законодавстві, податковий тягар	9	5
Зовнішні інвестиції (зміни обсягу та структури)	10	8
Внутрішні інвестиції (зміни обсягу та структури)	10	7
Запаси природних ресурсів (стратегічна сировина - енергоресурси, паливо, метали)	8	7
Зміни цін на стратегічну сировину	8	9
Зміни в грошово-кредитній та валютно-курсовій політиці країни	8	10
Рівень інфляції	10	7
Законодавчі зміни щодо руху капіталів	10	8
Рівень заборгованості країни (внутрішньої та зовнішньої)	9	7
Підтримка приватного бізнесу на законодавчому рівні	9	6
Правові		
Вплив контрольно-ревізійних та наглядових органів	7	8
Державні гарантії бізнесу (вірогідність націоналізації, реприватизації компанії)	8	8
Зміни прозорості законодавства	7	7
Рівень бюрократизації	5	8
Складність дозвільних процедур	6	9
Дотримання законних прав та інтересів акціонерів, інвесторів	8	6
Рівень корупції	5	9
Інфраструктурні		
Достатня кількість депозитаріїв, зберігачів, реєстраторів, торговців	6	8
Рівень розвитку законодавства, що стосується фінансового ринку	10	7
Прозорість ринку	9	6
Забезпечення рівного доступу до інформації усіх учасників ринку	9	6
Вплив діяльності фінансових регулюючих органів	8	7
Соціокультурні та морально-етичні		
Зміни рівня доходів населення	6	8
Релігійне виховання	4	2
Зміна демографічної ситуації в країні	3	2
Мезорівень		
Зміна конкурентних позицій компанії на ринку	10	9
Зміни конкурентного середовища у галузі	9	7

1	2	3
Ризик появи у галузі нових потужних гравців	9	8
Стабільність попиту на продукцію галузі	9	7
Капіталоємність галузі та її потреби в інвестиціях	8	6
Зміни у забезпеченні галузі ресурсами: виробничими, трудовими тощо	8	5
Енергоємність та рівень залежності галузі від цін на енергоресурси	9	9
Рівень рентабельності у галузі	8	7
Динаміка поточної частки галузі у ВВП	7	5
Потенціал розвитку галузі	7	6
Підтримка галузі державою	7	9
Мікрорівень		
Фінансово-економічний стан бізнесу		
Зміна доходів компанії	10	9
Зміна поточних та постійних витрат компанії	9	9
Зміна обсягів інвестицій компанії у вдосконалення виробництва, людських ресурсів тощо	9	7
Зміна обсягів, структури та якості портфеля кредиторської та дебіторської заборгованості	10	6
Зміна податкового тягаря на компанію	10	8
Зміна обсягів та структури грошового потоку компанії	9	8
Виробничий потенціал		
Наявність та термін дії ліцензій на основні види діяльності компанії	10	8
Забезпечення ресурсами для основних видів діяльності	10	9
Основні та допоміжні виробничі фонди (стан, потужність, рівень технічного вдосконалення)	10	8
Можливість розширення виробничої діяльності, оновлення фондів	9	7
Конкурентне середовище		
Зміна частки ринку, що займає компанія	10	10
Конкурентні переваги компанії та перспективи розвитку	10	9
Публічність компанії		
Публікація періодичної фінансової звітності компанії	9	5
Річний та повний доступ до інформації про компанію усіх акціонерів	8	4
Згадування компанії, її намірів та результатів діяльності у ЗМІ	8	6
Корпоративна структура		
Основні акціонери компанії, їх частка в компанії	4	9
Приналежність до ФПГ, холдингу, виробничого об'єднання	7	10
Місце компанії у структурі холдингу, виробничого об'єднання, ФПГ	6	9
Організаційна структура		
Зміни в структурі управління	9	6
Зміни в менеджменті компанії	8	5
Рівень свободи в прийнятті рішень менеджменту від акціонерів компанії	7	4
Публічність менеджменту компанії	8	4
Зміна кількісного та якісного складу персоналу	6	5
Характеристика відносин власності		
Зміни в розподілі акціонерного капіталу	10	8
Кількість акціонерів компанії	6	8
Кількість власників більше 5% акцій компанії	7	7
Наявність у компанії одного або кількох рівноцінних власників	8	9
Приналежність акціонерів до однієї ФПГ, кількох ФПГ, конкуруючих ФПГ тощо	7	9
Характеристика акцій/пакетів акцій		
Розмір пакету акцій, що знаходиться у вільному обігу на ринку (free-float)	10	8
Розмір пакету акцій, що оцінюється	10	10
Наявність в установчих документах компанії обмежень прав окремих груп акціонерів	10	9
Дивідендна політика компанії	9	7

** - експертна оцінка. Шкала від 1 (найслабший вплив) до 10 балів (найсильніший вплив). При розрахунку враховувався не тільки рівень впливу певного фактора на формування ринкових цін, а й його значимість як явища. Наприклад, рівень корупції має сильний вплив як на розвинені ринки, так і на ринок акцій України, але у більшості розвинених країн, на відміну від України, дане явище або відсутнє або майже відсутнє. Отже, незважаючи на однаковий рівень впливу корупції на формування ринкових цін, оцінка впливу для розвинених ринків та для України буде різнитися.

реляції Пірсона). У нашому випадку (вибірка: 2 ряди по 85 показників) коефіцієнт кореляції дорівнює 0,252 (після згладжування: 0,379).

Отже, підсумовуючи проведене дослідження впливу різних чинників на формування ринкової ціни фінансового інструменту загалом та акцій зокрема, можна зазначити, що сукупний вплив чинників на ціноутворення на розвинених ринках та на українському фондовому ринку суттєво відрізняється.

Для більшості фінансових інструментів, в тому числі й акцій, що торгуються на українському фондовому ринку, визначення справедливої вартості саме за поточним курсом, як це зазначається у пункті 1 “Ієрархії методів для визначення справедливої вартості” Стандарту 39, неможливо.

Справа в тому, що лише окремі цінні папери українських емітентів є достатньо ліквідними, тобто за такими фінансовими інструментами щоденно укладається по кілька угод. Йдеться про “блакитні фішки” – найліквідніші акції на фондовому ринку України. Зокрема, до “блакитних фішок” належать цінні папери, які включено до розрахунку індексу акцій найбільшого в Україні організатора торгів цінними паперами – Фондової біржі ПФТС. До індексного кошика ПФТС станом на кінець лютого 2008 року належали цінні папери 20 емітентів. Зокрема, це акції таких компаній, як Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча (ММКІ), “Західенерго” (ZAEN), “Дніпроенерго” (DNEN), “Укрнафта” (UNAF), “Центренерго” (CEEN), Нижньодніпровський трубопрокатний завод (NITR), “Укртелеком” (UTEL), Райффайзен Банк Аваль (BAVL), “Мотор Січ” (MSICH), “Азовсталь” (AZST), “Донбасенерго” (DOEN), Концерн “Стирол” (STIR), “Київенерго” (KIEN), “Луганськтепловоз” (LTPL), Полтавський ГЗК (PGOK), Маріупольський завод важкого машинобудування (MZVM), Сумське машинобудівне НВО ім. Фрунзе (SMASH), Єнакієвський металургійний завод (ENMZ), Укрсоцбанк (USCB), Авдіївський коксохімічний завод (AVDK).

Проте навіть поточна ціна за “блакитними фішками” не завжди є їх справедливою

вартістю. Оскільки, на відміну від розвинених ринків, вітчизняний фондовий ринок, як видно з даних табл. 1, має свої особливості. Зокрема, на ціноутворення на фондовому ринку України впливають не лише ринкові, а й неринкові фактори. Наприклад, основні гравці ринку з метою отримання спекулятивного прибутку штучно занижують або завищують ціну. Окрім того, постійний вплив має фактор витоку інсайдерської інформації тощо.

Враховуючи усе вищезазначене, можна зробити висновок, що в українських реаліях визначити справедливу ціну акцій, відповідно до пунктів 1–3 “Ієрархії методів для визначення справедливої вартості” Стандарту 39, неможливо. Оскільки розвиток українського фондового ринку ще далекий до найвищих міжнародних стандартів. Тому ціноутворення на вітчизняному фондовому ринку не можна сприймати як справедливу оцінку для фінансових інструментів загалом та акцій зокрема.

Відповідно до вищезазначеного, на нашу думку, для визначення справедливої вартості цінних паперів українських емітентів, які не проводили розміщення акцій та їх похідних інструментів (АДР, ГДР) на розвинених фондових ринках Європи та світу², найприйнятнішим є пункт 4 “Ієрархії методів для визначення справедливої вартості” Стандарту 39, згідно з яким, справедлива вартість визначається з використанням техніки оцінювання.

Зауважимо, що при визначенні справедливої вартості відповідно до пункту 4 зростає ймовірність помилки. Оскільки у цьому випадку потрібно враховувати можливість схильності до маніпуляцій через використання параметрів не об’єктивної оцінки для роздування вартості інструменту. Викривлені дані досить важко виявити як стороннім спостерігачам, так і аудиту через

² Мова йде про цінні папери українських компаній, які не проводили опосередковане розміщення акцій на зовнішніх ринках, зокрема на основному та альтернативному майданчику Лондонської фондової біржі, на Франкфуртській фондовій біржі, Варшавській фондовій біржі та інших через випуск депозитарних розписок та інших інструментів, що застосовуються для таких операцій.

складності трансакцій та внаслідок неминучого суб'єктивізму у виборі та зважуванні параметрів оцінювання. Навіть за відсутності будь-якого наміру маніпулювати результатами, достовірність таких оцінок може бути під питанням. А тому використовувати такий метод потрібно дуже зважено й обережно.

Існує три основних підходи до оцінки. Перший – оцінка дисконтованих грошових потоків (discounted cash flow – DCF). Цей метод співвідносить вартість активу з поточною вартістю очікуваних у майбутньому грошових потоків.

Відповідно до другого підходу – “порівняльної оцінки” (або ж “співставних компаній”), вартість активу обчислюють, аналізуючи ціноутворення подібних активів, пов'язуючи його з певною змінною (наприклад, з доходами, грошовими потоками, балансовою вартістю або обсягом продажів). Третій підхід – оцінка умовних вимог – для виміру вартості активів, що мають характеристики опціону, припускає використання моделі ціноутворення опціонів. Деякі з таких активів можуть мати фінансову природу, вони знаходяться в обігу на ринку (наприклад, варранти), а інші – на ринку не торгуються й ґрунтуються на реальних активах (проекти, патенти, запаси нафти). Зазначимо, що результати оцінки можуть виявитися цілком протилежними, залежно від застосованого підходу. А тому, окрім детального аналізу кожного з вищезазначених підходів, ми спробуємо визначити, за яких умов який з методів є найприйнятнішим.

Хоча дисконтування грошових потоків (DCF) – це лише один із трьох підходів до експертного визначення справедливої вартості, а на практиці більшість оцінок ґрунтується на “порівняльній оцінці”, такий підхід є основою для побудови всіх інших. В його основі лежить правило приведеної вартості (present value – PV), відповідно до якого вартість будь-якого активу відповідає приведеній вартості очікуваних грошових потоків, що приходяться на даний актив.

$$PVcFt = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}, \quad (1)$$

де $PVcFt$ – дискретна вартість грошового потоку;
 n – термін існування активу;
 CF_t – грошові потоки за період t ;
 r – ставка дисконтування, яка відображає ризик очікуваних грошових потоків.

Залежно від виду активу, грошовими потоками можуть бути: дивіденди – у випадку акцій, купони, відсотки і номінальна вартість – у випадку облігацій, а також грошові надходження після сплати податків – у випадку реальних проектів. Ставка дисконтування – це функція ризику очікуваних грошових потоків. При цьому вищі ставки приписуються ризикованішим активам, і навпаки.

Якщо уявити певну шкалу ризику, то з одного її боку (на самому початку) можна розмістити вільну від ризику дефолту облігацію з нульовим купоном і гарантованими грошовими потоками в майбутньому. Дисконтування цих грошових надходжень за безризиковою ставкою покаже цінність облігації. На шкалі можна розмістити корпоративні облігації, для яких грошові потоки утворюються купонами і існує ризик відмови від платежів. Цінність таких облігацій можна визначити за допомогою дисконтування грошових потоків з використанням процентної ставки, яка відображає ризик відмови від платежів. Далі по шкалі ризику можна розташувати акції без фіксованого дивіденду (equities), коли очікувані грошові потоки характеризуються високим ступенем невизначеності. Цінність у цьому випадку варто визначати на основі приведеної цінності очікуваних грошових потоків, дисконтованих за ставкою, яка відображає рівень даної невизначеності.

Різновидів моделей DCF існує дуже багато, але всіх їх можна звести до трьох основних: оцінка власного капіталу, оцінка фірми та скоригована оцінка приведеної вартості (APV). Перший спосіб дозволяє оцінити власний капітал фірми. Другий полягає в оцінці фірми загалом, що охоплює, окрім власного капіталу, необхідність обліку інших вимогоутримувачів (власників облігацій,

привілейованих акцій тощо). За допомогою третього способу вартість фірми визначається вроздріб – оцінка починається з основних операцій, а потім додається вплив на вартість оцінюваного активу боргів та інших вимог, що не відносяться до акцій.

Розглянемо кожну з моделей детальніше. Оцінка власного капіталу відбувається шляхом дисконтування грошових потоків, які приходяться на власний капітал (тобто, сальдо грошових потоків після всіх витрат, реінвестування, виплат за податковими зобов'язаннями, а також платежів за відсотками та по основній сумі боргу). Ставка дисконтування відповідає вартості власного капіталу (cost of equity) – тобто нормі прибутковості, на яку розраховують пайовики власного капіталу фірми. Іншими словами, cost of equity вказує на мінімальний рівень доходності, який фірма має забезпечити своїм акціонерам (пайовикам). Цей показник відображає альтернативну вартість інвестицій, та, як правило, складається з дивідендів і приросту капіталу (наприклад, збільшення курсу акцій).

Одним із різновидів оцінки власного капіталу є модель дисконтованих дивідендів. В такому випадку цінність власного капіталу визначається через приведену вартість очікуваних майбутніх дивідендів.

$$\text{Вартість власного капіталу} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF(BK)_t}{(1+k_e)^t}, \quad (2)$$

де n – термін існування активу;

$CF(BK)_t$ – очікувані грошові потоки, які приходяться на власний капітал за період t ;

k_e – ставка дисконтування, яка відображає ризик очікуваних грошових потоків, в даному випадку – cost of equity.

Вартість фірми визначається через дисконтування очікуваних грошових потоків фірми (тобто це сальдо грошових потоків після всіх операційних витрат, реінвестування й виплати податків, але до будь-яких виплат власникам зобов'язань та акцій). Ставка дисконтування відповідає середньозваженій вартості капіталу (вартості використовуваних фірмою компонентів фінансування,

зважених пропорційно до їхньої ринкової вартості).

$$\text{Вартість фірми} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF(\Phi)_t}{(1+WACC)^t}, \quad (3)$$

де n – термін існування активу;

$CF(\Phi)_t$ – грошові потоки, що створюються фірмою за період t ;

$WACC$ – ставка дисконтування, а в даному випадку середньозважена вартість капіталу (weighted average cost of capital).

Відповідно, $WACC$ можна розрахувати за наступною формулою:

$$WACC = \left(\frac{E}{K}\right) \times y + \left(\frac{D}{K}\right) \times b \times (1 - X_c), \quad (4)$$

де $K = E + D$;

E – власний капітал компанії;

y – очікувана дохідність власного капіталу;

D – залучений капітал компанії;

b – очікувана дохідність залученого капіталу;

K – капітал компанії;

X_c – ефективна ставка податку на прибутки для компанії.

Скоригована оцінка приведенної вартості (adjusted present value – APV) визначається наступним чином:

$APV = \text{вартість фірми з урахуванням лише власного капіталу} + \text{приведена вартість боргового капіталу} + \text{приведена вартість "виграшів" на податках} + \text{очікувана вартість банкрутства.}$

На практиці такий підхід можна узагальнити, допускаючи дисконтування різних видів грошових потоків фірми за різними ставками, відповідно до рівня їх ризику.

Зауважимо, що головна помилка, яка може виникати під час застосування вищезазначених методів – це використання невідповідних показників грошових потоків та ставок дисконтування.

Зазначений підхід найлегше використовувати до активів, чиї грошові потоки в цей момент позитивні й можуть оцінюватися з високим ступенем надійності на довготривалий період часу, а також за умови відносно точної оцінки рівня ризику для визначення

ставки дисконтування. Але на практиці, не в ідеалізованих умовах, застосування методу DCF зіштовхується з певними ускладненнями та підлягає коригуванню. І, якщо врахувати більшість факторів впливу неможливо, то додатково використовують інші методи оцінки, а в певних випадках DCF взагалі не використовують.

В такому разі, знову ж за певних умов, можна скористатися – “порівняльною оцінкою” (метод співставних компаній). Більшість оцінок у світовій практиці проводять саме з використанням цього методу. При порівняльній оцінці вартість активу можна визначити, відштовхуючись від ціноутворення на активи, що порівнюються, стандартизовані за допомогою певної загальної змінної, наприклад, прибутку (earnings), грошових потоків, балансової вартості, обсягів продажів тощо.

Наприклад, часто для оцінки фірми використовується мультиплікатор “ціна/прибуток”, точніше, його середнє значення по галузі. При цьому припускається, що інші фірми галузі співставні з оцінюваною фірмою, а ринок у середньому вірно визначає вартість цих компаній. Окрім того, широко використовуються мультиплікатори “ціна/обсяг продажів” та “ціна/балансова вартість”. Хоча ці три показники застосовуються найчастіше, існують й інші мультиплікатори, які відіграють важливу роль в оцінці: “ціна/грошові потоки”, “ціна/дивіденди”, “ринкова вартість/вартість заміщення” тощо.

На відміну від DCF, що спрямована на пошук внутрішньої цінності, “порівняльна оцінка” здебільшого орієнтується на ринок. Інакше кажучи, ми припускаємо, що ринок коректно визначає ціни на акції в середньому, але робить помилки, формуючи ціни окремих акцій. Також припускається, що порівняння мультиплікаторів дозволить нам виявити ці помилки, і вони будуть згодом скориговані.

Припущення про те, що ринок згодом виправить свої помилки, властиве як оцінці DCF, так і порівняльній оцінці. Проте не можна не погодитись з прихильниками методу “співставних компаній”, які стверджують,

що помилки ціноутворення окремих цінних паперів в певному секторі помітніші й тому, цілком ймовірно, будуть скоректовані ринком швидше.

Якщо говорити про різновиди порівняльних оцінок, то більшість з них ґрунтується на порівнянних змінних, але існують також оцінки, що базуються на фундаментальних змінних.

Під час використання фундаментальних змінних, при оцінці застосовуються такі показники, як темпи зростання прибутку й грошових потоків, коефіцієнти окупності й ризик. Такий підхід до оцінки мультиплікаторів аналогічний застосуванню моделей DCF, вимагає тієї ж інформації й приводить до таких самих результатів. Його основна перевага полягає в тому, що він показує зв'язок між мультиплікаторами й характеристиками фірми, дозволяючи досліджувати зміну мультиплікаторів у міру зміни цих характеристик.

Узагальненим підходом є використання порівняльних змінних, коли оцінка фірми порівнюється із ціноутворенням фірм-аналогів на ринку або, у деяких випадках, з оцінкою фірми в попередні періоди. Але потрібно зазначити, що пошук фірм-аналогів іноді може бути дуже нелегким завданням, в окремих випадках їх може просто не існувати, а тому доводиться зупинити свій вибір на компаніях, які в певному плані відмінні від оцінюваної фірми.

У більшості випадків ціна акції визначається згідно із порівнянням мультиплікаторів, які характеризують торговельну діяльність фірми, з аналогічними коефіцієнтами фірм-аналогів. Однак у деяких випадках, особливо стосовно зрілих фірм із тривалою історією, порівняння здійснюється на основі історичних даних.

Існують перехресні порівняння та порівняння в часі. Коли порівнюється мультиплікатор “ціна/прибуток” оцінюваної фірми із середнім мультиплікатором по даній галузі, то здійснюється порівняльна оцінка й перехресне порівняння. Але залежно від вихідних передумов, які мали оцінювана фірма та співставні компанії, результати можуть суттєво різнитися. Тому фірми можна по-

рівнювати лише за умови здійснення вірних припущень щодо фундаментальних змінних оцінюваної компанії та компаній-аналогів, а також правильного відбору останніх.

Якщо ж йдеться про зрілу фірму із тривалою історією, то можна зрівняти мультиплікатор, з яким вона торгується на ринку у даний момент із мультиплікатором, з яким вона торгувалася в минулому. Але зауважимо: для того, щоб виконати подібне порівняння, необхідно припустити, що фундаментальні змінні фірми згодом не змінювалися. Наприклад, логічним буде поступове зниження темпів зростання із відповідним збільшенням фірми. Крім того, порівняння мультиплікаторів у часі може ускладнитися внаслідок зміни процентних ставок та ситуації на ринку загалом.

Головна перевага мультиплікаторів – простота й легкість використання. Їх можна швидко застосовувати для оцінки фірм й активів. Особливо корисний цей метод тоді, коли на фінансових ринках торгуються акції відразу кількох (а ще краще – багатьох) фірм-аналогів, а ринки в основному коректно визначають ціни на такі фірми. Набагато важче застосовувати цей метод для оцінки одиничних фірм, які не мають аналогів на ринку, з невеликими доходами або збитковою діяльністю.

Окрім того, потрібно брати до уваги той факт, що мультиплікаторами легко маніпулювати й зловживати, особливо коли використовуються порівняльні фірми. Зважаючи на те, що не існує двох фірм, які мали б цілком однакові показники зростання й ризику та усі інші характеристики, визначення фірм-аналогів набуває суб'єктивного характеру та багато в чому може обумовити майбутній результат. Тобто, упереджена оцінка може проявитися у підборі таких фірм-аналогів, порівняння з якими може призвести до вже очікуваного упередженого результату щодо цінності певної фірми.

Водночас, упередженість може мати місце й при визначенні вартості фірми методом DCF, але, на відміну від методу спів-

ставних компаній, у такому випадку припущення та показники, які враховуються при використанні цього методу, є відкритішими для аналізу.

Інша проблема під час застосування мультиплікатора на основі порівняльних фірм полягає в тому, що тут має місце ризик “ринкової” помилки (переоцінки або недооцінки). Тобто, існує ймовірність того, що при оцінці фірм-аналогів ринком була допущена помилка, а враховуючи рівень розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, вірогідність здійснення такої помилки зростає. На відміну від цього, оцінка DCF базується на показниках грошових потоків фірми й інших характеристиках, тому даний метод з меншою ймовірністю піддається впливу помилок з боку ринку при оцінці фірми.

Третій підхід у визначенні вартості активу – так звана оцінка умовних вимог. Умовна вимога (contingent claim) або опціон – це угода, за якою власник опціону має право (але не зобов'язання) здійснити купівлю або продаж активу у майбутньому на раніше визначених умовах [15]. Тобто, опціон – це вимога, виплата за якою здійснюється лише за певних умов: якщо вартість базового активу (underlying asset) перевищує попередньо визначене значення колл-опціону (call option – опціону покупця); або ж, з іншого боку, вартість базового активу виявиться меншою, ніж попередньо визначене значення пут-опціону (put option – опціону продавця).

Рис. 1 ілюструє виплати за опціонами продавця та покупця як функцію цінності базового активу. Вартість опціону можна оцінити як функцію таких змінних: приведена вартість, дисперсія вартості базового активу, ціна виконання опціону, час до закінчення терміну опціону, а також безризикова процентна ставка.

Існує кілька безпосередніх прикладів цінних паперів, які є опціонами – це опціони LEAPS (довгострокові опціони на основі акцій, що знаходяться в обігу) [15]; умовні права на цінність (contingent value rights), що забезпечують власникам активу захист від падіння

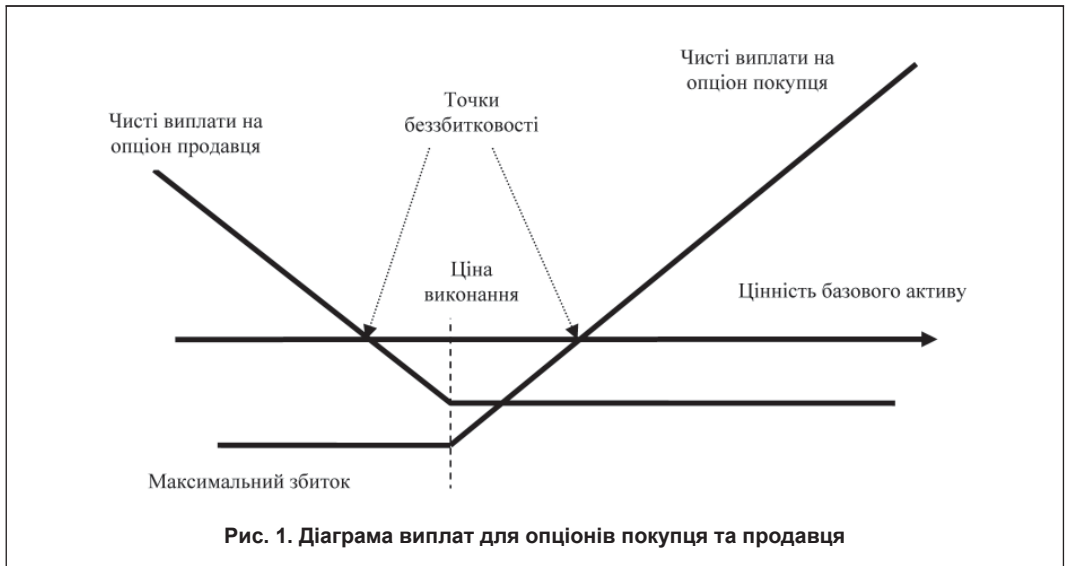


Рис. 1. Діаграма виплат для опціонів покупця та продавця

цін на акції; варанти (довгострокові опціони покупця, що випускаються фірмами).

На жаль, на вітчизняному фондовому ринку обіг похідних цінних паперів обмежено, а обіг деривативів, у яких базовим активом є фінансові інструменти, зокрема акції, взагалі відсутній. А тому, цей метод не є прийнятним для українського фондового ринку.

Отже, жоден з методів оцінки справедливої вартості не може претендувати на бездоганність. Тому, на нашу думку, доцільною буде оцінка відразу двома методами – DCF та методу “співставних компаній”. Результати розрахунків за кожним з підходів варто порівняти між собою та обчислити середньозважене значення, яке у підсумку й покаже вартість активу, яка буде найбільш наближеною до справедливої.

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків і узагальнень.

1. У світовій практиці, а точніше у Міжнародних стандартах фінансової звітності (Стандарт 32 (IAS 32) справедлива вартість визначається як сума, на яку може бути обмінаний актив або пасив між незалежними, добре обізнаними та зацікавленими контрагентами. Водночас, Стандарт 39 (для фінансових інструментів) встановлює “Ієрархію методів для визначення справедливої вартості” у порядку зниження їхньої вагомості.

2. Враховуючи той факт, що, на відміну від розвинених ринків, на український ринок акцій потужний вплив здійснюють неринкові фактори, а також через низьку активність торгів на ринку, його низьку ліквідність, прийнятним для визначення справедливої вартості акцій українських емітентів є експертна оцінка.

3. Дослідивши найпоширеніші методи оцінки акціонерного капіталу, ми дійшли висновку, що оптимальною буде оцінка відразу за двома напрямками – методом дисконтування грошових потоків (DCF) та методом “співставних компаній”. Результати розрахунків за кожним з підходів варто порівняти між собою та обчислити середньозважене значення, яке у підсумку й покаже вартість активу, найбільш наближену до справедливої.

Література

1. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р., № 3480-IV // www.rada.gov.ua – сайт Верховної Ради України.
2. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 19 “Об’єднання підприємств”, затверджене Міністерством фінансів України від 7.07.1999 р., № 163 // Офіційний вісник України. – 1999. – 13 серпня. – № 30.
3. Положення Європейського Парламенту та Ради “Про застосування міжнародних стан-

дартів бухгалтерського обліку” № 1606/2002 від 29 липня 2002 року.

4. Ковалев В. В. *Методы оценки инвестиционных проектов.* – М.: Финансы и статистика, 2001.

5. Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. *Стоимость компаний.* – 3-е изд., испр. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.

6. Кравченко Ю. Я. *Рынок ценных бумаг.* – К.: ВИРА-Р, 2002.

7. Кузнєцова Н. С., Назарчук І. Р. *Ринок цінних паперів в Україні.* – К.: Юрінком Інтер, 1998.

8. Минасов О. Ю. *Формирование рыночной стоимости акций российских предприятий.* – М., 2002. – 196 с.

9. Оскольський В. В. *Ринок цінних паперів України: погляд через призму діяльності Української фондової біржі.* – К.: УФБ, 2001.

10. Петруня Ю. Є. *Акціонерні товариства в Україні: проблеми емітентів та інвесторів.* – Дніпропетровськ, 2000.

11. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бейли: *Инвестиции.* – М.: “Инфра-М”, 2007.

12. Шелудько В. М. *Фінансовий ринок: Науч. посіб.* – 2-е вид., випр. і доп. – К.: Знання-Прес, 2003.

13. Эшуорт Г., Джеймс П. *Менеджмент, основанный на ценности.* – М.: “Инфра-М”, 2006.

14. Amis P., Rospars E. *Prudential supervision and the evolution of accounting standards: the stakes for financial stability // Banque de France, Financial Stability Review.* – November 2005. – № 7.

15. Aswath Damodaran *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.* – Wiley. – 2002.



НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИКИ ФАКТОРНОГО АНАЛІЗУ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ОБОРОТНИХ АКТИВІВ

Сергій РИЛЄЄВ



Софія ЮРІЙ

Розглянуто показники оцінки ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства загалом, а також в розрізі використання ресурсів (авансованого капіталу) та понесення витрат. Запропоновано напрямки удосконалення методики факторного аналізу показників ефективності використання оборотних активів, а саме коефіцієнта оборотності оборотних активів.

The indicators of appraisal of efficiency of financial economic activities at the enterprise as a whole was examined in the article. The analysis in terms of utilization of resources (advance of capital) and incurred expenses was also carried out. Some trends of improvement in techniques of factor analysis of indicators in current assets effective use, i.e. the ratio of current assets turn over were offered.

Задоволення потреб ринку в промисловій продукції й отримання при цьому максимального прибутку – основне завдання діяльності підприємств усіх галузей національної економіки. Необхідною умовою вирішення зазначеного завдання є ефективне функціонування, тобто досягнення необхідного результату при мінімальних витратах. Все більшого значення набувають наукові розробки та впровадження новітніх технологій і видів продукції, передового досвіду управління, удосконалення організації праці та виробництва, створення ефективної системи постачання та реалізації продукції. Тому зростання прибутковості та ринкової вартості підприємства безпосередньо залежить від ефективності управління зазначеними процесами.

Сьогодні одним із завдань, що спрямо-

вані на підвищення ефективності функціонування підприємства та зміцнення його фінансового стану, є раціональне використання ресурсного потенціалу, у т. ч. оборотного капіталу. Інтереси підприємства вимагають повної відповідальності за результати своєї фінансово-господарської діяльності, оскільки фінансовий стан підприємства, особливо в розрізі платоспроможності та фінансової стійкості, безпосередньо залежить від оптимізації процесів формування та використання оборотного капіталу.

Наукові дослідження в сфері оцінки економічної ефективності використання оборотних активів проводяться давно та відображені в монографіях багатьох зарубіжних вчених, таких як: І. Ансофф, Ю. Брігхем та Л. Гапенські, Б. Коласс, Ю. Землякова. Серед вітчизняних

економістів, які присвятили свої праці цьому питанню, відмітимо І. Бланка, В. Кігеля, А. Руденка, Л. Лахтіонову та ін. Однак, слід зазначити, що згадані дослідження стосуються переважно поглиблення і конкретизації глобальних підходів західних науковців та їх адаптації до умов економіки перехідного періоду, тому істотних методологічних змін в принципі оцінки економічної ефективності використання оборотних активів вони не внесли. Крім цього, невирішеною залишається проблема інтегрального факторного аналізу ефективності використання оборотних активів, яка постійно перебуває у центрі уваги вчених-економістів та керівників-практиків різних рівнів і рангів.

Метою дослідження є удосконалення методики інтегрального фінансового аналізу показників ефективності використання оборотних активів.

Основним завданням статті є розробка та обґрунтування пропозицій щодо удосконалення методики факторного аналізу показників ефективності використання ресурсного потенціалу з групи індикаторів ділової активності, а саме коефіцієнтів оборотності.

Економічна ефективність – це результативність діяльності, що визначається в загальному співвідношенні результату (ефекту) і витрат, що його визначили [4, 146].

В табл. 1 наведено порядок формування показників ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства загалом, а також в розрізі використання ресурсного потенціалу (витрат) зокрема.

Аналіз даних, які наведені в табл. 1, дозволяє створити наступну рівність:

$$\frac{Ra}{Oa} = \frac{Rp}{Ez}, \quad (1)$$

де Ra – рентабельність ресурсів;
 Rp – рентабельність витрат;
 Oa – коефіцієнт оборотності ресурсів;
 Ez – ефективність витрат за виручкою.

На практиці в якості показників ефективності широко використовується показник рентабельності активів (ресурсів). З формули (1) можна вивести наступне співвідношення:

$$Ra = \frac{Rp}{Ez} \cdot Oa. \quad (2)$$

Очевидно, що показники рентабельності витрат і ефективності витрат за виручкою тісно взаємопов'язані. Їх співвідношення може бути перетворено у вигляді коефіцієнта, що отримав назву рентабельності продажу чи рентабельності реалізації. Тоді формула (2) набуде наступного вигляду:

$$Ra = Rn \cdot Oa, \quad (3)$$

де Rn – рентабельність продажу.

Це співвідношення відоме в світовій практиці як формула Дюпона і її можна використати для оцінки рентабельності оборотних активів підприємства:

$$Rok = \frac{P}{OA} \cdot 100\%, \quad (4)$$

де Rok – рентабельність оборотних активів, %;

P – чистий прибуток, тис. грн.;

OA – середня вартість оборотних активів, тис. грн.

Якщо перетворити формулу (4), шляхом введення множника $ЧВР/ЧВР$, де $ЧВР$ – чиста виручка від реалізації продукції, отримаємо наступне:

Таблиця 1

Порядок формування показників ефективності фінансово-господарської діяльності підприємства

Ресурси (витрати), що визначають економічний результат	Економічний результат	
	Виручка від реалізації	Чистий прибуток
Витрати	Ефективність витрат за виручкою	Рентабельність витрат
Авансовані ресурси	Оборотність ресурсів	Рентабельність ресурсів

$$R_{ok} = \frac{P}{ЧВР} \cdot \frac{ЧВР}{ОА} \cdot 100\%, \quad (5)$$

де $\frac{P}{ЧВР} \cdot 100\% = R$ – рентабельність реалізації продукції, %;

$\frac{ЧВР}{ОА} = K$ – коефіцієнт оборотності оборотного капіталу, обороти.

Таким чином отримуємо:

$$R_{ok} = R \cdot K. \quad (6)$$

Формула (6) є частковим випадком формули (3) і відображає ефективність використання оборотних активів. Вона містить, з одного боку, економічну рентабельність обороту, яка забезпечується певною величиною оборотних активів, а з іншого – коефіцієнт оборотності, що відображає ефективність використання оборотних активів.

Згідно з формулою (6), одним із основних факторів, що впливає на ефективність використання оборотних активів (рентабельність оборотних активів), є коефіцієнт оборотності оборотного капіталу, який є показником, що характеризує ділову активність підприємства. Відомо, що оборотні активи, відповідно до бухгалтерського балансу (форма № 1), складаються з низки елементів: матеріальні оборотні активи (запаси) та нематеріальні оборотні активи (дебіторська заборгованість, грошові кошти та поточні фінансові інвестиції). При цьому оборотність кожної із зазначених складових оборотного капіталу суттєво відрізняється. Крім цього, коефіцієнт оборотності запасів, за наявності рентабельності реалізації продукції, суттєво впливає на прибутковість діяльності підприємства.

Ці факти вимагають побудови факторних моделей, в яких розглядається вплив коефіцієнтів оборотності різновидів оборотних активів на узагальнюючий коефіцієнт оборотності оборотних активів. При цьому зазначимо, що вітчизняні фінансисти й аналітики для коефіцієнтів оборотності різновидів оборотних активів використовують чисту

виручку від реалізації продукції (ЧВР), а для коефіцієнта оборотності запасів – собівартість реалізованої продукції (СВ).

Відповідно до формули (5) коефіцієнт оборотності оборотних активів можна показати у наступному вигляді:

$$K = \frac{ЧВР}{ОА} = \frac{ЧВР}{\overline{НОА} + \overline{МОА}}, \quad (7)$$

де $\overline{НОА}$ та $\overline{МОА}$ – середня вартість нематеріальних та матеріальних (запасів) активів відповідно, тис. грн.

У фінансовому аналізі виокремлюють два часткових коефіцієнта оборотності нематеріальних та матеріальних оборотних активів:

$$O_{ноа} = \frac{ЧВР}{НОА}, \quad (8)$$

де $O_{ноа}$ – коефіцієнт оборотності нематеріальних оборотних активів, обороти.

$$O_{моа} = \frac{СВ}{МОА}, \quad (9)$$

де $O_{моа}$ – коефіцієнт оборотності матеріальних оборотних активів, обороти.

Згідно з даними публічної фінансової звітності, а саме Звіту про фінансові результати (форма № 2), чисту виручку від реалізації можна показати у наступному вигляді:

$$ЧВР = СВ + ВП, \quad (10)$$

де $ВП$ – валовий прибуток підприємства, тис. грн.

Враховуючи структуру нематеріальних оборотних активів, із рівностей (7)–(10) одержуємо наступні формули:

$$O_{ноа} = \frac{ЧВР}{\overline{Дт} + \overline{Гк}}, \quad (11)$$

де $\overline{Дт}$ – середня дебіторська заборгованість, тис. грн.;

$\overline{Гк}$ – середні залишки грошових коштів та поточних фінансових інвестицій, тис. грн.

$$\overline{O\partial t} = \frac{ЧВР}{Дт}, \quad (12)$$

де $\overline{O\partial t}$ – коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості, обороти.

$$\overline{Oзк} = \frac{ЧВР}{ГК}, \quad (13)$$

де $\overline{Oзк}$ – коефіцієнт оборотності грошових коштів та поточних фінансових інвестицій, обороти.

Покажемо, що за допомогою рівностей (12), (13), (9) формула (7) трансформується у факторну модель для визначення впливу часткових коефіцієнтів оборотності окремих видів оборотних активів на загальний коефіцієнт оборотності таких активів.

Для цього із (12) і (13) знаходимо:

$$\overline{Дт} = \frac{ЧВР}{\overline{O\partial t}}, \quad (14)$$

$$\overline{ГК} = \frac{ЧВР}{\overline{Oзк}}. \quad (15)$$

Із рівностей (14) і (15) маємо:

$$\overline{Дт} + \overline{ГК} = \frac{ЧВР}{\overline{O\partial t}} + \frac{ЧВР}{\overline{Oзк}} = ЧВР \cdot \left(\frac{1}{\overline{O\partial t}} + \frac{1}{\overline{Oзк}} \right) = ЧВР \cdot \frac{\overline{Oзк} + \overline{O\partial t}}{\overline{O\partial t} \cdot \overline{Oзк}}. \quad (16)$$

Підставимо праву частину формули (16) у рівність (11):

$$\overline{Оноа} = ЧВР \cdot \frac{1}{ЧВР} \cdot \frac{\overline{O\partial t} \cdot \overline{Oзк}}{\overline{O\partial t} + \overline{Oзк}} = \frac{\overline{O\partial t} \cdot \overline{Oзк}}{\overline{Oзк} + \overline{O\partial t}}. \quad (17)$$

Із формули (18) знаходимо:

$$\overline{НОА} = \frac{ЧВР}{\overline{Оноа}}. \quad (18)$$

Підставимо праву частину рівності (17) в (18):

$$\overline{НОА} = \frac{ЧВР}{\overline{Оноа}} = \frac{ЧВР \cdot (\overline{Oзк} + \overline{O\partial t})}{\overline{Oзк} \cdot \overline{O\partial t}}. \quad (19)$$

Із рівності (9) одержуємо:

$$\overline{МОА} = \frac{СВ}{\overline{Омоа}}. \quad (20)$$

Додаємо рівності (19), (20) й отримуємо:

$$\overline{НОА} + \overline{МОА} = \frac{ЧВР \cdot (\overline{Oзк} + \overline{O\partial t})}{\overline{Oзк} \cdot \overline{O\partial t}} + \frac{СВ}{\overline{Омоа}} = \frac{ЧВР(\overline{Oзк} + \overline{O\partial t}) \cdot \overline{Омоа} + СВ \cdot \overline{Oзк} \cdot \overline{O\partial t}}{\overline{Oзк} \cdot \overline{O\partial t} \cdot \overline{Омоа}}. \quad (21)$$

Підставимо рівність (21) в знаменник формули (7):

$$K = \frac{ЧВР \cdot \overline{Oзк} \cdot \overline{O\partial t} \cdot \overline{Омоа}}{ЧВР(\overline{Oзк} + \overline{O\partial t}) \cdot \overline{Омоа} + СВ \cdot \overline{Oзк} \cdot \overline{O\partial t}}. \quad (22)$$

Отже, рівність (7) за допомогою формул (9), (12), (13) була перетворена у вищезгадану багато-факторну модель.

Таким чином, з використанням методу ланцюгових підстановок та рівності (22) можна визначити вплив часткових показників оборотності оборотних активів (коефіцієнтів оборотності: дебіторської заборгованості, запасів, грошових коштів та поточних фінансових інвестицій) на загальний коефіцієнт оборотності оборотних активів.

Надалі покажемо, що з рівності (7) на основі формул (8), (9) можна вивести ще одну факторну модель.

$$\overline{НОА} = \frac{ЧВР}{\overline{Оноа}}; \quad (23)$$

$$\overline{МОА} = \frac{СВ}{\overline{Омоа}}. \quad (24)$$

Додаємо рівності (23) і (24):

$$\overline{НОА} + \overline{МОА} = \frac{ЧВР}{\overline{Оноа}} + \frac{СВ}{\overline{Омоа}} = \frac{ЧВР \cdot \overline{Омоа} + СВ \cdot \overline{Оноа}}{\overline{Оноа} \cdot \overline{Омоа}}. \quad (25)$$

Підставимо праву частину (25) у знаменник формули (7):

$$K = \frac{ЧВР \cdot \overline{Оноа} \cdot \overline{Омоа}}{ЧВР \cdot \overline{Омоа} + СВ \cdot \overline{Оноа}}. \quad (26)$$

При використанні одного з методів елімінавання, а саме методу ланцюгових підставнок та рівності (26) можна визначити вплив зміни коефіцієнтів оборотності матеріальних та нематеріальних активів на коефіцієнт оборотності оборотних активів загалом.

Побудовані багатофакторні моделі (22) та (26) дають можливість визначити ступінь впливу відповідних чинників на зміну показників ефективності використання оборотних активів, у нашому випадку – коефіцієнта оборотності оборотних активів, що дозволить покращити аналітичне забезпечення управління формуванням та використанням згаданого виду активів.

Література

1. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия: Пер. с англ. / Общ. ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб.: Издательство "Питер", 1999. – 416 с.
2. Бланк И. А. Управление использованием капитала. – К.: Ника-Центр, Эльга, 2002. – 566 с.
3. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Пер. с англ. / Общ. ред. В. В. Ко-

валева. – СПб.: Экономическая школа, 1997. – 487 с.

4. Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Сможенко Т. С. *Фінансовий словник*. – 4-те вид., випр. і доп. – К.: Т-во "Знання", КОО, 2002. – 566 с.

5. Земляков Ю. Д. *Управленческий учет: теоретические и методологические аспекты планирования для эффективного управления предприятием: Монография*. – М.: Финансы и кредит, 2004. – 167 с.

6. Кігель В. Р. *Методи і моделі прийняття рішень в ринковій економіці: Монографія*. – К.: ЦУЛ, 2003. – 200 с.

7. Коласс Б. *Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции, методы: Пер. с француз. / Общ. ред. Я. В. Воколова*. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 576 с.

8. Лахтіонова Л. А. *Фінансовий аналіз об'єктів господарювання: Монографія*. – К.: КНЕУ, 2001. – 387 с.

9. Руденко А. В. *Управління потоками капіталів в сучасній бізнес-моделі функціонування транснаціональних корпорацій: Монографія*. – К.: Кондор, 2004. – 480 с.



ПРОБЛЕМИ СУТНОСТІ ТА СКЛАДУ ВИДАТКІВ МІСЦЕВИХ БЮДЖЕТІВ

Василь ДЕМ'ЯНИШИН



Аліна ТУЛЮЮК

Розглянуто сутність видатків місцевих бюджетів, підходи до удосконалення їхньої класифікації. Проаналізовано динаміку й структуру видатків місцевих бюджетів України як об'єкта фінансового контролю.

The essence of local budgets, ways of classification's perfection are considered. The tendencies and the structure of using local budgets in Ukraine as an object of financial control are analysed.

Одним із першочергових завдань сьогодні в Україні є досягнення високої ефективності використання коштів місцевих бюджетів на основі оптимізації їх витрачання за рахунок нових сучасних методів оцінки їх раціональності та впровадження індикаторів результативності.

Питання, пов'язані з розробкою теоретичних і практичних засад фінансування видатків місцевих бюджетів, досліджуються у працях таких вчених, як О. Василик, М. Гапонюк, А. Єпіфанов, А. Загородній, О. Жадан, І. Іванова, О. Лихицький, О. Кириленко, І. Кравченко, М. Никонович, В. Опарін, О. Романенко, В. Федосов, С. Юрій та інші.

Ознайомлення з теоретичними доробками вітчизняних економістів та практикою планування, фінансування й контролю за

видатками місцевих бюджетів дає підстави стверджувати про наявність низки невирішених проблем, які обумовили вибір теми наукової розробки та її актуальність.

Метою дослідження є оцінка теоретичних і практичних засад здійснення видатків місцевих бюджетів України та розробка практичних рекомендацій, орієнтованих на їх удосконалення.

У фінансовій науці відсутні єдині підходи до трактування сутності видатків бюджету держави. Теоретична невизначеність є причиною наявності значної кількості недоліків, пов'язаних з організацією, якістю й ефективністю планування, фінансування та бюджетного контролю за видатками державного і місцевих бюджетів.

У вітчизняній та зарубіжній економічній літературі загальноприйнятим є підхід до

визначення сутності бюджетних видатків, що мають економічний зміст, зумовлений суспільним способом виробництва, природою та функціями держави, вони відіграють вирішальну роль у задоволенні потреб соціально-економічного розвитку країни [6, 57]. Деякі економісти, зокрема, М. Артус та Н. Хижа вважають, що видатки бюджетів "...спрямовуються на задоволення найважливіших потреб суспільства у розвитку економіки і соціальної сфери... та характеризують рівень забезпечення потреб діяльності держави" [1, 85].

Деякі вчені підходять до сутності видатків, у т. ч. й видатків місцевих бюджетів, через законодавчо визначені норми і напрямки використання бюджетних коштів, обумовлені конституційними функціями держави, рівнем розвитку країни. [14, 11]. Так Ю. Пасічник вказує, що видатки місцевих бюджетів відображають ті ж соціально-економічні відносини, що й видатки державного бюджету, але на місцевому рівні з урахуванням регіональних особливостей та базуються на тих самих законодавчих актах, що й доходи місцевих бюджетів [9, 384].

О. Василик розуміє видатки місцевих бюджетів як такі, що "...безпосередньо пов'язані з інтересами широких верств населення й суттєво впливають на загальні соціальні процеси в державі й насамперед на рівень добробуту населення, освіченості, забезпеченості медичними послугами, а також послугами в галузі культури, спорту, соціальної захищеності на випадок непередбачуваних обставин [3, 179]. Такої ж думки дотримуються Г. Старостенко та Ю. Булгаков [12, 4].

У Бюджетному кодексі зазначено, що видатки бюджету – це кошти, що спрямовуються на здійснення програм і заходів, передбачених відповідним бюджетом, за винятком коштів на погашення основної суми боргу та повернення надміру сплачених до бюджету сум [2]. Зауважимо, що Кодекс трактує витрати бюджету як кошти бюджету, тобто акцентується увага на їхній формі.

Тому вважаємо це визначення недосконалим, оскільки воно не розкриває сутності поняття видатків бюджету як об'єктивного економічного явища.

Ототожнення термінів "видатки бюджетів" та "витрати бюджетів" має місце у Бюджетному кодексі України, а також розглядається Ю. Пасічком, як видатки бюджету, що відображають витрати держави на виконання її функцій. Такий підхід є суто прагматичним, оскільки витрати у такому випадку відображають лише економічні відносини, на основі яких здійснюються функції держави. Проте в економічній літературі витрати розглядаються як елемент собівартості продукції і послуг, а тому їх проведення виходить за межі бюджетних відносин.

Розглядаючи сутність видатків та їхню роль у розподільчих процесах, ми погоджуємося з визначенням, запропонованим С. Юрієм: "Видатки бюджету уособлюють економічні відносини, які виникають у зв'язку з розподілом централізованого фонду грошових коштів держави і його використанням за цільовим призначенням" [15, 46].

Отже, бюджетні видатки – це завершальний етап перерозподільчих процесів, пов'язаний з розподілом і використанням централізованого фонду грошових коштів держави відповідно до її функцій.

Узагальнюючи розмаїття наукових підходів і трактувань, ми вважаємо обґрунтованими твердження, висловлені А. Загороднім, Г. Вознюком, Т. Смовженко, які розглядають видатки бюджету як економічні стосунки, що виникають в результаті розподілу фонду грошових коштів держави та його використання за галузевим, територіальним чи цільовим призначенням [5]. Бюджетні видатки зумовлені суспільним способом виробництва, природою та функціями держави, тому містять певний економічний зміст.

Отже, підсумовуючи вищезазначене, ми вважаємо, що видатки місцевих бюджетів – це економічні відносини, які пов'язані з розподілом і використанням коштів основного централізованого фонду держави, що пере-

бувають у розпорядженні органів державної влади, державного управління та місцевого самоврядування.

Видатки місцевих бюджетів відображають ті ж соціально-економічні відносини, що й видатки державного бюджету, але на місцевому рівні й з урахуванням регіональних особливостей, функцій і повноважень органів місцевого самоврядування.

Формування бюджетних видатків розпочинається на етапі їхнього планування. За основу беруть прогнозоване й очікуване виконання бюджету за попередній період, звітні дані про виконання бюджету за видатками, що є в розпорядженні Міністерства фінансів України, фінансових органів, як правило, за півріччя, доповнюють оцінкою очікуваного виконання показників за видатками за період, що залишається до кінця року. Аналіз звітних показників й оцінка перспективи до кінця року дають змогу визначити очікуване виконання бюджету за видатками. З одержаної суми видатків виключаються ті, які не будуть проведені у плановому році.

Регулювання бюджетних видатків виявляється насамперед у цільовому спрямуванні бюджетних коштів. Найважливішим принципом планування бюджетних видатків є дотримання пропозиції розподілу коштів з урахуванням реальної необхідності в них. Видатки бюджету на наступний рік плануються з урахуванням результатів використання бюджетних коштів за попередні періоди, коефіцієнтів зростання. Це дає змогу обґрунтувати доцільність збільшення бюджетних видатків і правильно спланувати їх на майбутнє.

Варто зазначити, що чинне законодавство, яке регламентує бюджетні права територій, включаючи сферу управління видатками, залишається декларативним і практично не застосовується. Не визначено конкретні мінімальні розміри бюджетів органів місцевого самоврядування та реальні нормативи бюджетної забезпеченості, не розроблено параметри науково обґрунтованих показників, що гарантували б само-

стійність місцевих бюджетів, відсутня єдина методика формування місцевих бюджетів. Правового врегулювання потребують проблеми бюджетних прав територій на різних стадіях бюджетного процесу, розмежування повноважень місцевих представницьких і виконавчих органів влади у сфері реалізації їх бюджетних прав.

На даному етапі розвитку бюджетної системи України стан законодавчого її забезпечення залишається незадовільним, бо знаходиться на стадії формування. Часто одні й ті ж питання дублюються в різних законодавчих документах, а трактування їхнє різне, іноді суперечливе.

Зазначимо, що існує велика кількість видів видатків бюджетів, об'єднаних спільними критеріями та розрізаних за протилежними ознаками. У вітчизняній літературі існують різні тлумачення і підходи до таких ознак. Деякі вітчизняні економісти, зокрема О. Василик, О. Романенко, С. Юрій та інші, вважають, що якісна сторона видатків характеризує економічну природу і суспільне призначення кожного виду видатків, а кількісна визначає їхню величину. Однак потреби українського суспільства, що характеризуються якісною стороною, набагато перевищують її кількісну.

В економічній літературі відсутня єдина класифікація видатків місцевих бюджетів. На нашу думку, вона може мати такий вигляд:

- 1) за роллю у відтворюючому процесі:
 - видатки у сферу виробництва,
 - видатки у сферу надання послуг;
- 2) за соціально-економічним змістом:
 - видатки на економічну діяльність,
 - видатки на соціальний захист,
 - видатки на соціально-культурне забезпечення,
 - видатки на управління;
- 3) за функціональною класифікацією;
- 4) за відомчою класифікацією;
- 5) за предметною (економічною) класифікацією:
 - поточні видатки,
 - капітальні видатки;

б) за програмно-цільовою класифікацією.

За роллю у відтворюючому процесі держава розподіляє видатки на розвиток виробничої сфери та на розвиток сфери суспільних послуг, оскільки вона повинна вкладати кошти у розвиток тих галузей, які є базовою основою бюджету та витрати на які виправдовуються. Але держава й зобов'язана фінансувати свої функції у сфері суспільних послуг, таких як соціальний захист і соціальне забезпечення, охорона здоров'я, освіта, культура та інші.

За соціально-економічним змістом видатки держави забезпечують бюджетними ресурсами всі необхідні напрямки суспільної діяльності: розвиток економіки, соціальний захист, функціонування соціально-культурної сфери, управління та інші пріоритетні галузі.

Згідно з Бюджетним кодексом України за функціональною класифікацією видатки бюджетів поділяють на 10 груп, залежно від спрямованості бюджетної політики.

Класифікація видатків бюджетів за відомчим призначенням здійснюється відповідно до відомчої класифікації, в якій кількість груп тотожна кількості головних розпорядників бюджетних коштів.

За предметною класифікацією видатки бюджету поділяють на поточні, спрямовані на забезпечення простого відтворення діяльності підприємств, установ, організацій, та капітальні, що стосуються фінансування інвестиційної та інноваційної діяльності.

За програмно-цільовою класифікацією видатки бюджетів поділяються за відповідними бюджетними програмами, що дає можливість посилити фінансовий контроль за цільовим використанням коштів бюджету.

На нашу думку, використання нових видів класифікації видатків поєднує відомче, програмне фінансування та функціональну й економічну класифікації, що є позитивним явищем, однак потребує уніфікації з міжнародними стандартами.

Видатки місцевих бюджетів плануються відповідно до бюджетної класифікації групу-

вання видатків і доходів по галузях та видах витрат. Така класифікація має бути науково обґрунтованою, що є запорукою оптимального складання усіх бюджетів.

Виконання видаткової частини бюджету пов'язане з використанням бюджетних коштів, що в економічній літературі називається бюджетним фінансуванням. Це питання завжди було в центрі уваги науковців і практиків, оскільки в процесі фінансування розкривається призначення бюджету, його спрямованість на виконання функцій держави, характеризується рівень корисності цих функцій для суспільства, стратегічний напрямок руху суспільства, його траєкторія та динаміка розвитку. Більшість із функцій, пов'язаних із економічним і цільовим витрачанням бюджетних коштів, станом збереження державного і комунального майна, своєчасністю й повнотою реалізації заходів для відшкодування завданих державі збитків, усунення причин, що могли б призвести до фінансових втрат, покладено в основу побудови й функціонування системи бюджетного контролю.

У процесі теоретичного й практичного аналізу ми пропонуємо використовувати термін "бюджетний контроль" замість "фінансовий контроль за виконанням бюджету", тому що такий підхід є правомірний як з теоретичної, так і з практичної точки зору. Такі твердження базуються на вченні про державний бюджет як центральну ланку державних фінансів. Оскільки фінанси, як більш узагальнююча економічна категорія, виконують розподільчу і контрольну функції, а матеріальним вираженням контрольної функції є фінансовий контроль, то можна стверджувати, що бюджетний контроль є складовою фінансового контролю.

На нашу думку, фінансовий контроль за використанням коштів місцевих бюджетів за формою залежно від часу охоплення діяльності об'єкта можна поділити на три етапи:

- превентивний або попередній, який здійснюється на першій та другій стадіях бюджетного процесу, коли фінан-

сові органи контролюють реальність, обґрунтованість і достатність бюджетних асигнувань, що пропонуються до затвердження в бюджеті;

- оперативний або поточний, коли перевіряється законність і дотримання обсягів витрат на відповідні цілі (касове виконання бюджету);
- ретроспективний або подальший, який здійснюється контрольно-ревізійним управлінням в області та відомчими контрольно-ревізійними підрозділами центральних і місцевих органів виконавчої влади.

Сьогоднішня концепція реформування державного фінансового контролю передбачає поєднання таких його форм, як моніторинг, державний аудит та інспектування. Сучасна фінансова теорія і практика акцентують увагу на активізації такої форми, як державний аудит, оскільки вона поєднує у собі, з одного боку, попередній, поточний і подальший контроль, а з іншого – корисну аналітичну роботу, спрямовану на розробку шляхів удосконалення різних ділянок роботи, у т. ч. планування і фінансування видатків місцевих бюджетів.

Для ґрунтовного дослідження проблем формування та фінансування видатків, взаємопов'язуючи основи теорії з практикою, проведемо аналіз динаміки та структури видатків місцевих бюджетів Автономної Республіки Крим, областей, міст Київ та Севастополь за час застосування нової класифікації видатків і положень чинного Бюджетного кодексу України.

Оцінюючи рівень та динаміку видатків місцевих бюджетів за 2003–2006 роки відповідно до положень тимчасової класифікації, виокремимо 9 їхніх основних груп, зокрема видатки на: загальнодержавні функції, громадський порядок, безпеку та судову владу, економічну діяльність, охорону навколишнього природного середовища, житлово-комунальне господарство, охорону здоров'я, духовний та фізичний розвиток, освіту, соціальний захист і соціальне забезпечення.

Аналіз динаміки та структури видатків місцевих бюджетів за такою класифікацією відображений в табл. 1. Згідно із даними, що містяться в таблиці, можна стверджувати, що впродовж 2003–2006 років обсяг видатків місцевих бюджетів України зріс більше, ніж у 2 рази. Так у 2003 році він становив 33770, 1 млн. грн., а в 2007 році збільшився на 42049,2 млн. грн. Така динаміка дає підстави вважати, що загальний обсяг видатків місцевих бюджетів України має чітко виражену тенденцію до зростання, що свідчить про збільшення фінансових можливостей держави й органів місцевого самоврядування.

У складі видатків місцевих бюджетів відносно швидшими темпами зростають видатки, спрямовані на фінансування освіти (у 2003 році їх обсяг становив 9242,0 млн. грн., а в 2006 – 21663, 4 млн. грн.). Такі зміни мають позитивний характер, оскільки свідчать про зростання частки населення, зайнятого у сфері освіти, що в кінцевому результаті сприяє підвищенню рівня освіченості населення загалом. Однак зростання обсягів фінансування освіти не характеризує підвищення якості роботи освітніх установ, оскільки їхні потреби у коштах задовольняються не повною мірою.

Аналогічні тенденції значного зростання обсягів видатків за аналізований період спостерігаються стосовно динаміки видатків на охорону здоров'я (8281,7 млн. грн.), житлово-комунальне господарство (6103,0 млн. грн.), соціальний захист та соціальне забезпечення (5044,3 млн. грн.), економічну діяльність (3877,7 млн. грн.), на загальнодержавні функції (3571,4 млн. грн.).

Майже в 2 рази збільшились видатки місцевих бюджетів України, спрямовані на духовний та фізичний розвиток (з 1407,4 млн. грн. у 2003 році до 2938,8 млн. грн. у 2006, тобто на 1531,4 млн. грн.) та на охорону навколишнього природного середовища (з 194,9 млн. грн. у 2003 році до 329,7 млн. грн. у 2006, або на 134,8 млн.).

Поряд з цим обсяги коштів місцевих бюджетів для забезпечення громадського порядку, безпеки та судової влади за дослі-

Таблиця 1

Динаміка обсягів та структури видатків місцевих бюджетів України за 2003-2006 рр.*

(млн. грн.)

№ з/п	Групи видатків	2003	2004	2005	2006	Відхилення у 2006 р. порівняно з 2003 р.
1	Загальнодержавні функції - у млн. грн. - у %	2155,4 6,4	2659,1 6,6	3501,2 6,5	5726,8 7,6	+3571,4 +1,2
2	Громадський порядок, безпека та судова влада - у млн. грн. - у %	138,6 0,4	147,7 0,4	84,7 0,2	123,6 0,2	-15,0 -0,2
3	Економічна діяльність - у млн. грн. - у %	3028,9 9,0	4439,2 11,0	5021,9 9,4	6906,6 9,1	+3877,7 +0,1
4	Охорона навколишнього природного середовища - у млн. грн. - у %	194,9 0,6	287,5 0,7	271,4 0,5	329,7 0,4	+134,8 -0,2
5	Житлово-комунальне господарство - у млн. грн. - у %	1740,5 5,2	2558,8 6,3	3804,1 7,1	7843,5 10,3	+6103,0 +5,1
6	Охорона здоров'я - у млн. грн. - у %	7356,4 21,8	8711,6 21,6	11968,4 22,4	15638,1 20,6	+8281,7 -1,2
7	Духовний та фізичний розвиток - у млн. грн. - у %	1407,4 4,2	1689,2 4,2	2176,1 4,1	2938,8 3,9	+1531,4 -0,3
8	Освіта - у млн. грн. - у %	9242,0 27,4	11133,7 27,6	16869,4 31,5	21663,4 28,6	+12421,4 +1,2
9	Соціальний захист та соціальне забезпечення - у млн. грн. - у %	6137,6 18,2	7176,9 17,8	8377,5 15,7	11181,9 14,7	+5044,3 -3,5
	Разом видатків - у млн. грн. - у %	31401,9 93,0	38803,5 96,1	52074,7 97,3	72364,2 95,4	+40962,3 +2,4
10	Міжбюджетні трансферти - у млн. грн. - у %	2368,5 7,0	1593,2 3,9	1463,2 2,7	1575,7 2,1	-792,8 -4,9
	Всього видатків - у млн. грн. - у %	33770,1 100	40396,7 100	53537,9 100	75819,3 100	+42049,2 x

*Складено за даними Державного казначейства України.

джуваний період зменшилися на 15,0 млн. грн., що вказує на скорочення фінансування цієї сфери і на зменшення зайнятих у ній працівників.

Проаналізуємо динаміку та структуру видатків за економічною класифікацією для оцінки рівня витрачання коштів на поточні цілі, капітальні та нерозподілені видатки (табл. 2).

Таблиця 2

Динаміка обсягів та структури видатків місцевих бюджетів України за економічною класифікацією за 2001–2007 рр.*

№ п/п	Групи видатків	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Відхилення у 2007 р. порівняно з 2001 р.
	Видатки з урахуванням кредитування								
	- у млн. грн.	24822,1	27729,0	33770,1	40396,7	53537,9	74360,7	91053,4	+66231,3
	- у %	100	100	100	100	100	100	100	X
1	Поточні видатки								
	- у млн. грн.	21595,2	25011,6	28755,7	32779,5	45235,6	55815,4	73064,8	+51469,6
	- у %	87,0	90,2	85,2	81,1	84,5	75,1	80,2	-6,8
2	Капітальні видатки								
	- у млн. грн.	3261,9	2772,9	5014,9	7577,1	8311,5	14219,1	22498,1	+19236,2
	- у %	13,1	10,0	14,8	18,7	15,5	19,1	24,7	+11,6
3	Нерозподілені видатки								
	- у млн. грн.	19,3	-0,4	-	-	-	4326,2	5490,5	+5471,2
	- у %	0,1	0,0	0,0	-	-	5,8	6,0	+5,9
	Кредитування з урахуванням погашення								
	- у млн. грн.	-34,2	-49,9	-0,5	40,1	-9,2	-	-	-
	- у %	-0,1	-0,2	0,0	0,1	-0,02	-	-	-

* Складено за даними Державного казначейства України.

Результати ознайомлення з матеріалами, відображеними в табл. 2, дають підставу стверджувати, що поточні, капітальні та нерозподілені видатки протягом досліджуваного періоду характеризуються позитивною динамікою. Видатки з урахуванням кредитування у 2001 році становили лише 24822,1 млн. грн., а в 2007 збільшилися на 66231,3 млн. грн. і становили 911053,4 млн. грн.

Найбільшу частку у складі видатків займають поточні видатки, які протягом 2001–2007 років зросли з 21595,2 млн. грн. до 73064,8 млн. грн. у 2007 році У структурі поточних видатків найбільшу частку займали видатки на товари і послуги, обсяг яких збільшився на 37905,2 млн. грн.

Субсидії та поточні трансферти займали у складі поточних видатків майже вдвічі меншу частку (8186,2 млн. грн. у 2001 році, та 21755,7 млн. грн. у 2007 році), а їхній загальний приріст у 2001–2007 роках становив

19236,2 млн. грн. Варто зазначити, що виплати процентів за зобов'язаннями здійснювалися лише в 2001–2005 роках і займали незначну питому вагу.

Капітальні видатки за досліджуваний період зростали значно швидшими темпами, тобто у 6,9 рази проти поточних видатків, які збільшились у 3,4 рази. Проте в структурі загального обсягу видатків місцевих бюджетів України у 2007 році капітальні видатки становили лише 24,7%, а поточні – 80,2%. Серед капітальних видатків найбільше коштів було спрямовано на придбання основного капіталу (4768,2 млн. грн. у 2005), а найменше – на створення державних запасів і резервів (0,1 млн. грн. у 2005).

Рівень використання бюджетних коштів характеризується також динамікою дебіторської та кредиторської заборгованостей, які негативно характеризують результати фінансової діяльності органів місцевого самоврядування.

На основі даних табл. 3 і 4 проаналізуємо динаміку дебіторської та кредиторської заборгованостей місцевих бюджетів України.

Як свідчать результати аналізу, загальний обсяг дебіторської заборгованості видатків місцевих бюджетів є приблизно в 5 разів меншим, ніж кредиторської. Так дебіторська заборгованість місцевих бюджетів у 2001 році становила 399,5 млн. грн., а в 2007 збільшилась на 268,2 млн. грн. і досягла рівня 667,7 млн. грн. Найбільший рівень зростання дебіторської заборгованості місцевих бюджетів характерний для таких

груп видатків: придбання основного капіталу (51,4 млн. грн.), капітальні трансферти (35,4 млн. грн.).

Кредиторська заборгованість місцевих бюджетів збільшувалась значно швидшими темпами, ніж дебіторська. У 2001 році вона становила лише 1558,8 млн. грн., а в 2007 – 3051,9 млн. грн. Серед її основних складових – заборгованість по видатках на товари та послуги, яка зменшилась на 634,7 млн. грн. та у 2007 році становила 289,9 млн. грн. Найбільше зростання кредиторської заборгованості спостерігаємо по субсидіях і поточних трансфертах (1799,2 млн. грн.)

Таблиця 3

Динаміка дебіторської заборгованості місцевих бюджетів України за 2002–2006 рр.

(млн. грн.)

№ з/п	Групи видатків	Дебіторська заборгованість				Відхилення у 2006 р. порівняно з 2002 р.
		2002	2003	2005	2006	
Всього						
	- у млн. грн.	417,1	314,3	590,6	701,5	+284,4
	- у %	100	100	100	100	X
1	Доходи					
	- у млн. грн.	17,6	20,5	28,3	33,8	+16,2
	- у %	4,2	6,5	4,8	4,8	+0,6
2	Видатки					
	- у млн. грн.	399,5	293,9	562,3	667,7	+268,2
	- у %	95,8	93,5	95,2	95,2	-0,6
	З них:					
	Видатки на товари та послуги					
	- у млн. грн.	182,8	132,5	114,5	86,3	-96,5
	- у %	43,8	42,2	19,4	12,3	-31,5
	Субсидії і поточні трансферти					
	- у млн. грн.	63,7	71,2	72,8	75,8	+12,1
	- у %	15,3	22,6	12,3	10,8	-4,5
	Придбання основного капіталу					
	- у млн. грн.	142,6	80,5	121,2	194,0	+51,4
	- у %	34,2	25,6	20,5	27,7	-6,5
	Капітальні трансферти					
	- у млн. грн.	5,4	9,6	32,9	40,8	+35,4
	- у %	1,3	3,0	5,6	5,8	+4,5
	Кредитування з вирахуванням погашення					
	- у млн. грн.	-	-	220,8	270,8	+270,8
	- у %	-	-	37,4	38,6	+38,6
	Інша заборгованість					
	- у млн. грн.	4,9	0,1	-	-	-4,9
	- у %	1,2	0,0	-	-	-1,2

Таблиця 4

Динаміка кредиторської заборгованості місцевих бюджетів України за 2002–2006 рр.

(млн. грн.)

№ з/п	Групи видатків	Кредиторська заборгованість				Відхилення у 2006 р. порівняно з 2002 р.
		2002	2003	2005	2006	
Всього						
	- у млн. грн.	1569,6	1792,7	1115,8	3072,7	+1503,1
	- у %	100	100	100	100	X
1	Доходи					
	- у млн. грн.	10,8	7,8	15,3	20,8	+10,0
	- у %	0,7	0,4	1,4	0,7	+0,0
2	Видатки					
	- у млн. грн.	1558,8	1784,8	1100,5	3051,9	+1493,1
	- у %	99,3	99,6	98,6	99,3	+0,0
	З них:					
Видатки на товари та послуги						
	- у млн. грн.	924,6	789,5	489,4	289,9	-634,7
	- у %	58,9	44,0	43,9	9,5	-49,4
Субсидії і поточні трансферти						
	- у млн. грн.	485,2	852,9	236,8	2284,4	+1799,2
	- у %	31,0	47,7	21,2	74,3	+43,3
Придбання основного капіталу						
	- у млн. грн.	134,9	117,1	126,7	181,5	+46,6
	- у %	8,6	6,5	11,3	5,9	-2,7
Капітальні трансферти						
	- у млн. грн.	5,6	25,4	43,4	54,2	+48,6
	- у %	0,4	1,4	3,9	1,7	+1,3
Кредитування з вирахуванням погашення						
	- у млн. грн.	-	-	204,3	241,9	+241,9
	- у %	-	-	18,3	7,9	+7,9
Інша заборгованість						
	- у млн. грн.	8,5	0,02	-	-	-8,5
	- у %	1,2	0,0	-	-	-1,2

Отже, видатки місцевих бюджетів у розрізі усіх їхніх видів в абсолютних сумах мають чітку тенденцію до зростання, що пояснюється зростанням рівня оплати праці та інфляції. Лише видатки, пов'язані з виконанням загальнодержавних функцій, з року в рік поступово зменшуються. Всі показники видатків на соціально-культурну сферу, соціальний захист та житлово-комунальне господарство свідчать про виражену соціальну спрямованість, що характеризується позитивно. Проте загалом реальна бюджетна забезпеченість соціальної спрямованості, не набагато покращилася. Видатки місцевих

бюджетів на послуги, пов'язані з економічною діяльністю, хоча незначно, зате помітно зростають, а їхня частка в структурі видатків або зменшується, або не змінюється, що може негативно відобразитись на результатах соціально-економічного розвитку наступних періодів та зумовити зменшення показників зростання ВВП.

У результаті проведеного дослідження можна зробити такі висновки й узагальнення.

Видатки місцевих бюджетів – це сукупність економічних відносин з приводу розподілу й використання коштів основного централізованого фонду держави за функ-

ціональним, цільовим, галузевим і територіальним спрямуванням відповідно до функцій і повноважень органів місцевого самоврядування.

Класифікацію видатків місцевих бюджетів доцільно здійснювати за такими ознаками: роллю у відтворювальних процесах, соціально-економічним призначенням, функціональним призначенням, відомчим призначенням, програмним призначенням, цільовим призначенням та формами фінансування.

Згідно із результатами проведеного аналізу динаміки обсягів та структури видатків місцевих бюджетів необхідно зазначити, що спостерігається чітка тенденція до соціальної спрямованості бюджетів, зниження частки видатків на правоохоронну діяльність та забезпечення безпеки держави, а також до стабілізації видатків на економічну діяльність, хоча їхні невеликі обсяги й частка у видатковій частині може негативно відобразитися у майбутньому на темпах зростання основних соціально-економічних показників.

Про неефективне використання бюджетних коштів свідчить стабільна тенденція зростання залишків дебіторської і кредиторської заборгованості. Вважаємо за доцільне запровадити відповідні заходи, спрямованих на попередження цих заборгованостей, їхнього негативного впливу на результати виконання місцевих бюджетів.

На нашу думку, важливою передумовою підвищення ефективності фінансового контролю за видатковою частиною місцевих бюджетів є оптимізація структури видатків за функціональною й економічною класифікаціями, які дали б можливість забезпечити якісне виконання органами місцевого самоврядування своїх функцій.

Література

1. Артус М. М. *Бюджетна система України: Навч. посіб.* / М. М. Артус., Н. М. Хижа. – К.: Вид-во Європ. ун-ту, 2005. – 220 с.

2. *Бюджетний кодекс України. Затверджений ВРУ 21 червня 2001 р. № 2542–III.* – К., 2001.

3. Василик О. Д. *Бюджетна система України: Підручник* / О. Д. Василик, К. В. Павлюк. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 544 с. – С. 179.

4. Гапонюк М. А. *Місцеві фінанси: Навчально-методичний посібник для самостійного вивчення дисципліни* / М. А. Гапонюк, В. П. Яцюта. – К., 2002. – С. 46.

5. Загородній А. П., Вознюк Г. Л., Сможженко Т. С. *Фінансовий словник.* – 2-ге вид., випр. та доп. – Львів: Видавництво "Центр Європи", 1997. – 576 с.

6. Єпіфанов А. О., Сало І. В., Д'яконова І. І. *Бюджет і фінансова політика України.* – К.: Наукова думка, 1997. – 302 с.

7. Кириленко О. П. *Місцеві фінанси: Навчальний посібник.* – Тернопіль: Астон, 2004. – 192 с. – С. 50.

8. Опарін В. М. *Фінанси (загальна теорія): Навч. посібник.* – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с.

9. Пасічник Ю. В. *Бюджетна система України та зарубіжних країн: Навч. посібник.* – К.: Знання-Прес, 2002. – 495 с.

10. Пасічник Ю. В. *Бюджетний потенціал економічного зростання в Україні: Монографія.* – Донецьк: ТОВ "Юго-Восток, ЛТД", 2005. – 642 с.

11. Романенко О. Р. *Фінанси: Підручник.* – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 312 с. – С. 164.

12. Старостенко Г. Г., Булгаков Ю. В. *Бюджетна система: Навч. посібник.* – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 240 с.

13. Федосов В. *Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія.* – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.

14. *Фінанси: Навч. посібник* / В. С. Загорський, О. Д. Вовчак, І. Г. Благун, І. Р. Чуй. – К.: Знання, 2006. – 247 с.

15. Юрій С. І., Стоян В. І., Даневич О. С. *Казначейська система: Підручник.* – 2-ге вид., змін. і доп. – Тернопіль: Карт-Бланш, 2006. – 818 с. – С. 46.



ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ БЮДЖЕТНОЇ ПІДТРИМКИ СІЛЬСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА УКРАЇНИ

Інна КОМАРОВА

Класифіковано та охарактеризовано показники оцінки виконання бюджетних програм. Виявлено доцільність використання окремих показників для оцінки ефективності бюджетної підтримки сільського господарства в Україні. Запропоновано авторські показники оцінки продовольчої безпеки та експортного потенціалу країни: коефіцієнт внутрішньої забезпеченості та коефіцієнт експортної конкурентоспроможності.

Indicators of an estimation of execution of budgetary programs are classified and characterized. The expediency of use of these indicators for an estimation of efficiency of budgetary support of agriculture in Ukraine is revealed. The author has offered indicators of an estimation of sufficiency of the foodstuffs and an export potential of the country: Provide Domestic Coefficient and Competitiveness Export Coefficient.

В умовах необхідності запровадження в Україні, у зв'язку зі вступом до СОТ, міжнародних правил державної підтримки аграрного сектора, неабиякого значення набуває дослідження проблем ефективного використання бюджетних коштів. Показники, що застосовуються у світовій практиці, використовуються переважно для проведення міжнародних порівнянь, а також для кількісної оцінки заходів, які здійснює держава з метою регулювання аграрного сектора. Проте ці показники не відображають повною мірою ступінь досягнення цілей і завдань аграрної політики. Метою аграрної політики країни не може бути встановлення певного рівня цін і доходів. Її треба здійснювати для досягнення продовольчої безпеки та певних умов розвитку аграрного сектора країни. Саме тому показники оцінки ефективності бюджетної підтримки сільського господар-

ства мають враховувати ступінь досягнення результативності при здійсненні відповідних бюджетних програм.

У працях зарубіжних вчених широко досліджено проблеми розробки і застосування результативних показників оцінки бюджетних програм. Вітчизняні науковці розкриттю цієї проблеми присвятили набагато менше публікацій. Найбільший внесок здійснили О. Василик, І. Микитюк, В. Опарін, К. Павлюк, С. Юрій, В. Федосов. Разом з тим, питання розробки та застосування на практиці показників оцінки ефективності бюджетної підтримки аграрного сектора залишаються недостатньо розкритими.

Тому, основна мета статті полягає у систематизації існуючих показників оцінки виконання бюджетних програм, виявленні доцільності використання окремих показників для оцінки ефективності бюджетної підтрим-

ки аграрного сектора, а також формуванні пропозицій стосовно впровадження нових показників для оцінки ефективності аграрної політики країни.

У працях М. Дем'яненка [1, 236–241] та В. Онегіної [6, 260–265] наголошується, що для оцінки впливу державного регулювання на аграрний сектор в Україні варто використовувати не лише показники, що використовуються у світовій практиці, а також загальноприйняті показники оцінки виконання бюджетних програм, які вважаються показниками результату. Їх можна поділити на дві групи (рис. 1).

1. Показники витрат. Визначають обсяги та структуру матеріальних, трудових, фінансових ресурсів, що забезпечують виконання бюджетної програми. До них належать коефіцієнти індивідуальних витрат ресурсів, внутрішніх витрат ресурсів.

2. Показники результативності.

2.1. Показники продукту. Використовуються для оцінки обсягу виробленої продукції, наданих послуг в результаті виконання програми. До них можна віднести показники продовольчої безпеки: достатності, доступності, стабільності продуктів харчування.

2.2. Показники економічності та ефективності. Економія визначається як однаковий вихід продукту за найменших витрат. Відносним показником економії є показник економічності як відношення передбаченої програмою вартості факторів чи ресурсів

до її фактичної величини. Ефективність відображає співвідношення між отриманими результатами від виконання бюджетної програми та витратами ресурсів (фактичними витратами), які зумовили виконання цього результату. До показників ефективності належать темпи зростання сільськогосподарського виробництва, показники використання факторів виробництва, врожайність сільськогосподарських культур, продуктивність тварин. Економічну ефективність бюджетних програм визначають за формулами, поданими в табл. 1.

Показники, наведені у табл. 1, призначені для розрахунку ефективності бюджетних програм у випадках, коли можна визначити конкретні фінансові результати від їх застосування. Однак значна кількість бюджетних програм, що повинні сприяти розвитку аграрного сектора, має соціальне значення. Серед них, зокрема, програми, спрямовані на покращення рівня освіти та медичного обслуговування жителів села.

Для оцінки ефективності запровадження цих програм пропонуємо використовувати наступні показники.

1) Показник витрат на одиницю результату:

$$Vor_i = \frac{B_i}{E_i},$$

де i – індекс програми, $i = \overline{1, n}$;

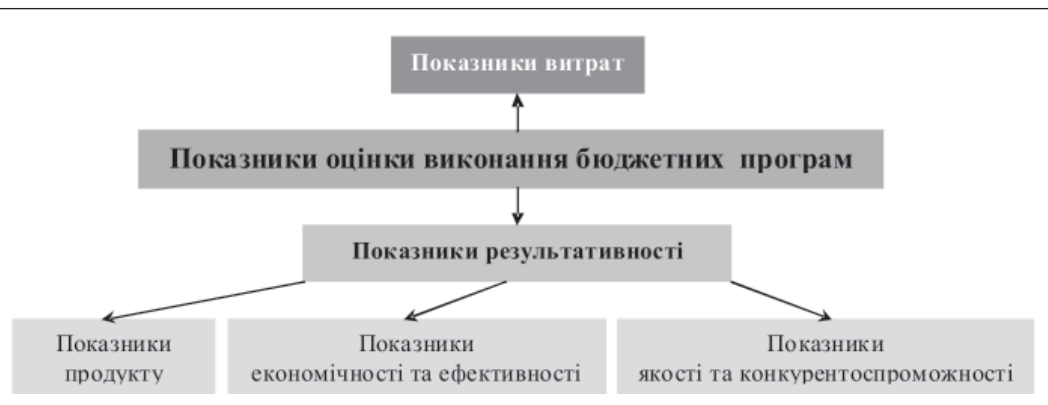


Рис. 1. Класифікація показників виконання бюджетних програм

Таблиця 1

Показники оцінки економічної ефективності бюджетних програм

Показник	Формула	Умовні позначення
Економічна ефективність цільової бюджетної програми (характеризує рівень рентабельності за програмою)	$Eef = \frac{Di - Bi}{Bi}$	Eef – економічна ефективність цільової програми; Di – доходи від реалізації програми; Bi – витрати на реалізацію цільової програми.
Економічна ефективність використання бюджетних коштів (через відношення валової продукції)	$Ebf = \frac{Bn : \Phi_1}{Bc : \Phi_0}$	Ebf – ефективність бюджетного фінансування; Bn – оціночна вартість за порівняльними цінами отриманої за програмою продукції; Φ_1 – фізичний програмний обсяг виробництва (площа посіву, поголів'я худоби); Bc – оціночна вартість програмної продукції за порівняльними цінами (за попередні три роки); Φ_0 – фізичний обсяг виробництва програмної продукції (середній за попередні три роки).
Економічна ефективність використання бюджетних коштів (через зіставлення отриманого прибутку)	$Epf = \frac{\Pi_1 : \Phi_1}{\Pi_0 : \Phi_0}$	Π_1 – прибуток, визначений за показниками цільової програми; Π_0 – прибуток програмних видів продукції (середній за три попередніх роки).
Показник приросту продуктивності	$ППбф = (Y_1 - Y_0)K$	$ППбф$ – приріст продуктивності за рахунок бюджетного фінансування; $(Y_1 - Y_0)$ – приріст продуктивності за рахунок реалізації цільової програми; K – коеф-т бюджетного фінансування програми.
Коефіцієнт бюджетного фінансування програми	$K = \frac{\Phi b}{\Phi m}$	Φb – бюджетне фінансування на придбання ресурсів програми; Φm – повне технологічне забезпечення програми відповідними ресурсами з усіх джерел.
Показник приросту дохідності	$ПДбф = (D_1 - D_0)K$	$(D_1 - D_0)$ – приріст валового доходу при реалізації програми.
Показник приросту прибутковості	$ППрбф = (\Pi_1 - \Pi_0)K$	$(\Pi_1 - \Pi_0)$ – приріст прибутку при реалізації програми.

Vop_i – показник витрат бюджетних коштів на одиницю результату від впровадження програми;

B_i – загальний обсяг витрат на виконання i -ої програми;

E_i – ефект від впровадження i -ої програми.

Ефект від впровадження програми вимірюється конкретним результатом. Наприклад, ефектом цільової програми надання житла працівникам медицини та освіти у сільській місцевості буде кількість молодих

спеціалістів, які після закінчення вузу прибули на роботу у сільську місцевість. Запропонований показник дозволить розрахувати державні витрати на поселення у сільській місцевості одного спеціаліста.

2) Показник ефективності витрат:

$$E v_i = \frac{B_i}{E \phi_i}$$

де $E v_i$ – показник ефективності витрат бюджетних коштів на виконання i -ої програми;

B_i – загальний обсяг витрат на виконання i -ої програми;

$E\phi_i$ – ефективність від впровадження i -ої програми.

Прикладами показників ефективності впровадження бюджетних соціальних програм у сільській місцевості є рівень успішності учнів шкіл; питома вага випусників сільських шкіл, що вступили до вищих навчальних закладів; кількість лікарів на одного сільського жителя; кількість населених пунктів, у яких є школи, дитячі садки, фельдшерсько-акушерські пункти.

3) Показник економічної ефективності програми:

$$E e\phi_i = \frac{\Delta B o p_i}{\Delta E \phi_i},$$

де $E e\phi_i$ – показник економічної ефективності i -ої програми;

$\Delta B o p_i$ – приріст витрат на одиницю результату виконання i -ої програми;

$\Delta E \phi_i$ – приріст ефективності від впровадження i -ої програми.

Прикладами приросту ефективності від впровадження програми є зниження захворюваності та смертності, покращення рівня успішності школярів, збільшення кількості вчителів та лікарів (загальної або в розрахунку на одну особу чи одного учня).

Запропоновані показники мають розраховуватись не лише на державному рівні. За їх допомогою можна провести порівняльний аналіз ефективності впровадження програм у різних регіонах. Також виправданим є використання цих показників у період впровадження програм у якості експерименту в деяких регіонах з метою визначення подальшої необхідності їх поширення на всю Україну.

Показники економічної ефективності бюджетних програм мають перевагу у тому випадку, якщо постає необхідність оцінити конкретні економічні результати їх впровадження. Така оцінка дозволяє виявити ефективність проведення конкретних заходів, спрямованих на підтримку сільського господарства. Однак розрахунок зазначе-

них показників за сучасних умов здійснення бюджетної підтримки аграрного сектора значно ускладнений нестачею статистичної інформації. Визначити дохід чи прибуток від впровадження більшості програм на сьогодні неможливо, так само, як і коефіцієнт їх фінансування. Для того, щоб мати можливість розрахувати ці показники, необхідна розробка конкретних бюджетних програм, в яких треба вказувати загальні витрати та джерела фінансування програми, а також конкретні очікувані результати. Суттєвим недоліком зазначених показників є складність їх використання для оцінки впливу державного регулювання аграрного сектора на досягнення основних цілей аграрної політики: досягнення продовольчої безпеки та конкурентоспроможність вітчизняної сільськогосподарської продукції на світових ринках.

2.3. Показники якості та конкурентоспроможності. Якість визначають як сукупність властивостей продукції (товарів, послуг), які зумовили її здатність задовольняти певні потреби. Для оцінки державної підтримки сільського господарства варто використовувати показник продовольчої безпеки – показник якості сільськогосподарської продукції. Розрахунок показників якості є найскладнішим з усіх показників результативності, однак дуже важливим, оскільки дає змогу оцінити кінцеву мету більшості запроваджених бюджетних програм. Вплив державного регулювання на конкурентоспроможність аграрного сектора можна визначити, розрахувавши забезпеченість власних потреб країни у продовольстві, темпи зростання експорту сільськогосподарської продукції; частку експорту сільськогосподарської продукції у внутрішньому виробництві, у світовому експорті (табл. 2).

Дані, отримані в таблиці, дозволяють стверджувати, що конкурентоспроможною на світових ринках є українська продукція рослинництва. За період 1996–2006 років значно зросла частка експорту пшениці та фуражного зерна у внутрішньому виробництві, суттєво зросла питома вага України у

Таблиця 2

Показники конкурентоспроможності аграрного сектора України*

Продукція	Частка експорту у виробництві сільськогосподарської продукції України, %			Частка України у світовому виробництві сільськогосподарської продукції, %			Частка України у світовому експорті сільськогосподарської продукції, %		
	1996	2006	2016**	1996	2006	2016**	1996	2006	2016**
Пшениця	6,84	22,15	38,13	3,25	2,33	2,59	1,23	2,87	5,26
Фуражне зерно	5,06	31,21	39,81	1,14	2,07	1,95	0,54	5,66	7,43
Олійні культури	49,75	17,32	16,42	1,16	2,12	2,28	2,70	1,44	1,51
Рослинна олія	49,59	78,26	76,39	0,66	1,62	1,70	0,81	2,88	2,89
Яловичина і телятина	21,25	0,45	0,45	1,85	0,76	0,93	3,42	0,03	0,03
Свинина	2,24	0,74	0,74	1,02	0,63	0,35	0,62	0,09	0,05
М'ясо птиці	0,44	2,60	2,60	0,37	0,70	0,80	0,02	0,19	0,20
Масло	19,99	17,14	30,70	1,49	1,21	1,22	1,21	2,21	5,17
Тверді сири	9,09	21,93	24,89	0,42	1,22	1,41	0,49	3,37	4,04
Молоко сухе	24,63	52,73	47,72	4,89	2,19	1,89	2,95	3,01	2,27

* Розраховано за даними ОЕСР [11],

**2016 рік – прогноз

світовому експорті зазначеної продукції. Негативну динаміку мають показники експорту олійних культур, однак це є позитивним фактом, оскільки значно зросли показники динаміки експорту рослинної олії: у 2006 році 78% виробленої олії експортовано, частка України у світовому експорті становить 2,88%. Позитивною динамікою конкурентоспроможності серед усіх видів м'яса характеризується лише м'ясо птиці, однак досягнутий рівень є дуже низьким і дозволяє стверджувати про наявність значного резерву зростання. Те ж стосується експортного потенціалу масла, твердих сирів та молока. Розрахунок коефіцієнтів кореляції між показниками конкурентоспроможності аграрного сектора та показниками підтримки (PSE%, CSE%, NPCr, NPCc) показує, що державна підтримка у 1996–2006 роках не впливала на конкурентоспроможність аграрного сектора, оскільки коефіцієнти кореляції не перевищують 0,34.

Прогнозні показники 2016 року, розраховані з використанням прогнозів ОЕСР є, на нашу думку, занадто низькими. Попри те, що передбачається зростання частки України у світовому експорті практично всіх видів продукції (окрім м'яса), воно прогнозується не в

результаті відповідного збільшення виробництва, а як наслідок зменшення внутрішніх потреб країни. За прогнозами, чисельність населення України має зменшитись з 46,17 млн. осіб 2006 року (0,71% населення світу) до 41,89 млн. осіб 2016 року (0,58%). Наслідком цього має стати скорочення внутрішнього споживання пшениці на 9,24% (світове споживання має зрости на 8,46%), свинини – на 32,67% (світове споживання має зрости на 20,72%). Разом з тим, на сьогодні споживання українцями більшості продуктів харчування є нижчим від мінімальних та раціональних норм. Незважаючи на суттєве уповільнення збільшення ВВП (за прогнозами зростання ВВП України у 2016 році становитиме 1,34% – один із найнижчих показників у світі), прогнозується покращення життєвого рівня українців, що сприятиме зростанню споживання олійних культур на 32,25% (світове зростання – 22,53%), рослинної олії – на 34,24% (31,2%), яловичини і телятини – на 34,02% (16,85%), м'яса птиці – на 39,07% (31,82%), масла – на 5,81% (27,73%), твердих сирів – на 26,91% (13,8%). Тобто збільшення споживання зазначених продуктів в Україні передбачається швидшими темпами, ніж у світі.

Прогнозні показники виробництва, споживання та експорту сільськогосподарської продукції мають враховуватись під час розробки аграрної політики країни. Корисними світові дані можуть бути також при наданні сільськогосподарським виробникам консультаційних послуг. Зокрема, враховуючи найоптимістичніші прогнози у зростанні експортного потенціалу пшениці, фуражного зерна, масла та твердих сирів, необхідно мати на увазі, що у 2016 році найбільшими імпортерами, за прогнозами, будуть:

- пшениці: Єгипет (6,87% світового імпорту), Бразилія (5,9%), Індія (4,49%), Індонезія (4,14%), Японія (4,12%);
- фуражного зерна: Японія (16,31%), Республіка Корея (8,26%), Мексика (6,8%), Саудівська Аравія (6,33%), Китай (6,03%), Єгипет (4,33%), Канада (3,88%);
- масла: Російська Федерація (20,4%), Алжир (9,92%), Республіка Корея (5,4%), США (4,22%);
- твердих сирів: Російська Федерація (18%), Японія (13,83%), США (13,35%), Мексика (7,61%).

Забезпечення виробників-експортерів інформацією стосовно прогнозів на світових ринках сільськогосподарської продукції дозволить їм вчасно зорієнтуватись у необхідності укріплення торгівельних зв'язків з існуючими покупцями (у випадку, якщо прогнозується позитивна динаміка імпорту відповідної продукції країною-імпортером), чи пошуку нових покупців (якщо передбачається зменшення обсягів імпорту). Це дозволить повніше використати експортний потенціал як окремих виробників-експортерів, так і країни загалом. Крім того, необхідно врахувати той факт, що прогнозні показники виробництва пшениці та фуражного зерна ОЕСР розраховувала з використанням низьких показників урожайності: пшениці – 30,7 центнерів з гектара, фуражних зернових – 27,1 центнерів з гектара, що нижче, ніж прогнозні показники урожайності у світі. Враховуючи те, що у 1990 році урожайність пшениці становила 40,2 центнерів з

гектара, а ячменю – 37,2 центнерів з гектара, вважаємо, що існує значний потенціал виробництва й експорту пшениці та фуражного зерна. На нашу думку, при розробці напрямків державного регулювання аграрного сектора необхідно запровадити заходи, спрямовані саме на зростання врожайності зернових, а також на збільшення виробництва молока як сировини для конкурентоспроможних масла та твердих сирів.

Оцінити забезпечення внутрішніх потреб країни продуктами харчування та експортну конкурентоспроможність сільськогосподарської продукції можна з урахуванням світових порівнянь. Оцінювати ступінь забезпечення внутрішніх потреб країни у продовольстві пропонуємо шляхом розрахунку коефіцієнтів внутрішньої забезпеченості для окремих видів продукції (PDC_i) та загального по країні (PDC):

$$PDC_i = \frac{SWP_i}{SWC_i},$$

де i – індекс виду продукції;

PDC_i (*Provide Domestic Coefficient*) – коефіцієнт внутрішньої забезпеченості i -го виду продукції;

SWP_i (*Share of World Production*) – частка країни у світовому виробництві i -го виду сільськогосподарської продукції;

SWC_i (*Share of World Consumer*) – частка країни у світовому споживанні i -го виду сільськогосподарської продукції.

Оскільки:

$$SWP_i = \frac{P_i^C}{P_i^W};$$

$$SWC_i = \frac{C_i^C}{C_i^W},$$

де P_i^C – виробництво країною i -го виду сільськогосподарської продукції;

P_i^W – світовий обсяг виробництва i -го виду сільськогосподарської продукції;

C_i^C – споживання країною i -го виду сільськогосподарської продукції;

C_i^W – світовий обсяг споживання i -го виду сільськогосподарської продукції.

Маємо:

$$PDC_i = \frac{\frac{P_i^C}{P_i^W}}{\frac{C_i^C}{C_i^W}} = \frac{P_i^C C_i^W}{P_i^W C_i^C}.$$

Звідси:

$$PDC = \frac{\sum_{i=1}^n P_i^C C_i^W}{\sum_{i=1}^n P_i^W C_i^C}.$$

У випадку, якщо розраховані PDC_i та PDC є більшими, ніж 1, внутрішні потреби країни у сільгосппродукції задовольняються власним виробництвом, і навпаки.

Для оцінки конкурентоспроможності сільськогосподарської продукції в динаміці пропонуємо розраховувати коефіцієнти експортної конкурентоспроможності для окремих видів продукції (CEC_i) та загальний по країні (CEC):

$$CEC_i = \frac{SWE_i}{SWP_i},$$

де CEC_i (*Competitiveness Export Coefficient*) – коефіцієнт експортної конкурентоспроможності i -го виду;

SWE_i (*Share of World Export*) – частка країни у світовому експорті i -го виду сільськогосподарської продукції;

SWP_i (*Share of World Production*) – частка країни у світовому виробництві i -го виду сільськогосподарської продукції,

Оскільки:

$$SWE_i = \frac{E_i^C}{E_i^W};$$

$$SWP_i = \frac{P_i^C}{P_i^W},$$

де E_i^C – експорт країною i -го виду сільськогосподарської продукції;

E_i^W – світовий обсяг експорту i -го виду сільськогосподарської продукції;

P_i^C – виробництво країною i -го виду сільськогосподарської продукції.

P_i^W – світовий обсяг виробництва i -го виду сільськогосподарської продукції.

Маємо:

$$CEC_i = \frac{\frac{E_i^C}{E_i^W}}{\frac{P_i^C}{P_i^W}} = \frac{E_i^C P_i^W}{E_i^W P_i^C}.$$

Звідси:

$$CEC = \frac{\sum E_i^C P_i^W}{\sum E_i^W P_i^C}.$$

Якщо розраховані CEC_i та CEC більше, ніж 1, то обсяги виробництва перевищують внутрішні потреби і дозволяють країні експортувати сільськогосподарську продукцію.

Запропоновані коефіцієнти варто досліджувати в динаміці та у порівнянні один з одним (табл. 3).

Розрахунки, наведені в табл. 3, дозволяють стверджувати наступне. Загальні показники внутрішньої забезпеченості й експортної конкурентоспроможності в Україні за представлені роки мають позитивну динаміку, при цьому експортна конкурентоспроможність сільгосппродукції перевищує внутрішню забезпеченість.

Коефіцієнти, розраховані за окремими продуктами, доводять позитивні зміни в динаміці стосовно продукції рослинництва, м'яса птиці, масла, твердих сирів. Негативна динаміка виробництва, споживання та експорту м'яса всіх видів підтверджується негативними показниками динаміки внутрішньої забезпеченості, що впливає на експортну конкурентоспроможність. За наявності позитивної динаміки внутрішньої забезпеченості м'ясом птиці, показник є меншим, ніж 1, що говорить про недостатню забезпеченість

**Коефіцієнти внутрішньої забезпеченості (PDC)
та експортної конкурентоспроможності (CEC) для України***

Показник	PDC _t			CEC _t		
	1996	2006	2016**	1996	2006	2016**
Пшениця	1,12	1,21	1,61	0,38	1,23	2,03
Фуражне зерно	0,87	1,51	1,63	0,47	2,73	3,81
Олійні культури	1,94	1,21	1,20	2,33	0,68	0,66
Рослинна олія	1,56	2,62	2,69	1,23	1,78	1,70
Яловичина і телятина	1,31	0,90	0,96	1,85	0,04	0,03
Свинина	1,00	0,93	0,92	0,61	0,14	0,14
М'ясо птиці	0,73	0,87	0,92	0,05	0,27	0,25
Масло	0,81	1,20	1,46	0,81	1,83	4,24
Тверді сири	1,00	1,23	1,27	1,17	2,76	2,87
Молоко сухе	2,91	1,50	1,89	0,60	1,37	1,20
PDC	0,99	1,39	1,74	-	-	-
CEC	-	-	-	0,47	1,96	2,69

* Розраховано за даними ОЕСР [11].

** 2016 рік – прогноз

країни цим видом продукції, як і іншими видами м'яса.

На рис. 2 показано порівняння динаміки загальних показників внутрішньої забезпеченості й експортної конкурентоспроможності сільськогосподарської продукції.

Аналіз даних свідчить про те, що за період 1996–2006 років показник внутрішньої забезпеченості характеризується позитивнішою динамікою: він є стабільнішим. Забезпечити внутрішні потреби країни у сільгосппродукції не вдалося лише у трьох роках (1996, 1999, 2002).

Показник експортної конкурентоспроможності за представлений період зазнавав значних коливань. Країні не вдалося використати експортний потенціал у 1996, 1997, 1999, 2000, 2003 роках. Звертає на себе увагу той факт, що частка країни у світовому експорті у 2002 році втричі перевищувала частку країни у світовому виробництві, разом з тим саме цього року не вдалося забезпечити внутрішні потреби країни у сільгосппродукції (нагадаємо, саме у 2002 внутрішні ціни були значно нижчими за світові, що поряд з неефективністю їх державного регулювання й спричинило таку ситуацію). Вважаємо, що державне регулювання аграрного сектора

має спрямовуватись в тому числі і на уникнення подібних ситуацій, оскільки покращувати експортну конкурентоспроможність за рахунок внутрішнього споживання неприпустимо.

Розрахунок прогнозного показника експортної конкурентоспроможності за допомогою побудови рівняння регресії ($y=0,8409 \times \ln(x)+0,134$; $R^2=0,4642$) дозволив отримати результат, що збігається з розрахунком на основі прогнозів ОЕСР – 2,6941. Натомість розрахунок прогнозного показника внутрішньої забезпеченості за допомогою побудови рівняння регресії ($y=0,0548x+0,8986$; $R^2=0,5743$) виявився оптимістичнішим, ніж з використанням даних ОЕСР – 2,05 проти 1,74, що дозволяє стверджувати про наявність потенціалу у покращенні показників внутрішньої забезпеченості сільськогосподарською продукцією в Україні.

Отже, вважаємо, що показники результативності мають використовуватись для оцінки конкретних програм з чітко визначеною метою. Якщо показники, що використовуються у світовій практиці, дають можливість оцінити обсяги підтримки виробників, споживачів та аграрного сектора загалом у міжнародних порівняннях, то запропоновані

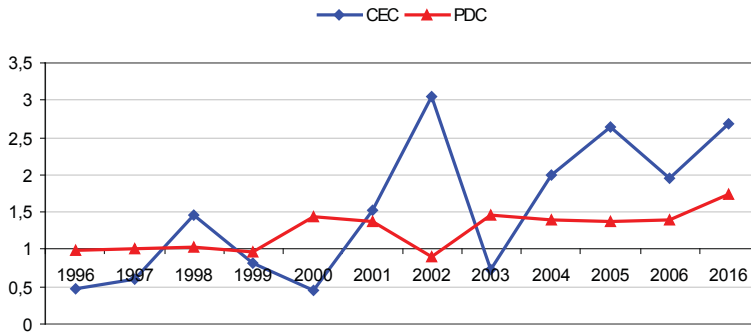


Рис. 2. Динаміка загальних показників внутрішньої забезпеченості та експортної конкурентоспроможності сільськогосподарської продукції в Україні

показники результативності *PDC* та *CEC* дозволяють дослідити в динаміці досягнення двох основних цілей аграрної політики: забезпечення продовольчої безпеки та конкурентоспроможності вітчизняної сільгосппродукції на світових ринках.

Література

1. Бюджетна політика у контексті стратегії соціально-економічного розвитку України: У 6 т. / Редкол.: М. Я. Азаров (голова) та ін. – К.: НДФІ, 2004. – Т.4: Програмно-цільовий метод у бюджетному процесі / М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, О. І. Амоша (кер. авт. кол.) та ін. – 2004. – 368 с.
2. Бюджетна система: Навчально-методичний посібник. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 336 с.
3. Бюджетний менеджмент: Підручник. – К.: КНЕУ, 2004. – 864 с.
4. Василик О. Д., Павлюк К. В. Бюджетна система України: Підручник. – К.: Центр навчальної літератури, 2004.
5. Микитюк І. С. Сутність оцінки ефективності державного бюджету // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 4 (58). – С. 52–57.
6. Онегіна В. М. Державне регулювання цін і доходів сільськогосподарських товаровиробників: Монографія. – К.: ННЦ ІАЕ, 2007. – 590 с.
7. Павлюк К. В. Оцінка виконання бюджетних програм: результативні показники // Фінанси України. – 2005. – № 2. – С. 70–77.
8. Павлюк К. В. Фінансові ресурси держави: Монографія. – К.: НІОС, 1998.
9. Пасічник Ю. В. Бюджетна система України: Навчальний посібник. – К.: Знання, 2006. – 607 с.
10. Юрій С. І., Бескид Й. М. Бюджетна система України: Навч. посібник. – К.: НІОС, 2000. – 400 с.
11. <http://www.oecd.org> – сайт Організації економічної співпраці та розвитку



РОЗРАХУНОК ІНТЕГРАЛЬНОГО ІНДЕКСУ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Артем ВДОВИЧЕНКО

Проаналізовано методику розрахунку узагальненого індексу інноваційного розвитку (SII), запропоновано результати власних розрахунків згаданого показника для України, а також значення індексу для країн-лідерів інноваційного розвитку та країн-сусідів України, що нещодавно ввійшли до складу ЄС. Наведено результати досліджень закордонних вчених, які свідчать про неефективність української економіки. Обґрунтовано висновок, що індекс інноваційного розвитку далеко не завжди означає високу ефективність економіки, а часто може свідчити лише про значний інноваційний потенціал або про неефективність використання факторів виробництва.

The method of Summary Innovation Index estimation is analysed. Own calculations results of given index for Ukraine are proposed, also are proposed the values of the index for leader countries of innovative development and for neighbor countries that have entered into EU recently. The results of foreign scientist's researches are cited that witness inefficiency of Ukrainian economy. The conclusion that Summary Innovation Index not always to represent high economic efficiency and often means significant innovative potential or total factors inefficiency is proved.

Науково-технічний прогрес, як ключовий фактор економічного розвитку, почали активно досліджувати ще в другій половині XIX століття. Разом з цим, розробляли і критерії оцінки впливу новітніх технологій на економічне зростання країни, однак проблеми визначення темпів, напрямків і рівня впливу змін у технологічній сфері на результативність діяльності підприємств, галузей, регіонів і країни загалом обумовлені складнощами процесу “вбудовування” змін у технологічній сфері в економічну теорію й аналіз [1].

Серед вчених, що заявили про науково-технічний прогрес та інновації як про фундаментальні чинники розвитку економіки,

слід виокремити Й. Шумпетера, Р. Солоу, Н. Кондратьєва, Л. Канторовича, П. Ромера, Б. Санто, Л. Федулову, С. Онишко, Л. Гальперіну, Н. Гончарову, О. Степанова та ін.

Актуальною проблемою під час дослідження інновацій та інноваційної сфери економіки є визначення рівня розвитку інновацій у кожній окремій країні. У своїх наукових працях вітчизняні вчені для характеристики рівня розвитку інновацій в Україні наводять численні показники, які часто мають різну сутність та велику варіативність, однак всі вони здебільшого не зводяться до єдиного методичного підходу. Такий стан справ є закономірним, адже показники інноваційного розвитку – це розрізнене і суб’єктивне по-

няття, яке може охоплювати численні дані з різних сфер, як власне інноваційної діяльності, так і людської діяльності загалом. Зважаючи на вищезазначене, метою статті є розрахунок інтегрального показника оцінки розвитку інновацій в українській економіці.

Зазвичай, в країнах Євросоюзу для визначення рівня розвитку інновацій у кожній окремій країні розраховують так званий узагальнений інноваційний індекс (*Summary Innovation Index (SII)*), як і для країн, що не належать до ЄС, таких як США та Японія [2]. SII є інтегральним показником, що враховує різномірні дані з різних сфер інноваційної діяльності. Методика розрахунку показника SII передбачає розрахунок – для кожної країни 26 параметрів, що розбиті на 5 груп: індикатори провідників інновацій (*innovation drivers*); індикатори створення знань (*knowledge creation*); індикатори дифузії інновацій (*diffusion*); індикатори освоєння (впровадження) інновацій (*applications*); індикатори інтелектуальної власності (*intellectual property*) [3]. Після розрахунку кожного з 26 показників дані проходять так званий процес масштабування (*re-scaling*) для того, щоб перевести варіацію нормалізованих показників в інтервал від 0 до 1. Процес масштабування відбувається за такою формулою:

$$I_k^t = \frac{x_k^t - \min_c(x_i^t)}{\max_c(x_i^t) - \min_c(x_i^t)}, \quad (1)$$

де $\max_c(x_i^t)$ та $\min_c(x_i^t)$ – це відповідно максимум та мінімум конкретного показника інноваційного розвитку x_k^t з поміж усіх країн c у момент часу t [3]. Після нормалізації даних знаходять середнє арифметичне значення індикаторів, це і є узагальнений інноваційний індекс.

Для дослідження рівня розвитку інновацій в Україні нами розраховані 19 з 26 індикаторів SII, на основі яких згаданий показник і був обчислений для України та зіставлений з показниками країн Європи (рис.1).

Для розрахунку SII були використані наступні індикатори: 1) “провідники інновацій” – кількість випускників “природничо-наукових” та інженерних напрямків на 1000 осіб населення віком 20–29 років; кількість населення, що отримало освіту вищу за середню, на 100 осіб віком 25–64 роки; кількість користувачів високошвидкісних ліній Інтернету на 100 осіб; 2) “створення знань” – частка витрат на дослідження та розробки у ВВП; частка витрат у бізнесовому секторі на дослідження та розробки у ВВП; частка витрат на дослідження та розробки у середньо- та високотехнологічних секторах промисловості (% до загального обсягу фінансування

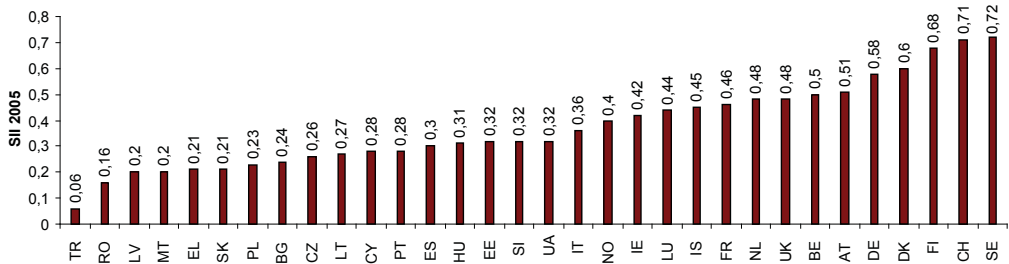


Рис.1. Узагальнений інноваційний індекс (SII) для України і країн Європи* [2].

* TR – Туреччина, RO – Румунія, LV – Латвія, MT – Мальта, EL – Греція, SK – Словаччина, PL – Польща, BG – Болгарія, CZ – Чехія, LT – Литва, CY – Кіпр, PT – Португалія, ES – Іспанія, HU – Угорщина, EE – Естонія, SI – Словенія, UA – Україна, IT – Італія, NO – Норвегія, IE – Ірландія, LU – Люксембург, IS – Ісландія, FR – Франція, NL – Нідерланди, UK – Великобританія, BE – Бельгія, AT – Австрія, DE – Німеччина, DK – Данія, FI – Фінляндія, CH – Швейцарія, SE – Швеція.

досліджень та розробок в промисловості); частка підприємств, що отримували публічне фінансування інновацій у загальній кількості промислових підприємств; частка вузівських досліджень і розробок, що фінансуються бізнесом у загальному обсязі досліджень та розробок вузівського сектора [6]; 3) “дифузія інновацій” – частка малих та середніх промислових підприємств, що займалися інноваційною діяльністю у загальній кількості малих та середніх промислових підприємств; частка інноваційних витрат промислових підприємств у загальному обороті [6]; відношення венчурного капіталу до ВВП [7]; частка у ВВП витрат на інформаційні та телекомунікаційні технології [8]; 4) “освоєння (впровадження) інновацій” – зайнятість у сфері високотехнологічних послуг (% до середньорічної кількості найманих працівників); частка високотехнологічної продукції в експорті країни; реалізація нової ринкової продукції підприємствами (% до обороту); зайнятість у середньо- та високотехнологічних секторах промисловості (% до середньорічної кількості найманих працівників) [6]; 5) “інтелектуальна власність” – кількість патентних заявок на мільйон осіб; кількість зареєстрованих торговельних марок на мільйон осіб; зареєстровані патенти на промислові зразки на мільйон осіб [9].

Неповний перелік розрахованих показників (19 з 26) пояснюється недостатністю статистичних даних у вітчизняних інформаційних джерелах, а також методологічними відмінностями в організації статистики в різних країнах. До розрахунку індексу для України не ввійшли такі показники: частка осіб, що навчаються протягом всього життя, віком 25–64 роки; частка осіб віком 20–24 років, що мають рівень освіти вищий за середній; частка фірм малого і середнього бізнесу, що ведуть співпрацю в інноваційній сфері, в загальній кількості фірм малого і середнього бізнесу; частка фірм малого і середнього бізнесу, що використовують нетехнологічні інновації, в загальній кількості фірм малого і середнього бізнесу; відношен-

ня виручки від продажу нової для фірм (але не для ринку) продукції до загального обороту; кількість патентів, виданих Управлінням з Патентів та Торговельних Марок США (USPTO), на мільйон осіб; кількість “потрійних” патентів, виданих Управлінням з Патентів та Торговельних Марок США (USPTO), Європейським Патентним Управлінням (EPO), Японським Патентним Управлінням (JPO), на мільйон осіб [3]. Незважаючи на це, розрахунки показують, що для України показник SII становить приблизно 0,32, що є близьким до показників таких країн, як Словенія та Естонія і значно відстає від країн-лідерів розвитку інновацій, таких як Швеція, Швейцарія, Фінляндія. Перелік показників, задіяних у розрахунку індексу та їх числові значення для України та окремих країн, наведено у табл. 1. В таблиці є показники країн-лідерів за індексом інноваційного розвитку (Швеція, Швейцарія, Фінляндія, США, Японія) та країн-сусідів України, що нещодавно ввійшли до Євросоюзу.

Найважливішими для формування SII для України були показники “освоєння (впровадження) інновацій” (0,0758), найменшу роль відігравали – “провідники інновацій” (0,042), хоча такий висновок є відносним, адже показників “провідників інновацій” менше за кількістю, а отже, вони априорі будуть менше впливати на значення інтегрованого індикатора. З іншого боку, практикується розрахунок окремих коефіцієнтів для кожної з груп інноваційних показників, за якими можна порівнювати окремі сторони інноваційного процесу в різних країнах. Методика розрахунку аналогічна тій, що використовується для обчислення загального коефіцієнту SII. Для України “часткові” коефіцієнти набувають таких значень (табл. 2).

При аналізі значень індексу інноваційного розвитку можна помітити, що Україна за цим індексом стоїть поряд, а інколи і випереджає країни зі значно вищим рівнем життя населення (Естонія, Словенія, Іспанія). Особливо великі значення порівняно з іншими країнами Україна має за такими показни-

Таблиця 1

Показники інноваційного розвитку для розрахунку SII на 2005 рік*

	Країни**												
	EU25	EU15	PL	FI	SE	BG	RO	TR	CH	US	JP	UA	EE
1. Провідники інновацій													
1.1. Кількість випускників природничо-наукових та інженерних напрямів на 1000 осіб віком 20–29 років	12,2	13,1	9	17	13,9	8,3	9,4	5,2	7,7	10,9	13,2	7,133	8,8
1.2. Кількість населення, що отримало освіту вищу за середню, на 100 осіб віком 25–64 роки	21,9	23,1	15,6	34	28,2	21,7	10,6	9,7	28,2	38,4	37,4	23,53	31,4
1.3. Кількість користувачів високошвидкісних ліній Інтернету на 100 осіб	6,5	7,6	0,5	11	12,1	n/a	n/a	0,3	14,5	11,2	12,7	1,538	7,6
2. Створення знань													
2.1. Частка витрат публічного характеру на дослідження та розробки у ВВП (%)	0,69	0,7	0,43	1	1,02	0,39	0,17	0,47	0,67	0,86	0,89	0,1	0,53
2.2. Частка витрат у бізнесовому секторі на дослідження та розробки у ВВП (%)	1,26	1,3	0,16	2,5	2,93	0,1	0,23	0,19	1,9	1,91	2,65	1,07	0,28
2.3. Частка витрат на дослідження та розробки у середньо та високотехнологічних секторах промисловості (% до загального фінансування досліджень та розробок в промисловості)	-----	89,2	77,4	88	93,7	85,9	50,3	n/a	90,1	90,6	86,8	91,43	69,8
2.4. Частка підприємств, що отримували публічне фінансування інновацій у загальній кількості промислових підприємств (%)	n/a	n/a	0,7	19	9,1	1	1,7	n/a	5,3	n/a	n/a	0,46	2,4
2.5. Частка вузівських досліджень та розробок, що фінансуються бізнесом у загальному об'ємі досліджень та розробок вузівського сектора (%)	6,6	6,6	6	5,8	5,5	31,4	8,5	22	6	4,5	2,7	3,24	6,3
3. Дифузія інновацій													
3.1. Частка малих та середніх промислових підприємств, що займалися інноваційною діяльністю у загальній кількості малих та середніх промислових підприємств (%)	n/a	n/a	12,5	24	35,2	9,4	12,5	n/a	54,8	n/a	n/a	6,7	29,8
3.3. Частка інноваційних витрат промислових підприємств у загальному обороті (%)	n/a	n/a	2,25	2,5	n/a	0,69	1	n/a	3,48	n/a	n/a	1,23	1,43
3.4. Відношення венчурного капіталу до ВВП	---	0,025	0,007	0,1	0,08	---	0	---	0,04	0,072	---	0,003	---
3.5. Частка у ВВП витрат на інформаційні та телекомунікаційні технології (%)	6,4	6,3	7,2	7,1	8,7	8,6	1,5	3,2	7,8	7,8	8	8,23	8,5
4. Освоєння (впровадження) інновацій													
4.1. Зайнятість у сфері високотехнологічних послуг (% до середньорічної кількості найманих працівників)	3,19	3,49	n/a	4,7	4,85	2,69	1,45	n/a	4,04	n/a	n/a	3,2	2,32
4.2. Частка високотехнологічної продукції в експорті країни (%)	17,8	17,2	2,7	21	13,1	2,9	3,3	1,8	22,3	26,9	22,7	7,12	9,4
4.3. Реалізація нової ринкової продукції підприємствами (% до обороту)	n/a	n/a	3,4	5,1	n/a	2,1	7,6	n/a	n/a	n/a	n/a	2,3	4,5
4.5. Зайнятість у середньо- та високотехнологічних секторах промисловості (% до середньорічної кількості найманих працівників)	6,6	7,1	4,35	6,9	7,03	4,66	5,32	n/a	7,09	4,89	7,4	7,89	3,35
5. Інтелектуальна власність													
5.1. Кількість патентних заявок на мільйон осіб	133,6	158,5	2,7	311	312	3,7	0,9	1	460	301,4	273,9	118,3	8,9
5.4. Кількість зареєстрованих торговельних марок на мільйон осіб	87,2	100,9	14,3	83	112	0,3	1,1	1	180	32	11,1	415,6	22,2
5.5. Зареєстровані патенти на промислові зразки на мільйон осіб	84	98,9	5,2	92	89	0,9	0	2	161	12,4	15,1	26,15	5,2

* Джерело: [2], для України – розрахунки автора.

** EU25 – 10 нових країн-членів Євросоюзу (Чехія, Кіпр, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Мальта, Польща, Словачія, Словенія) що ввійшли до ЄС 1 травня 2004 р.; PL – Польща, FI – Фінляндія, SE – Швеція, BG – Болгарія, RO – Румунія, TR – Туреччина, CH – Швейцарія, US – США, JP – Японія, UA – Україна, EE – Естонія.

Таблиця 2

Коефіцієнти інноваційного розвитку України*

Група показників	Значення коефіцієнтів	Країни з подібними значеннями коефіцієнта	Країни-лідери за значенням коефіцієнта
Провідники інновацій	0,268	Греція, Словаччина, Італія	Фінляндія (0,78)
Створення знань	0,278	Кіпр, Естонія, Греція	Фінляндія (0,76)
Дифузія інновацій	0,351	Угорщина, Литва, Нідерланди	Швейцарія, Швеція (0,72)
Освоєння (впровадження) інновацій	0,36	Словенія, Нідерланди	Ірландія (0,74)
Інтелектуальна власність	0,371	Франція, Великобританія	Швейцарія (0,98)

*Складено автором на основі [2].

ками, як кількість населення, що отримало додаткову освіту після закінчення середньої школи, на 100 осіб населення віком 25–64 роки, частка витрат на дослідження та розробки у середньо- та високотехнологічних секторах промисловості, частка у ВВП витрат на інформаційні та телекомунікаційні технології, зайнятість у сфері високотехнологічних послуг, зайнятість у середньо- та високотехнологічних секторах промисловості, кількість зареєстрованих торговельних марок на мільйон осіб населення. Якщо проаналізувати згадані показники, то можна зробити висновок, що вони є не стільки результатами інноваційного розвитку, скільки його передумовою. Тобто, великі значення вказаних показників можуть засвідчувати не високий рівень інноваційного розвитку, а можливості його забезпечення в майбутньому, або ж неефективність згаданих факторів за умови низької реальної продуктивності праці і добробуту суспільства. У випадку України великі значення багатьох показників розвитку інновацій означають саме неефективність використання відповідних факторів, адже реальна продуктивність праці та рівень життя низькі порівняно з країнами з нижчими значеннями розрахованого нами індексу. За цих обставин хрестоматійним може бути приклад Уільяма Істерлі, який звертає увагу на те, що 97-відсоткове охоплення населення середньою освітою в США не набагато

вище аналогічного показника України, який дорівнює 92%. Однак дохід на душу населення в США в дев'ять разів перевищує український [10, 91].

Інноваційний розвиток економіки характеризується зростанням продуктивності праці, а через останню впливає і на рівень життя в країні. Тому логічним буде припущення, що країни з високими коефіцієнтами інноваційного розвитку мають також характеризувати високий рівень продуктивності праці та ефективності економіки. Згідно зі статистичними матеріалами ЄС між значенням SII, продуктивністю праці та рівнем ВВП на душу населення дійсно спостерігається пряма залежність. Натомість, якщо розглянути темпи зростання продуктивності праці та рівня ВВП на душу населення, то вони вищі у країн з нижчими коефіцієнтами інноваційного розвитку [11]. Для України, як для країни з порівняно посереднім коефіцієнтом розвитку інновацій, ситуація стосовно продуктивності праці та загальної ефективності економіки дещо інша.

Дослідженню ефективності економіки, зокрема в Україні, присвячена стаття Ендрю Тіффіна, в якій головною тезою є те, що, володіючи величезними запасами природних і людських ресурсів, Україна могла б бути дуже багатою країною, але, на жаль, їх використовують економічно неефективно [12]. З величезної і постійно зростаючої кількості

досліджень, у яких автори намагаються пояснити розходження в доходах країн на душу населення, основний висновок полягає в тому, що вони, головним чином, зумовлені різницею в продуктивності праці. У свою чергу, ця різниця в продуктивності пояснюється відмінностями: а) в технології, що відображає здатність країни щонайкраще поєднувати фактори виробництва; б) в ефективності, що показує наскільки ефективно (фактично) використовує країна фактори виробництва. Ендрю Тіффін стверджує, що застосування не надто передових технологій може бути ознакою низької ефективності економіки, а не результатом відсутності технологій взагалі [12]. Щоб кількісно визначити рівень ефективності економіки України, вчені застосували ймовірнісний підхід для обчислення граничної продуктивності на основі міжкраїнних даних. Суть підходу полягає в тому, що він дозволяє оцінити скільки гранично могла б виробити країна, якби її економіка працювала зі 100-відсотковою ефективністю при використанні найпередовіших технологій. Після чого фактична продуктивність країни порівнюється з цим еталоном – це показує загальний рівень ефективності її економіки. Розрахунки економістів з МВФ доводять, що за 10 перших років незалежності показники ефективності економіки України не перевищували значення у 30% (табл. 3).

На рис. 2 зображено розташування країн за показником ефективності економіки, включаючи й Україну, на фоні “дуг ефективності” економік. За нашими розрахунками,

Україна і в період з 2000 по 2006 роки так і не змогла подолати рубіж у 30% загальної економічної ефективності.

Як видно з вищенаведеного рисунку та даних, що наводились раніше, економіки країн, які характеризуються найвищою ефективністю, мають значні коефіцієнти інноваційного розвитку (в діапазоні від 0,4 до 0,71). Водночас, економіки країн, індекси інноваційного розвитку яких нижчі ніж України, є набагато ефективнішими (Угорщина, Кіпр, Греція і навіть Румунія). Зіставлення ренкінгів за показниками загальної економічної ефективності та індексом інноваційного розвитку показує, що найчастіше вони не збігаються (рис. 3), хоча між розташуванням країн залежно від індексу інноваційного розвитку та від показника ефективності економіки існує помірний зв'язок (коефіцієнт кореляції між цими двома ренкінгами становить 0,65). Загалом високий індекс інноваційного розвитку свідчить про високу ефективність економіки, але він не є єдиною й абсолютною детермінантою, про що свідчать показові приклади Японії та США. Що ж до України, то її достатньо високий індекс інноваційного розвитку не підтверджується реальним зростанням продуктивності праці та ефективності економіки.

На думку зарубіжних вчених, підвищення економічної ефективності України найбільшою мірою буде пов'язано зі зростанням продуктивності використання факторів виробництва (табл. 4). Більше того, вважаємо за необхідне погодитись з висновками,

Таблиця 3

Показники ефективності економіки України, країн СНД та ЄС*

Роки	1990	2000	1990-2000
Країни Євросоюзу (15)	0,831	0,852	0,841
Країни, прийняті до ЄС**	0,580	0,541	0,560
Країни-кандидати до вступу в ЄС	0,486	0,418	0,454
Країни СНД	0,464	0,233	0,343
Україна	0,485	0,220	0,293
Світові показники	0,636	0,549	0,592

*Джерело: [12]

** 10 нових країн-членів Євросоюзу – Чехія, Кіпр, Естонія, Угорщина, Латвія, Литва, Мальта, Польща, Словачія, Словенія (ввійшли до ЄС 1 травня 2004 р.).

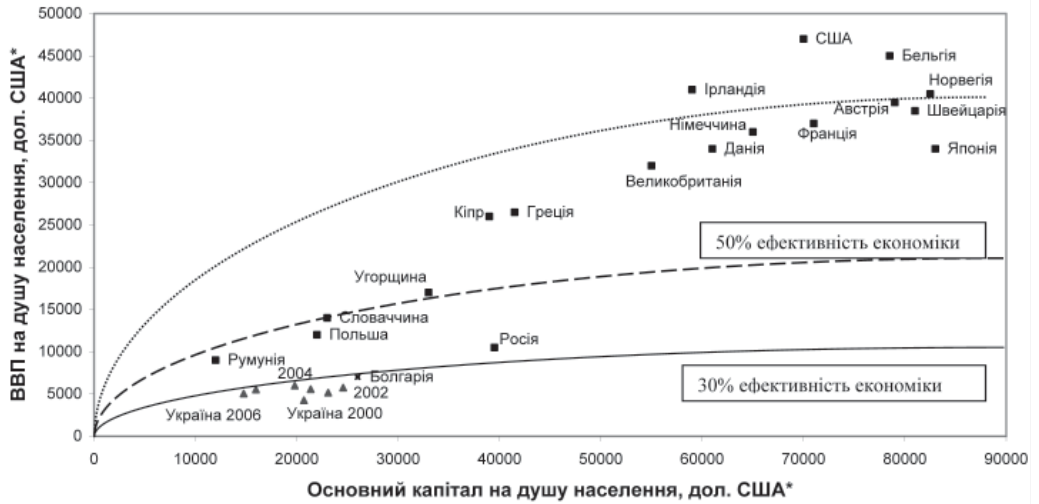


Рис. 2. Ефективність економік країн світу у 2000 році та України у 2000–2006 роках [12]

* Розраховано автором з урахуванням паритету купівельної спроможності.

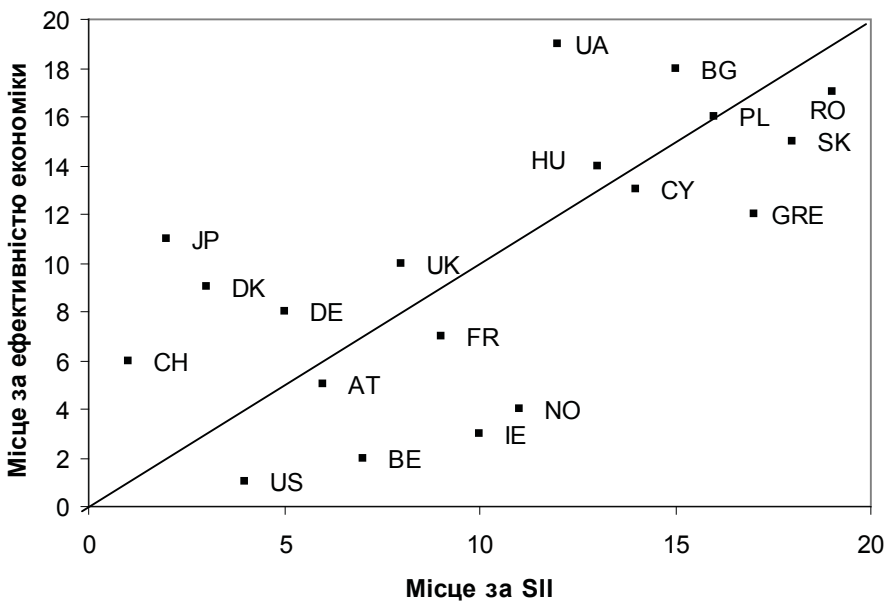


Рис. 3 Відповідність ранжінгів за інноваційним індексом та ефективністю економіки*

*Складено автором на основі [12, 11].

RO – Румунія, EL – Греція, SK – Словаччина, PL – Польща, BG – Болгарія, CY – Кіпр, HU – Угорщина, UA – Україна, NO – Норвегія, IE – Ірландія, FR – Франція, UK – Великобританія, BE – Бельгія, AT – Австрія, DE – Німеччина, DK – Данія, CH – Швейцарія, US – США, JP – Японія.

Таблиця 4

Внесок факторів виробництва у довготермінове зростання у 2005–2015рр.*

Ефективність	Песимістичний сценарій, 30-36%	Базовий сценарій, 30-46%	Оптимістичний сценарій, 30-60%
Капіталоозброєність (%)	1,2	1,7	2,1
Людський капітал (%)	0,1	0,1	0,1
Продуктивність факторів виробництва (%)	1,7	4,2	7,3
Ріст ВВП на працівника (%)	3	6	9,5

*Джерело: [12].

про те, що економічне зростання в Україні залежатиме передусім від здатності влади забезпечити дотримання фундаментальних принципів сучасної ринкової економіки. До таких принципів, безумовно, належать захист прав інтелектуальної власності і захист прав та інтересів інвесторів [12].

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до висновку про те, що індекс інноваційного розвитку може відображати не тільки наявний рівень інноваційного розвитку в країні, а й потенціал для такого розвитку або ж неефективність використання факторів виробництва в інноваційній сфері. Кінцевим показником інноваційного розвитку економіки є її продуктивність та ефективність, а ці поняття далеко не завжди пов'язані з ситуативним підвищенням активності в економіці. Загальна неефективність вітчизняної економіки є наслідком ігнорування фундаментальних ринкових положень і передусім – принципів захисту прав та інтересів інвесторів, а також прав власності на матеріальні і нематеріальні блага. Якщо після обвалу економіки і тривалої рецесії екстенсивні фактори могли сприяти її зростанню, то чим ближче Україна наближається до втрачених позицій, тим менше значення вони матимуть, а в певний момент взагалі стануть гальмом економічного поступу. У держав, подібних до України, за великим рахунком є дві перспективи – зупинитись у розвитку і вичерпувати ресурси або активно використовувати безмежний ресурс людського інтелекту і через нові технології підвищувати ефективність економіки.

Література

1. Бойко И. В. *Инновационная экономика: мировой опыт и Россия* // ЭКО. – 2002. – С. 170–178.
2. *European Innovation Progress Report 2006 – Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities*, 2006. – 249 p.
3. *Methodology Report on European Innovation Scoreboard 2005* // <http://trendchart.cordis.lu>.
4. Про державне замовлення на закупівлю товарів, виконання робіт, надання послуг для державних потреб у 2005 році: Постанова Кабінету Міністрів України від 12 липня 2005 року № 570 // zakon1.rada.gov.ua.
5. Статистичний щорічник України за 2005 рік / Держкомстат України. – К.: Консультант, 2006. – 576 с.
6. *Наукова та інноваційна діяльність в Україні: Стат. зб.* / Державний комітет статистики України. – К.: ДП “Інформаційно-видавничий центр Держкомстату України”, 2006. – 362 с.
7. Ринок ICI в 2005 році // <http://www.uaib.com.ua/institutes.html>.
8. *Digital Planet 2006: The Global Information Economy* // <http://www.witsa.org>.
9. *World Intellectual Property Organization* // <http://www.wipo.int>.
10. Истерли В. В. *В поисках роста: приключения и злоключения экономистов в тропиках: Пер. с англ.* – М.: Институт комплексных стратегических исследований, 2006. – 352 с.
11. 2006 “Global Innovation Scoreboard” (GIS) Report // <http://trendchart.cordis.lu>.
12. Tiffin A. *Ukraine: The Cost of Weak Institutions* // IMF Working Paper. 2006. WP/06/167.



ОСОБЛИВОСТІ РЕГУЛЮВАННЯ ТОРГІВЛІ ПОСЛУГАМИ НА БАГАТОСТОРОННЬОМУ ТА РЕГІОНАЛЬНОМУ РІВНЯХ

Ріта ЗАБЛОЦЬКА

Розкрито особливості регулювання торгівлі послугами в рамках регіональних торговельних угод та Генеральної угоди з торгівлі послугами ГАТС. З'ясовано, що на регіональному рівні забезпечено функціонування ефективних механізмів щодо регулювання та лібералізації торгівлі послугами, тоді як ГАТС перебуває у процесі доопрацювання спірних питань у сфері регулювання світового ринку послуг.

In this article author compares the treatment of services trade in regional trade agreements in the General Agreement on Trade in Services (GATS). Regional initiatives have generated useful experiments with various approaches to rule making and market opening in the area of services trade, while the GATS itself remains incomplete, with negotiations pending in a number of key areas.

Упродовж останнього десятиліття спостерігалось стрімке збільшення кількості регіональних торговельних угод у галузі торгівлі послугами та інвестиціями. Такі угоди, розкриваючи справжні причини підвищеного інтересу до сфери послуг, сприяють зростанню інтенсивності світової економіки та глобальному розвитку загалом, а також підвищенню ефективності від торгівлі та інвестицій у сфері послуг.

Наразі можна провести паралель між регіональними торговельними угодами та зусиллями СОТ у створенні цілісної системи регулювання послуг у рамках інтеграційних об'єднань та Генеральної угоди з торгівлі послугами (ГАТС). Йдеться насамперед про скоординованість спільних організаційних питань, а також про регіональні та багатосторонні спроби законодавчого врегулювання процесів у сфері послуг, що тісно пов'язані.

Досвід, набутий у процесі розробки положень регіональних торговельних угод (РТУ) у сфері послуг, сприяв співробітництву країн-учасниць, підвищенню їхньої компетентності у вирішенні певного кола питань.

Швидке зростання кількості регіональних ініціатив змушує уряди країн-членів шукати різноманітні підходи до торговельного режиму в сфері послуг. Регіональна інтеграція дає можливість урядам вдаватися до заходів, які не цілком підпадають під регуляторний режим ГАТС. З огляду на те, що ГАТС перебуває у стадії доопрацювання з деяких питань (страхування, субсидії, державні закупівлі, місцеве регулювання тощо), такі регіональні угруповання чинять помітний політичний вплив під час ведення переговорів на багатосторонньому рівні.

У пропонованій статті проаналізовано особливості регіональних угод з торгівлі по-

слугами та їх зв'язок із формуванням правил регулювання на багатосторонньому рівні. Наведено чимало тлумачень результатів, цілей та досягнень регіональних угод, проте головна мета – порівняти положення регіональних угод з торгівлі послугами (РТУ) з відповідними положеннями СОТ.

Регіональний аспект лібералізації торгівлі послугами ретельно розглянуто у наукових працях вітчизняних авторів – В. Будкіна, О. Шниркова, Б. Данилишина, Р. Сіденка, В. Чужикова. Дослідженню основних тенденцій регіоналізації торгівлі послугами присвячені роботи таких сучасних зарубіжних науковців, як Р. Стерн, Б. Хокман, А. Маттоо, П. Сов'є, П. Брага, П. Брентон, Ж. Ніколетті, П. Конвай, Р. Монтізаан, Ф. Кох.

Регіональні угоди з торгівлі послугами охоплюють послуги різних видів і обсягів, визначають основні форми регулювання торгівлі та інвестицій у сфері послуг, які також містяться в ГАТС, хоча і з різними обсягами зобов'язань. Сфери найбільшої конвергенції норм багатостороннього і регіонального регулювання належать до основних принципів регулювання (транспарентність, національний режим, режим найбільшого сприяння), а також до норм регулювання платежів і трансферів, монополій, виключних постачальників послуг і загальних виключень. Також існує значна подібність між багатосторонніми і регіональними рівнями у питаннях необхідності врахування галузевих особливостей ринку послуг (тобто галузей, щодо яких у додатках вимагається застосування особливих режимів). Менший рівень конвергенції (і обмеженіший регіональний прогрес) можна спостерігати у сферах визначення норм, які створили труднощі в переговорному процесі в рамках ГАТС, а саме: недискримінаційні кількісні обмеження (доступ до ринку у ГАТС), національне регулювання, захисні заходи у випадку надзвичайних ситуацій та субсидії.

Принципи найбільшого сприяння та національного режиму – два основоположних елементи будь-якої торговельної угоди, у

т. ч. і у сфері торгівлі товарами. Як і у випадку ГАТС, лише незначна кількість регіональних угод з торгівлі послугами у повній мірі систематизують основні торговельні принципи у безумовній формі, незалежно від того, чи визначені вони як загальні зобов'язання (у випадку режиму найбільшого сприяння фактично в усіх угодах; для національного режиму в угодах, які базуються на переліку виключень зі сфери лібералізації (negative list); чи як зобов'язання, які застосовуються виключно у галузях, де використовується перелік конкретних зобов'язань лібералізації торговельного режиму (positive list).

Враховуючи характер та інтенсивність зростання торгівлі послугами, зауважимо, що принцип транспарентності є загальним для всіх регіональних торговельних угод, які стосуються сфери послуг. Це, звісно, обумовлює, як і у випадку ГАТС, зобов'язання публікувати чинні законодавчі норми та сповіщати про нові чи зміни до існуючих заходів, що впливають на торгівлю послугами, та створювати національні інформаційні центри щодо забезпечення інформацією про заходи, які впливають на торгівлю послугами. Нововведенням порівняно з ГАТС є положення, що деякі регіональні торговельні угоди, зокрема, у західній півкулі, дозволяють країнам-членам (до певної міри) робити попередні зауваження щодо запропонованих змін до регулювання сфери послуг.

У той час, як регіональні торговельні угоди, зазвичай, стосуються недискримінаційних кількісних заходів, що обмежують доступ на ринку послуг (стаття XVI ГАТС), багато угод, які укладені в західній півкулі на прикладі НАФТА, є ліберальнішими, ніж ГАТС; вони зобов'язують сторони виключно до забезпечення повної прозорості таких заходів у додатках угоди, де подається перелік заходів та найкращий підхід стосовно швидкого зменшення недискримінаційних кількісних обмежень у майбутньому. На противагу цьому, згідно з ГАТС, члени СОТ беруть зобов'язання доступу на ринок на рівні секторів, підсекторів та способів торгівлі по-

слугами. Багато інших регіональних торговельних угод (таких, як МЕРКОСУР та інші інтеграційні угруповання між членами ЄС), вводять заборону на запровадження нових недискримінаційних кількісних обмежень, що відображається також у статтях ГАТС.

На користь регіональних торговельних угод у сфері послуг свідчить аргумент, що вони забезпечують простір для створення "оптимальних гармонізованих зон", оскільки сукупні витрати регуляторної конвергенції і політики гармонізації ймовірно є меншими, коли закордонні регуляторні режими та інститути країн-членів є у значній мірі схожими. Такі уніфіковані умови найімовірніше отримати серед країн, які мають тісні взаємозв'язки з точки зору економічної системи і/або культурних/історичних умов. Однак на практиці помітно, як взаємозв'язок між внутрішнім регулюванням і торгівлю послугами призводить до певних непорозумінь між різними підгрупами країн-членів регіональних торговельних угод.

У багатьох аспектах регіональні торговельні угоди регламентують національне регулювання так само, як і стаття VI ГАТС, тобто забезпечують принцип транспарентності та лібералізації торговельної й інвестиційної політики у сфері послуг. За винятком ЄС та угод між ЄС і країнами Центральної і Східної Європи, підписаними в період підготовки їх до вступу в це інтеграційне об'єднання, жодна регіональна торговельна угода не досягла відчутного прогресу в окресленні обов'язкового виконання тесту на економічну доцільність, який може забезпечити масштабну пропорційність між регуляторними заходами та економічними і політичними цілями угруповання.

Відтак, на сьогодні досвід співпраці у галузі конвергенції регуляторних систем на регіональному рівні не свідчить про досягнення згоди щодо доцільності гармонізації регіональних систем регулювання.

За деякими винятками, регіональні торговельні угоди дуже мало зробили у вирішенні питань створення масштабного і ді-

євого механізму лібералізації торгівлі послугами, які, до речі, сьогодні дискутуються і в рамках ГАТС. Найяскравішим прикладом є механізм надзвичайних захисних заходів та субсидій у сфері послуг. У цій галузі держави стикаються з технічними проблемами та політичною реакцією як на регіональному рівні, так і на світовому. Наприклад, варто зазначити, що країни Південно-Східної Азії, які були серед найбільш палких прихильників прийняття механізму надзвичайних захисних заходів, не включили ці положення до Угоди про торгівлю послугами, підписаної в рамках АСЕАН (АФАС). На сьогодні лише країни-члени КАРИКОМ у західній півкулі прийняли (але ще не застосовували) цей механізм. Тому залишається відкритим питання – чи є практично діючим механізм надзвичайних захисних заходів у торгівлі послугами? Угода про НАФТА також містить положення про застосування вищезазначених заходів у сфері фінансових послуг у якості експерименту.¹ Лише угода про ЄС (разом з угодами, підписаними між ЄС та країнами Центральної і Східної Європи до їхнього вступу в це інтеграційне утворення) та АНЦЕРТУ прийняли регіональні норми регулювання надання субсидій у сфері торгівлі послугами. Подібні положення в усіх інших угодах виявилися нечіткими, особливо ті, що були підписані країнами з федеральним державним устроєм, у яких особливо помітний вплив чинить субнаціональна (регіональна) політика на формування політичної позиції країни з питань міжнародної регіональної інтеграції. Тоді як декілька регіональних торговельних угод (наприклад, МЕРКОСУР), так само як і

¹ За умовами договору НАФТА стосовно регулювання сфери фінансових послуг, Мексиці було дозволено вводити квоти на ринку, якщо частка власності іноземних компаній – 25% для банків і 30% для страхових компаній – буде досягнута до 2004 року. Мексика може протягом 2000–2004 років лише одного разу використати подібне обмеження на ринку, впровадивши його на трирічний період. За жодних умов подібні обмеження не можуть діяти після 2007 року. Зазначається, що Мексика на момент підписання договору не використовувала права запровадження подібних обмежень, незважаючи на те, що частка присутності іноземного капіталу в її фінансовій системі значно перевищує вищеписану квоту [2, 326–335].

ГАТС, закликають до прийняття подальших норм регулювання субсидій у торгівлі послугами, інші, такі як НАФТА та подібні до неї угоди західної півкулі, не розглядають у порядку денному питання надання субсидій.

Більшого успіху вдалося досягти на регіональному рівні щодо відкриття ринків державних закупівель для послуг, хоча здається, що цьому більше сприяли переговори щодо державних закупівель як таких (наприклад, Угода державних закупівель в рамках СОТ), аніж ті, що стосувалися виключно послуг.² Прийнятий підхід регулювання державних закупівель у регіональних торговельних угодах є характерним і для СОТ, а саме – недискримінація країн-членів у рамках прийнятих зобов'язань та процедур щодо розширення транспарентності в цьому процесі.

НОРМИ РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ У СФЕРІ ПОСЛУГ:

Зі створенням НАФТА в 1994 році зростає кількість регіональних угод, які намагалися охопити не тільки транскордонну торгівлю послугами, а також вводили всесторонні правила регулювання інвестицій (захист інвестицій, лібералізація інвестицій у виробництві товарів та послуг) та тимчасового руху робочої сили у сфері послуг. Важлива відмінність у підходах регулювання торгівлі послугами в регіональних торговельних угодах та ГАТС полягає у взаємодії транскордонної торгівлі послугами та інвестиціями в цій сфері. На багатосторонньому рівні в рамках ГАТС не містяться норми стосовно регулювання інвестиційних режимів (наприклад, у ГАТС немає положень щодо захисту інвестицій), але ця угода визначає інвестиції у послуги (“комерційну присутність”) як одну з чотирьох способів торгівлі послугами.

² Незважаючи на значний прогрес у РТУ, державні закупівлі в більшості випадків вважаються дискримінаційною практикою. Наприклад, у випадку з НАФТА, хоча масштаб таких закупівель збільшився в чотири рази порівняно з 1987 роком у канадсько-американській зоні вільної торгівлі, розмір їх становив десяту частину ринку державних закупівель Північної Америки на момент вступу угоди у дію [3, 203–221].

Підхід, сформульований у рамках ГАТС, був використаний багатьма регіональними торговельними угодами, особливо членами МЕРКОСУР. Багато регіональних торговельних угод були підписані, наприклад, Рамкова угода АСЕАН щодо послуг, зона вільної торгівлі між США та Йорданією. Такий підхід суттєво відрізняється від того, що став основою для створення НАФТА та інших подібних угруповань, де інвестиційні правила та режими, включаючи такі аспекти, як захист інвестицій (що зазвичай регулюються у двосторонніх угодах про захист інвестицій), так і лібералізацію (стосовно питань, що виникають до та після заснування) у поєднанні із забезпеченням матеріально-правової бази регулювання міждержавних відносин і відносин між інвесторами та державою, застосовуються в загальних рисах до товарів і послуг та містяться в окремій главі. Останні угоди, відповідно, містять статті, які регулюють транскордонну торгівлю послугами у доповненні з окремими статтями, що стосуються руху капіталу (інвестицій), з одного боку, та тимчасової мобільності робочої сили, з іншого³. Деякі регіональні торговельні угоди, такі, наприклад, як Угода про економічне співробітництво між Японією та Сінгапуром, КАРИКОМ, а також зони вільної торгівлі між Європейською асоціацією вільної торгівлі з Мексикою та Сінгапуром, визначають інвестиції у послуги у формі комерційної присутності (у главах, присвячених сфері послуг), а також в окремих статтях, які стосуються руху капіталу та права на здійснення інвестицій або на переміщення капіталу.

Натомість регіональні торговельні угоди із загальними інвестиційними режимами (generic investment regimes) не вимагають обов'язкової комерційної присутності постачальника послуги і розглядаються як спосіб заохочення транскордонної торгівлі послугами.

³ Зазвичай під такий рух підпадають чотири категорії, до яких застосовуються тимчасові преференційні умови вступу: бізнес-подорожуючі, трейдери та інвестори, внутрішньокорпоративні трансфери та індивідуальні консультанти.

За деякими незначними винятками (переважно в секторальному плані), регіональні торговельні угоди в сфері послуг зазвичай використовують “правило походження” (на відміну від “відмова у вигодах” – denial of benefits). Тобто в рамках регіональних торговельних угод у вигодах відмовляють юридичним особам, які не здійснюють своєї основної діяльності в країні-учасниці. На практиці прийняття ліберального правила походження передбачає, що норми, які регулюють діяльність іноземних постачальників послуг і в багатьох випадках здійснюють свої трансакції через іноземне інвестування, та є найголовнішою формою споживання послуг на іноземних ринках, не є преференційними для інвесторів з третіх країн стосовно прийнятих в рамках лібералізації зобов'язань. Маючи інший статус у контексті ліберального правила походження послуг та інвестицій, інвестори з третіх країн у більшості випадків можуть у повному обсязі використовувати можливості розширеного ринку, що з'явилися завдяки створенню РТУ в межах регіону. Адже головна мета регіональних торговельних угод – залучення прямих іноземних інвестицій (ПІІ) з третіх країн. Пільги для юридичних осіб, що є резидентами країни-члена регіональної торговельної угоди, є дуже обмеженими у сфері фінансування. Проте серед усіх регіональних торговельних угод лише МЕРКОСУР та Антська Спілка дотримуються встановлених вимог.

Вищезазначений підхід лише частково може пояснити наявну готовність деяких урядів-учасників регіональних торговельних угод до подальшого розширення регіональних преференцій на основі режиму найбільшого сприяння, що має місце в рамках ГАТС. Це може призвести до того, що преференційний режим ускладнить ведення переговорів у сфері торгівлі послугами, з одного боку, та з іншого – до того, що багатостороння лібералізація надасть більше можливостей для захисту доступу до найефективніших постачальників, особливо в тих галузях інфраструктури, які здатні зумовити значні еконо-

мічні ефекти в масштабах країни. Готовність розширювати преференції в рамках регіональних торговельних угод на базі режиму найбільшого сприяння (або поширювати такі преференції на договори, укладені між РТУ та третіми країнами) найбільше спостерігається серед країн західної півкулі, більшість яких тяжіє до збереження того статус-кво, що домінував у їхніх інвестиційних режимах, шляхом прийняття списку виключень з лібералізації в рамках регіональних торговельних угод, партнером яких вони є.

МОДЕЛІ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ТОРГІВЛІ ПОСЛУГАМИ

У рамках регіональних торговельних угод та СОТ сформувалися два головні підходи до лібералізації торгівлі та інвестицій у сфері послуг:

1. Перелік конкретних зобов'язань лібералізації торговельного режиму (positive list approach) – національні списки, у яких країна зазначає сектори, підсектори та/або способи постачання послуг, що підлягають лібералізації. Цей підхід притаманний ГАТС.

2. Перелік виключень у сфері лібералізації (negative list approach), у яких країна відмічає сектори, підсектори та/або способи постачання послуг, що не підлягають лібералізації. Ця модель лібералізації вперше була використана в рамках НАФТА.

Хоча обидві моделі можуть призвести (а в деяких випадках вже призвели) до неоднозначних наслідків лібералізації торгівлі, вони є наочним прикладом генерації якісно-потенційних змін як у національному, так і міжнародному масштабах. Дискусія, яка триває в нинішніх переговорах у рамках СОТ щодо підходів чи способів лібералізації торгівлі послугами та інвестицій, сприятиме удосконаленню архітектури ГАТС.

Згідно з переліком конкретних зобов'язань лібералізації торговельного режиму (positive list approach) в рамках ГАТС, країни погоджуються гарантувати національний режим та вільний доступ на ринок, уточнивши (через виключення з переліку зобов'язань)

сферу застосування національного режиму та доступу на ринок для іноземних послуг або іноземних постачальників послуг. Відповідно до такого підходу країни зберігають повне право не брати на себе певні зобов'язання. У такому випадку вони не зобов'язані інформувати своїх торговельних партнерів про природу дискримінаційних або обмежувальних заходів, які залишаються на внутрішньому ринку. Особливість підходу ГАТС до лібералізації торгівлі послугами, яка має тенденцію повторюватись у деяких регіональних торговельних угодах, полягає в наданні країнам можливості брати такі зобов'язання, які не відображають існуючий або встановлений статус-кво (це повторює тривалу практику тарифних переговорів у рамках ГАТТ).

Альтернативний підхід до лібералізації торгівлі та інвестицій у сфері послуг, так званий перелік виключень сфер лібералізації (negative list approach), базується на концепції негативного списку, за якого всі сектори та способи надання послуг, не відображені в переліку зобов'язань та подані в додатках до угоди, мають бути лібералізовані. Такий перелік виключень згодом лібералізується шляхом консультацій або у процесі подальших переговорів, як це прописано у ГАТС. Варто зазначити, що, незважаючи на помітну опозицію до цього підходу під час першого його обговорення в рамках Уругвайського раунду переговорів, щодо лібералізації у сфері торгівлі послугами його останнім часом усе частіше використовують під час підписання багатьох регіональних торговельних угод щодо торгівлі послугами. З часу створення НАФТА Мексика відіграла значну роль у поширенні використання цього підходу з метою лібералізації торговельного режиму в сфері послуг в інших регіональних торговельних угодах, які ця країна підписала з державами Південної та Центральної Америки.

Основні відмінні риси моделі лібералізації сфери послуг на основі переліку виключень (negative list approach) можна систематизувати таким чином:

– по-перше, такий підхід зберігає та підтверджує попередню згоду країн взяти на себе повний набір загальних зобов'язань. Сьогодні такий порядок регламентується лише угодою ГАТС в її положеннях щодо режиму найбільшого сприяння (стаття II) та транспарентності (стаття III). Всі інші зобов'язання застосовуються частково до секторів та способів поставки на умовах, зазначених країнами у національних переліках зобов'язань;

– по-друге, найпрактичніша характеристика цього підходу полягає в його здатності забезпечувати стабільність торговельних режимів, не приймати нові нормативні акти, що обмежують торгівлю (положення "stand still"), тобто створювати міцну основу для лібералізації торгівлі шляхом закріплення статус-кво в законодавчому чи інструктивному порядку. Таким чином, можливо уникнути прогалин ГАТС і не допустити виникнення серйозних протиріч між практичною реалізацією лібералізації та зв'язаними зобов'язаннями, закріпленими в законодавчих чи регуляторних положеннях;

– по-третє, відмінна риса, яка водночас розширює владні повноваження переліку виключень сфер лібералізації (negative list approach), передбачає вищий рівень прозорості торговельних режимів, який досягається завдяки йому. Інформація, подана у переліках застережень, є важливою для потенційних інвесторів, які отримують повну інформацію про всі можливі обмеження на іноземних ринках торговельних партнерів, що міститься в одному документі. Така ситуація вигідна і приймаючим країнам, котрим легше ранжувати торговельні бар'єри для подальшого розгляду під час майбутніх переговорів. У свою чергу, прозорий торговельний режим є придатнішим для ефектної лібералізації, наприклад, шляхом заохочення держав-членів на погодження скоротити чи поступово припинити застосування заборонених заходів, котрі можуть бути подібними в різних країнах, як, скажімо, кількісні обмеження та частка іноземних

власників у капіталі авіакомпаній. Створення негативного переліку зобов'язань також стимулює конструктивний діалог у межах внутрішньої політики між договірними сторонами та керівними органами, стимулюючи в такий спосіб країни здійснити всеохоплюючий перегляд існуючих заходів, що обмежують торгівлю та інвестиції, адаптувати найкращий міжнародний досвід до своїх внутрішніх режимів регулювання, а також переосмислити цілі та завдання національної політики та найефективніші засоби їх досягнення.

У результаті вивчення основних моделей лібералізації торгівлі послугами на основі переліку виключень сфер лібералізації були виявлені два недоліки цього підходу.

По-перше, він може бути обтяжливим в адміністративному забезпеченні, особливо для країн, що розвиваються. Однак ці труднощі можна подолати, якщо дозволити поступове складання країнами-членами зобов'язань, які не регулюються торговельною угодою (наприклад, у НАФТА, національним урядам було надано додатково два роки для гармонізації своїх заходів у сферах регулювання послуг та інвестицій на основі принципів цього регіонального об'єднання). Ефект конвергенції національного законодавства треба також брати до уваги, незважаючи на вигоди від використання такого підходу в процесі лібералізації торгівлі послугами та інвестиціями, які були розглянуті вище.

По-друге, застосування переліку виключень сфер лібералізації означає у майбутньому повну відмову урядів від застосування дискримінаційних заходів або таких, що обмежують доступ на ринки, включаючи навіть ті галузі, які на момент укладення угод не існували або не підпадали під дію такої угоди. З метою спростування останніх занепокоєнь, було запропоновано заохотити членів інтеграційних угруповань до застосування специфічних зобов'язань (на прикладі ГАТС, Антської спілки та МЕРКОСУР).

У результаті проведеного дослідження і висвітлення проблем регулювання торгівлі

послугами в рамках регіональних торговельних угруповань та ГАТС, приходимо до таких висновків і узагальнень.

1. Регіональні торговельні угоди мають низку спільних особливостей (в т.ч. і з ГАТС) щодо шляхів прогресивної лібералізації ринку послуг. Проте в деяких питаннях ГАТС випереджає відповідні регіональні угоди, наприклад, у питаннях застосування недискримінаційних кількісних обмежень, національного регулювання).

2. Зі створенням НАФТА в 1994 році зросла кількість регіональних угод, які намагалися охопити не тільки транскордонну торгівлю послугами, а також вводили правила регулювання інвестицій (захист інвестицій, лібералізація інвестицій у виробництві товарів та послуг) та тимчасового руху робочої сили в сфері послуг.

3. На відміну від ГАТС, регіональні торговельні угоди запроваджують такий інвестиційний режим, де умова місцевої присутності провайдера послуг не є обов'язковою, що сприяє успішному розвитку електронної торгівлі в рамках інтеграційних угруповань.

4. За винятком декількох випадків (переважно галузевого характеру), регіональні торговельні угоди дотримуються ліберального "правила походження", тобто поширення преференційного режиму всім постачальникам послуг, що здійснюють основний вид діяльності у країні-члені угруповання).

5. Регіональні торговельні угоди у сфері послуг використовують дві моделі щодо лібералізації торгівлі послугами та інвестиціями. Деякі регіональні торговельні угоди використовують вже перевірений підхід ГАТС – перелік конкретних зобов'язань лібералізації торговельного режиму (positive list approach) – національні списки, у яких країна зазначає сектори, підсектори та/або способи постачання послуг, що підлягають лібералізації. Друга модель лібералізації ринків послуг базується на переліку виключень сфер лібералізації (negative list approach), у яких країна зазначає сектори, підсектори та/або способи постачання послуг, що не

підлягають лібералізації. Обидві моделі теоретично можуть генерувати еквівалентний вигравш від лібералізації, проте на практиці другий підхід є ефективнішим та амбіційним щодо лібералізації торгівлі послугами. Загалом моделі лібералізації відрізняються між регіональними торговельними угодами залежно від способів реформування торговельної політики та галузевого масштабу, що є актуальним для країн, які розвиваються, і країн з транзитивною економікою.

6. Більшість країн-членів регіональних торговельних угод у сфері послуг, а саме ті, що надають перевагу другій моделі лібералізації, продемонстрували готовність поступово розширити регіональні преференції на основі принципу найбільшого сприяння, який є характерним для ГАТС. Реалізація цієї позиції може призвести до проблем з отриманням преференцій у галузі послуг (що є економічно небажаним щодо інвестицій), а багатостороння лібералізація надає більшого доступу до ефективних постачальників послуг, особливо у сфері інфраструктурних послуг, що матиме вагомий вплив на економічну систему загалом.

7. Зазвичай регіональні торговельні угоди розглядаються як спосіб отримання більших можливостей та інтенсифікації співпраці в галузі регулювання торгівлі послугами (особливо стосовно таких питань, як стандартизація видів послуг, а також визнання ліцензій і професійних та освітніх кваліфікацій). Незважаючи на значну схожість підходів до регулювання та збільшення транскордонної торгівлі між географічно близькими країнами, прогрес у сфері конвергенції національного регулювання є.

8. За винятком лише деяких випадків, регіональні торговельні угоди зробили незначний крок уперед у вирішенні деяких “незавершених” питань, що стоять на порядку денному ГАТС. Це передусім стосується питань субсидій та надзвичайних захисних заходів стосовно послуг, і саме ці проблеми актуальні для держав як на регіональному

рівні, так і на багатосторонньому. Більшого прогресу все ж було досягнуто на регіональному рівні у відкритті ринку державних закупівель послуг (procurement markets), проте він був досягнутий у більшій мірі в процесі переговорів щодо державних закупівель, ніж у сфері послуг.

Література

1. Fink, C. and A. Mattoo. (2002), “Regional Agreements in Services: Some Conceptual Issues”, mimeo, The World Bank, Washington, D.C.

2. Sauvé, P. “Completing the GATS Framework: Safeguards, Subsidies and Government Procurement” in Hoekman, Bernard, Aaditya Mattoo and Philip English, (eds), *Development, Trade and WTO: A Handbook*, The World Bank, Washington, D.C.

3. Hart, M. and P. Sauvé (1999), “Does Size Matter? Canadian Perspectives on the Development of Government Procurement Disciplines in North America”, in Hoekman, Bernard and Petros Mavroidis, (eds.), *Law and Policy in Public Purchasing*, Ann Arbor, University of Michigan Press.

4. Pena, M. (2000), “Services in MERCOSUR: The Protocol of Montevideo”, in Stephenson, Sherry M., (ed.), *Services Trade in the Western Hemisphere: Liberalisation, Integration and Reform*, Trade Unit of the Organisation of American States and Brookings Institution Press, Washington, D.C.

5. Stephenson, S. M. (2001b), “Services”, in Salazar-Xirinachs, Jose-Manuel and Maryse Robert, (eds.), *Toward Free Trade in the Americas*, Trade Unit of the Organisation of American States and Brookings Institution Press, Washington, D.C.

6. Stephenson, S. M. (2002), “Regional Versus Multilateral Liberalisation of Services”, in *World Trade Review*, Vol, 1, No. 2, (July).

7. Stephenson, S. (2001a), *Deepening Disciplines for Trade in Services*, OAS Trade Unit Studies: Analyses on Trade and Integration in the Americas, Organisation of American States, Washington, D.C. (March).

8. Hoekman, B. and P. Sauvé (1994), *Liberalising Trade in Services*, World Bank Discussion Paper No. 243, The World Bank, Washington, D.C.



ІСТОРИЧНИЙ ДОСВІД СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ ВІТЧИЗНЯНОЇ КРЕДИТНОЇ КООПЕРАЦІЇ

Андрій ПАНТЕЛЕЙМОНЕНКО

Відображено основні етапи становлення та розвитку вітчизняної кредитної кооперації в світлі державної політики другої половини XIX – початку XXI ст. Розкрито стимулюючий і негативний вплив державної політики на розвиток кредитно-кооперативного руху. Запропоновано створення, за сприяння держави, перспективного для українського села кредитного кооперативу (товариства), організованого на основі моделі Ф.В. Райффайзена.

The main phases of native credit cooperation's formation and development in the light of state policy during second half of XIX and first half of XX centuries are shown. Both stimulating and negative influence of the state policy on the development of credit cooperative movement is illustrated. The creation of credit cooperative, made on the base of Reiffeisen model with the help of the state, which would be perspective for Ukrainian rural economy, is proposed.

Серед існуючих організаційно-правових форм, що здійснюють господарську діяльність, кооперативи, без перебільшення, є унікальними об'єднаннями. Вони виконують роль сервісних організацій, які або сприяють підвищенню доходів їхніх членів, або суттєво скорочують витрати, пов'язані з придбанням товарів і необхідних послуг. Зокрема, отримання "доступного" кредиту забезпечує вітчизняна кредитна кооперація. При цьому вона, як й інші організаційно-правові форми, була і залишається чутливою до змін в економічній політиці держави. Такі зміни на її розвиток можуть мати як стимулюючий, так і гальмівний, а іноді й нищівний вплив. Визначення, врахування і прогнозування цього впливу є дуже важливим для розвитку кооперативного руху. Саме ця обставина й визначає актуальність даного дослідження.

Окремі аспекти цієї багатогранної проблеми вже розкриті у працях відомих еконо-

містів М. Алімана, І. Витановича, В. Гончаренка, В. Марочка, А. Морозова, Л. Файна та інших. Проте питання це потребує подальшої розробки, зокрема, щодо залежності розвитку кооперації від зміни державної економічної політики.

Метою дослідження є відображення основних етапів становлення та розвитку вітчизняної кредитної кооперації в світлі державної політики другої половини XIX – початку XXI ст.; стимулюючого і негативного її впливу на розвиток кредитно-кооперативного руху.

Цілком закономірно, що перші вітчизняні кредитні кооперативи виникли ще у середині XIX ст., в період становлення та розвитку ринкових відносин. Вони стали втіленням бажання окремих соціальних груп населення щодо підвищення свого економічного рівня шляхом взаємкредитування. Проте на ран-

ній стадії їх становлення, держава зайняла відверто негативну позицію, вбачаючи у них масові організації, здатні шляхом поширення “революційної пропаганди”, дестабілізувати соціально-політичну ситуацію. Це зумовило складну процедуру реєстрації перших кредитних кооперативів, а їхня діяльність супроводжувалася невинувато жорстким контролем з боку Міністерства фінансів. Його накази і розпорядження пригнічували ініціативу малодосвідчених кооператорів. Дуже принизливим також було й втручання у справи кооперативів Міністерства внутрішніх справ, за вказівкою якого день, час і місце зборів членів товариства реєструвалися у відповідній поліцейській установі. Фактором, який істотно уповільнював темпи розвитку вітчизняного кооперативного руху, була відсутність законодавчої бази, яка чітко визначала б юридичний статус кредитного кооперативу, сприяла його успішній діяльності у правовому полі.

Та вже наприкінці XIX ст. кредитна кооперативна діяльність поступово активізувалася, цьому сприяли зміни в економічній політиці російського самодержавства. Одним зі стимулюючих факторів, що зумовив ці зміни, став голод 1891–1894 років. “Голод 1891 року, – як справедливо зазначалося в одному з тогочасних видань, – нанісши тяжкого удару нашому сільському господарству, примусив звернути увагу на селянське господарство і уряд, і ширші суспільні кола» [8, 22]. Реакцією уряду на кризові явища стало затвердження трьох документів, важливих для кредитно-кооперативного руху. Першим з них був закон Російської імперії про установи дрібного кредиту (“Положение об учреждениях мелкого кредита”), прийнятий у 1895 році. Він зафіксував право на створення, поряд з ощадно-позичковими, кредитних товариств, краще пристосованих до потреб і можливостей селянства. Згаданий закон передбачав також і деякі поліпшення щодо організації та функціонування ощадно-позичкових товариств, визначав роль земств у їхній діяльності. У тому ж таки 1895 році

було затверджено статут кредитного товариства, який дозволяв засновувати кооператив без сплати пайових внесків, на основі залучення пільгового державного кредиту. Це сприяло значному збільшенню кількості кредитних кооперативів, яких на 1 січня 1910 року в українських губерніях функціонувало вже 1789. Ще більше активізувало кредитно-кооперативний рух прийняття 21 червня 1917 р. “довгоочікуваного кооперативного закону” [1, 17-20]. У зв’язку з цим на 1 січня 1919 року, кількість кредитних кооперативів перевищила 3300.

Зі встановленням радянської влади в Україні ситуація щодо існування кооперативного руху стала вкрай загрозливою. Націоналізувавши банки, ліквідувавши приватне землеволодіння, встановивши “робітничий контроль” за виробництвом (а точніше за розподілом продукції), влада прагнула організувати суспільство вільне від приватної власності, конкуренції, товарно-грошових відносин та інших “пережитків капіталізму”. Тому 27 січня 1920 року урядовим декретом всі види кооперації були об’єднані навколо споживчої [4, 1115]. Та й вона перетворилася на засіб примітивного розподілу споживчих товарів.

Проте невдовзі, навесні 1921 року, коли енергійні намагання втілити виробничі відносини комуністичного типу призвели до господарської і політичної кризи, було зроблено спробу перейти до економічної політики, що ґрунтувалася на реаліях ринку. Основним завданням нової економічної політики (НЕП) була стабілізація економічної ситуації в країні.

Прагнучи вивести економіку країни з глибокої кризи, радянська влада не тільки визнала, а й змушена була звернутися до багатого досвіду “дожовтневих” кооператорів. Невдовзі після закінчення громадянської війни, була практично відтворена система дорадянської кредитної кооперації. Цілком природно виникає питання щодо мотивів, якими керувалася влада, відновлюючи діяльність кооперативів, адже вона й не

передбачала надання їм права на повне самоврядування. Різні джерела цього періоду дають підставу зробити цілком обґрунтований висновок: стимулюючи розвиток кредитної кооперації, тодішня влада заклала міцний фундамент майбутньої “соціалістичної системи”. Подолавши за рахунок приватної ініціативи стан глибокої економічної кризи, радянська влада вдалася до “згортання” НЕПу. Це супроводжувалось наступом на кооперацію, чисткою “кооперативного апарату”. А у 1931 році, визнавши функціонування кредитних кооперативів недоцільним, вдалася до їх ліквідації. Увесь наступний період фінансова система функціонувала без кредитної кооперації, через несумісність командно-адміністративної системи з демократичними кооперативними принципами. Проте форми самопомогли продовжували існувати серед населення у вигляді “чорних кас” та “кас взаємодопомоги” [2, 269].

Відродження українського кредитно-кооперативного руху, після тривалої перерви, почалося лише на початку 90-х років ХХ ст. і цілком закономірно супроводжувало перші кроки становлення України як незалежної держави.

У 1991 році Л. М. Кравчук, будучи тоді Головою Верховної Ради, у складі української делегації побував у Сполучених Штатах Америки та Канаді. Програма візиту передбачала відвідання кредитних спілок та їхньої представницької організації – Всесвітньої ради кредитних спілок. Це “знайомство” з ефективно діючою формою фінансової взаємодопомоги населення не стало формальним. Вже у 1992 році, у лютому та червні, із зустрічними візитами Україну відвідали представники Всесвітньої ради кредитних спілок, Канадської кооперативної асоціації та представники українських кредитних спілок США, Канади та Австралії [6]. Підсумком стало створення Національного оргкомітету з відродження руху кредитних спілок в Україні. До Оргкомітету увійшли 18 представників із різних регіонів України. А 14 жовтня 1992 року відбулося перше слухання проекту За-

кону про кредитні спілки, а також готувався декрет Кабінету Міністрів [6]. У травні 1993 року українцям Канади вдалося переконати свій уряд у необхідності реалізувати Програму технічної допомоги розвитку кредитних спілок в Україні. У вересні 1993 року, під впливом українців діаспори, уряд США схвалив аналогічну Програму.

Реально оцінюючи ситуацію, коли, з одного боку, українська діаспора робила все можливе, щоби допомогти поверненню ідеї кооперативного кредитування в Україну, а з іншого – враховуючи те, що депутати Верховної Ради виявилися не готовими створити необхідне законодавче забезпечення для відродження кредитних спілок, Президент України Л. М. Кравчук прийняв вольове рішення, видавши 20 вересня 1993 року. Указ № 377/93, який затвердив “Тимчасове Положення про кредитні спілки в Україні”. З метою спрощення реєстрації кредитних спілок розроблений, а 7 лютого 1994 року погоджений з Національним банком України Типовий статут кредитної спілки. Згідно з Тимчасовим положенням і Типовим статутом кредитні спілки отримували право здійснювати ощадно-позичкові операції щодо обслуговування їхніх членів та взаємодопомоги між собою, в разі наявності вільних коштів. Поступово процес відродження кредитної кооперації в Україні у формі кредитних спілок став набувати реальних ознак.

Проте, незважаючи на підтримку української діаспори США та Канади, цей процес був повільним і дуже складним. В умовах функціонування на фінансовому ринку трастових компаній, які пізніше отримали серед широкого загалу назву “фінансові піраміди”, роль кредитних спілок у кредитуванні населення була досить скромною. Така ситуація погіршувалась відсутністю чітко визначеного кооперативного статусу спілок.

Першим кроком до поліпшення правового регулювання діяльності кредитних спілок став Указ Президента від 22.06.99 р. №701/99 “Про кредитні спілки”, яким відповідний закон вносився на розгляд Верховної

Ради. Однак, Постановою Верховної Ради України від 09.09.99 р. №1023-XIV цей законопроект було відхилено. І лише 20 грудня 2001 року Закон України “Про кредитні спілки” підтриманий і прийнятий депутатами Верховної Ради (№2908-III) [3, 6]. Він не тільки створив врегульовану правову базу для подальшого розвитку та регламентування діяльності кредитних спілок, а й вніс низку принципово важливих уточнень стосовно їх природи та статусу. Закон надав кредитним спілкам нового, принципово іншого юридичного змісту “неприбуткової організації, заснованої фізичними особами на кооперативних засадах з метою задоволення потреб її членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об’єднаних грошових внесків членів кредитної спілки” і при цьому визначив, що “кредитна спілка є фінансовою установою” [5]. Це дозволило чіткіше визначити юридичний статус кредитних спілок і врегулювати окремі аспекти їхньої діяльності.

Прийняття Закону України “Про кредитні спілки” супроводжувалося процесом стрімкого збільшення кількості кредитних спілок. Так, якщо на 1 січня 2002 року в Україні було зареєстровано 126 кредитних спілок, то на початок 2008 року до Державного реєстру фінансових установ внесено 791 спілку (в тому числі 4 об’єднані кредитні спілки). Загальна чисельність членів кредитних спілок перевищила один мільйон осіб. Крім цього в Україні діють три всеукраїнські* та 23 обласні асоціації, що об’єднують більше 300 кредитних спілок [7].

Слід зауважити, що подальшому розвитку кредитної кооперації і надалі може сприяти активна державна підтримка. У цьому контексті можна згадати перспективну для сучасної України ідею формування сіль-

ського кредитного кооперативу за моделлю Ф. В. Райффайзена, позичковий фонд якого формується не за рахунок пайових внесків від членів (що є визначальним для кредитної спілки), а за рахунок пільгового кредиту з боку держави. Слід зазначити, що такі кооперативи успішно функціонували в Україні на початку ХХ ст.

На основі дослідження вищезгаданого кооперативного досвіду можна запропонувати модель взаємодії сільського кредитного кооперативу (товариства) з уповноваженою державною установою (рис. 1), а також механізм його функціонування.

Згідно з наведеною на рис. 1 схемою, кооператив (товариство) після його реєстрації може отримати певну суму державних коштів у вигляді кредиту (наприклад, 1 млн. грн.), на основі якої буде сформовано позичковий фонд, а також необхідну оргтехніку в лізинг. Такий пільговий державний кредит може надаватись на 5–7 років, під 5% річних, і забезпечуватися солідарною відповідальністю всіх членів кредитного кооперативу (товариства). З отриманих коштів кооператив зможе надавати своїм членам довготермінові кредити на 5–7 років, орієнтовно під 15% річних. Обов’язковою умовою може бути спрямування позичених коштів лише на розвиток господарства. За рахунок різниці між процентами, сплаченими членами-позичальниками і зовнішніми зобов’язаннями перед державою, кооператив зможе утримувати свою діяльність і, що особливо важливо, формувати резервний капітал. При цьому, з метою забезпечення ефективної роботи кредитного товариства, уповноважена державна установа здійснюватиме його методичний супровід і постійний моніторинг кредитного портфеля. У разі ліквідації кооперативу резервний капітал спрямовується на розвиток кооперативної системи або повертається до бюджету.

Таким чином, за весь час свого існування кредитні кооперативи пройшли складний і тернистий шлях. Але на всіх етапах економічного розвитку, незважаючи на іноді негативне

*В Україні було створено чотири національних об’єднання – Національна асоціація кредитних спілок України (НАКСУ; 1994 р.), Всеукраїнська асоціація кредитних спілок (ВАКС; 2003 р.), Всеукраїнська асоціація кредитних спілок військовослужбовців (ВАКСВС; 2003 р.) та Українська асоціація сільських кредитних спілок (УАКСК; 2004 р.). Перші три з них було зареєстровано.



ставлення держави, вони продемонстрували свою доцільність та позитивні результати діяльності. Як й інші організаційно-правові форми, кредитні кооперативи були і залишаються чутливими до змін в економічній політиці держави. Багаторічний досвід переконливо довів, що вони особливо активізуються в умовах державного сприяння, яке стимулюється бажанням подолати наслідки економічної кризи. Це мало місце в Україні і у період існування монархії, і за часів утвердження радянської командно-адміністративної системи, й, безумовно, сьогодні, в умовах утвердження ринкової економіки та вирішення актуальних соціальних проблем.

Література

1. Бондарев С. И. Союз потребительских обществ. – Харьков, 1919. – 101 с.
2. Гончаренко В. В. Кредитна кооперація. Форми економічної самопомогі сільського і міського населення у світі і в Україні. – К.: Глобус, 1998. – 330 с.
3. Гончаренко В. В. Особливості та закономірності відродження та розвитку кредитних спілок в Україні. Аналітичний звіт. Рекомендації. – Частина 1. – К., 2005. – 20 с.
4. Енциклопедія Українознавства / Загальна частина. – Т. 3. – К., 1995. – 1200 с.
5. Закон України “Про кредитні спілки” // Голос України. – 2002. – № 13 (2764). – С. 2–3.
6. Інтерв’ю з Президентом Національної асоціації кредитних спілок України Петром Миколайовичем Козинцем // Електронний часопис “Кредитна спілка” (<http://npks.ukma.kiev.ua>).
7. Концепція розвитку системи кредитної кооперації в Україні <http://rural-sme.org.ua>.
8. Справочная книга для сельских товариществ / Под ред. Мацевича К. А. – Харьков: Печатное искусство, 1913. – 100 с.
9. Файн Л. Е. Российская кооперация: историко-теоретический очерк. 1861–1930. – Иваново: Иван. гос. ун-т, 2002. – 600 с.

НАШІ АВТОРИ

АНДРУЩЕНКО Володимир Леонідович	доктор економічних наук, професор Національного університету державної податкової служби України
ВДОВИЧЕНКО Артем Миколайович	аспірант кафедри фінансових ринків та фінансових послуг Національного університету державної податкової служби України
ВИСОЦЬКИЙ Володимир Вікторович	директор Департаменту державного боргу Міністерства фінансів України
ВИШНЬОВСЬКА Катерина Сергіївна	викладач кафедри фінансів Тернопільського національного економічного університету
ВОЖЖОВ Сергій Павлович	кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і кредиту Севастопольського національного технічного університету
ГРИНЬКО Олена Леонідівна	кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і кредиту Севастопольського національного технічного університету
ДВІГУН Алла Олександрівна	кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри економіки підприємств та міжнародної економіки Запорізького інституту економіки і інформаційних технологій
ДЕМ'ЯНИШИН Василь Григорович	кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів Тернопільського національного економічного університету
ЗАБЛОЦЬКА Ріта Олександрівна	кандидат економічних наук, доцент, докторант Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка
КАЛИТЧУК Василь Миколайович	провідний економіст Департаменту державного боргу Міністерства фінансів України
КІЗИМА Тетяна Олексіївна	кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів, докторант Тернопільського національного економічного університету
КОЛІСНИК Олег ЯРОСЛАВОВИЧ	аспірант кафедри фінансів Тернопільського національного економічного університету
КОМАРОВА Інна Валентинівна	старший викладач кафедри економіки підприємств Бердянського університету менеджменту і бізнесу, здобувач Національного наукового центру "Інститут аграрної економіки"
КОРЯГІНА Ганна Сергіївна	магістр кафедри фінансів і кредиту Севастопольського національного технічного університету
ОСТРОВСЬКА Галина Йосипівна	кандидат економічних наук, старший викладач кафедри фінансового інжинірингу Тернопільського національного економічного університету

ПАНТЕЛЕЙМОНЕНКО Андрій Олексійович	кандидат економічних наук, доцент кафедри грошового обігу і кредиту Полтавського університету споживчої кооперації України
ПИСЬМЕННИЙ Віталій Валерійович	кандидат економічних наук, старший викладач кафедри фінансів Тернопільського національного економічного університету
РИЛЄЄВ Сергій Володимирович	кандидат економічних наук, доцент кафедри обліку і аудиту Чернівецького торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету
РУБАН Олександр Іванович	аспірант Київського національного університету імені Тараса Шевченка, економічний факультет
СВІРСЬКИЙ Володимир Степанович	аспірант кафедри фінансів Тернопільського національного економічного університету
СЕМ'ЯНЧУК Петро Михайлович	аспірант кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету
СІДЛЯР Вікторія Володимирівна	аспірант кафедри податків і фінансової політики Тернопільського національного економічного університету
СТАВИЦЬКА Алла Василівна	помічник Першого віце-прем'єр-міністра України, Секретаріат Кабінету Міністрів України
СТЕФАНІВ Ігор Федорович	кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування Тернопільського національного економічного університету
ТУЛЮЛЮК Аліна Сергіївна	старший викладач кафедри фінансів Чернівецького торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету
ХОХЛОВ Володимир Володимирович	кандидат технічних наук, доцент кафедри фінансів і кредиту Севастопольського національного технічного університету
ЮРІЙ Софія Михайлівна	старший викладач кафедри фінансів Чернівецького торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету



Світ фінансів

Випуск 3 (16) 2008 рік

Тематична спрямованість журналу: висвітлення актуальних питань теорії фінансів, грошей і кредиту; проблем у сфері державних фінансів; оподаткування і фіскальної політики; державного адміністрування й фінансового менеджменту; банківської справи й монетарної політики; ринку фінансових послуг і міжнародних фінансів.

Вимоги до оформлення статей

Науково-практичний журнал "Світ фінансів" виходить чотири рази на рік, обсягом до 10 ум. друк. арк. До друку приймаються статті, що мають наукову і практичну цінність.

До друку подаються роздруковані на папері та збережені на електронному носії матеріали у форматі MS Word:

- ⇒ стаття українською мовою (обсягом до 20 сторінок тексту, роздрукованого на папері формату А4 через 1,5 інтервалу, кеглем 14, шрифтом Times New Roman; поля зліва, знизу та вгорі 20 мм, справа – 10 мм);
- ⇒ коротка анотація (до 8 рядків українською та англійською мовами; а також назва статті англійською мовою);
- ⇒ відомості про автора (прізвище, ім'я, по батькові; науковий ступінь і вчене звання; посада; місце роботи – українською та англійською мовами; а також адреса і телефон);
- ⇒ список використаної літератури, який розміщується після статті під заголовком "Література" (бібліографічний опис літературних джерел здійснюється згідно зі встановленими вимогами (див. "Бюлетень ВАК України". – 2000. – № 2. – С. 61–62.); посилання на літературу слід давати в квадратних дужках, наприклад [3, 68; 5, 37], де перша цифра вказує порядковий номер джерела у списку літератури, а друга – відповідну сторінку, джерело (зі сторінкою) відокремлюється від іншого джерела крапкою з комою);
- ⇒ для аспірантів та здобувачів обов'язково додаються: витяг із протоколу засідання кафедри з рекомендацією статті для друку і рецензія наукового керівника або іншого фахівця у даній галузі знань, який має науковий ступінь чи вчене звання.

Обов'язковою є наявність фотографії автора (у цифровому форматі).

Відповідно до постанови президії ВАК України від 15.01.2003 р. №7-05/1 "Про підвищення вимог до фахових видань, внесених до переліків ВАК України" наукові статті, що подаються до друку, повинні містити такі необхідні елементи:

- ⇒ постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями;
- ⇒ аналіз останніх досліджень і публікацій, де започатковано розв'язання даної проблеми, і на які спирається автор, виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячена стаття;
- ⇒ формулювання цілей статті (постановка завдання);
- ⇒ виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів;
- ⇒ висновки з даного дослідження і перспективи подальших розробок у даному напрямку.

Автори відповідають за точність наведених у статті даних, цитат, статистичних матеріалів тощо. Скорочення слів і словосполучень, крім загальноприйнятих, не допускається. Текст статті автор повинен вичитати й завізувати, сторінки – пронумерувати.

Матеріали оформлені з відхиленням від зазначених вимог, редколегія не розглядає.

Усі статті проходять обов'язкове рецензування.

Запрошуємо до творчої співпраці.

**Редколегія наукового журналу
"Світ фінансів"**