

УДК 339.727.22

*Конотон Г. О.,
асистент кафедри міжнародного бізнесу
Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету
ім. Тараса Шевченка, м. Київ*

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЗАЛУЧЕННЯ ЗОВНІШНЬОГО ФІНАНСУВАННЯ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

У статті розглянуто методологію наукових досліджень та проаналізовано стан трансформації економіки України. Визначено основні фактори залучення зовнішнього фінансування та особливості цього процесу на сучасному етапі.

В статье рассмотрена методология научных исследований и проанализировано состояние трансформации экономики Украины. Определены основные факторы привлечения внешнего финансирования и особенности этого процесса на современном этапе.

The methodology of scientific research is described and the state of transformation of Ukrainian economy is analyzed. The main factors attracting external financing and the peculiarities of this process at the present stage are determined.

Постановка проблеми. У глобалізованому світовому суспільстві міжнародний рух капіталу є невід'ємною складовою економічного життя. Ігнорування міжнародних зв'язків призведе до автаркії з відповідним суттєвим зниженням фінансово-економічних показників конкретного підприємства (на мікрорівні) чи добробуту населення країни в цілому (на макрорівні). В таких умовах залучення зовнішнього фінансування постає одним з основних питань, від ефективності вирішення якого залежать перспективи найрізноманітніших економічних агентів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Багато видатних економістів прямо чи опосередковано розглядали процеси руху капіталу та зовнішнього фінансування в своїх роботах: класики (А. Сміт, Д. Рікардо), К. Маркс, Дж. М. Кейнс, представники Австрійської (Л. фон Мізес, Ф. Гаєк) та Чиказької шкіл у економіці (М. Фрідман, Дж. Стіглер). В Україні чимало науковців підіймали питання трансформаційних перетворень (С. Мочерний, В. Геєць, А. Гальчинський), залучення ресурсів і коштів (В. Шевченко), інноваційного розвитку (Н. Кирич, П. Харів) та боргового фінансування (О. Мертенс, О. Демчук). В цілому дана проблема розглядається з різних боків, хоча й досі бракує інтегрованості до економічної теорії з подальшою можливістю використання на практиці. Зовнішнє фінансування не може розглядатися окремо від інших процесів, що відбуваються на підприємстві й у економіці – національній та світовій.

Метою статті є розроблення теоретико-методологічних засад та розгляд методів залучення зовнішнього фінансування, особливостей цього процесу для трансформаційних економік.

Виклад основного матеріалу дослідження. Перш за все, необхідно обрати коректний методологічний апарат для дослідження цілого комплексу економічних явищ та процесів, так чи інакше пов'язаних з зовнішнім фінансуванням. Як зазначав Дж. М. Кейнс «... ідеї економістів та політичних мислителів – і коли вони праві, і коли помиляються – мають набагато більше значення, ніж прийнято думати. Насправді лише вони і правлять світом. Практичні люди, які вважають себе такими, що не піддаються інтелектуальному впливу, зазвичай є рабами якогось економіста з минулого» [1, с. 383-384; переклад автора]. Зокрема останнім часом у контексті трансформаційних перетворень певної популярності набули ідеї синергетики. Прибічники цього підходу стверджують серед іншого наступне:

трансформаційний процес є самоорганізуючою системою відповідно до сучасної наукової парадигми синергетики [2, с.5];

вартісний та інституційний підходи до визначення суспільного процесу вже не можуть відобразити всю глибину і різноманіття соціальної форми руху матерії; сучасна наука ґрунтується на ідеї універсального еволюціонізму, згідно з якою органічна і неорганічна природа рухається в бік ускладнення і самоорганізації [3, с.92].

Відповідно до цих положень, прибічники синергетики близькі до соціал-дарвіністів, що вбачають у суспільстві еволюцію та боротьбу за виживання на зразок тієї, що спостерігається в тваринному світі. Але вони йдуть ще далі, стверджуючи, ніби органічна природа (в тому числі й люди) рухаються в певному напрямку, зовсім виключаючи зі свого аналізу волю індивіда й можливість вибору. Проте люди діють, і кожна їхня дія означає прагнення замінити менш задовільний стан речей на більш задовільний. Окрім того, вибір і дії є атрибутом конкретної людини в даній ситуації і в певний час, а не є заздалегідь обумовленими суспільством як відокремленою сутністю. Видатний австрійський економіст Людвіг фон Мізес писав: «Будь-яка раціональна діяльність – це перш за все діяльність окремої людини. Лише індивід думає. Лише індивід утворює причинно-наслідкові зв'язки. Лише індивід діє» [4, с.97; переклад автора]. Щоб бути реалістичною (тобто такою, що аналізує справжні проблеми в реальному світі), будь-яка суспільна наука має утримуватися від філософського холізму як системи, що ставить ціле вище за частину, суспільство – вище за індивіда. Це не лише помилково з теоретичної точки зору, а й призводить до виникнення й утвердження щонайменше антигуманних поглядів, що можуть призводити до становлення відверто тоталітарних режимів, які завжди проголошують підпорядкованість цілей та бажань

людини більш «високим» і «благородним» потребам суспільства чи держави.

Не можна погодитись і з твердженням прибічників синергетики в тому, що з плином часу значення вартісного підходу (в даному контексті під цим розуміється проведення економічного розрахунку, що заснований на використанні грошей як універсального засобу обміну, і прийняття на підставі цього господарських рішень) зменшується чи нівелюється. Навпаки, в процесі економічного зростання і нагромадження капіталу зростає кількість товарів і послуг, які пропонуються на ринку, а отже, й ускладнюється вся система виробничих і обмінних відносин. Єдиною «сигнальною системою» для споживачів та, особливо, для підприємців (бо саме вони залучають ресурси з огляду на прогнозовані майбутні доходи) є система ринкових цін, що є об'єктивним відображенням суб'єктивних вподобань населення. Зокрема гроші та ціни грають ключову роль у двох аспектах:

утворюючи пропорції відносних цін між різними товарами й послугами відповідно до платоспроможного попиту;

впливаючи на темпоральну структуру інвестування через процентні ставки. Так, рішення щодо вкладання коштів у певний проект та терміни інвестування будуть безпосередньо залежати від ставки дисконтування, яка пов'язана з процентною ставкою, що утворилася під впливом попиту і пропозиції на ринку позичкового капіталу.

Отже, значення монетарних розрахунків у сучасній економіці в жодному разі не є меншим, ніж у будь-який інший період історії. Стабільні гроші є необхідною передумовою коректного прогнозування прибутків підприємцями як максимально можливої різниці між валовими доходами і витратами. Переслідуючи власні інтереси з метою максимізації прибутку, вони виконують вкрай важливу суспільну функцію, спрямовуючи ресурси в найбільш ефективні галузі й проекти. «Невидима рука» може діяти не менш продуктивно, ніж у часи Адама Сміта, якщо її діяльність не зазнає серйозного впливу інфляційних або валютних коливань. Значна грошова емісія також може знизити процентну ставку на ринку позичкового капіталу, що стане причиною надмірного споживання (поки темп зростання грошової маси перевищуватиме темп зростання цін, буде присутня ілюзія багатства; люди вважатимуть, що мають у своєму розпорядженні більший реальний дохід, ніж є насправді) та помилкових інвестицій, тому що за більш низької ставки більш віддалені в часі проекти здаватимуться відносно більш прибутковими. Не випадково, що найбільший бум, а потім й значна рецесія спіткає якраз галузі, які виробляють засоби виробництва, а не предмети споживання. Дуже важливо, щоб ставка відсотка відповідала суспільним «перевагам у часі» (якщо користуватися термінологією Австрійської школи).

Таким чином, аналіз економічних процесів та проблем (у тому числі, й у контексті залучення зовнішнього фінансування) має бути заснований на методологічному індивідуалізмі, логіці, формулюванні об'єктивних економічних законів, що діють як на мікро-, так і на макрорівні, розумінні процесу розрахунку прибутків та збитків підприємцями (мова йде не лише про бухгалтерську операцію віднімання від виторгу валових витрат, а й аналіз альтернативних витрат господарських рішень, а також переливу капіталу між галузями, темпоральної структури і т. ін.), що є можливим лише за умови вільного ціноутворення тощо.

Тепер доцільно розглянути особливості функціонування трансформаційних економік. Загальною закономірністю є причинність вступу економіки в перехідний стан: необхідність розв'язання суперечностей, що нагромадилися в рамках даної системи господарювання [2, с.21]. Тобто саме неспроможність старої системи дати адекватну відповідь на нові питання, пояснити наявну ситуацію та запропонувати рішення є причиною пошуку інших, принципово нових форм організації соціально-економічних відносин.

Томас Кун, який до речі і ввів у широкий вжиток поняття парадигми, показав у своїй знаменитій книзі «Структура наукових революцій» [5], що процес наукового пізнання зовсім не є еволюційним і кумулятивним, а являє собою конкуренцію наукових підходів і теорій, причому криза домінуючої з них на одному етапі призводить до її заміни на іншу – відбувається зміна парадигми. На сьогодні ця зміна відбувається в українському суспільстві. Соціалістична парадигма, що базувалася на адміністративно-командній економіці, втратила свій авторитет як у наукових колах, так і в пересічного громадянина. Стало очевидним, що гасло «Від кожного – за здібностями, кожному – по потребах» хоча і є привабливим на перший погляд, ігнорує фундаментальний факт економічної науки і повсякденної реальності – обмеженість ресурсів. А так як ресурси обмежені, то вони мають бути використані в найбільш ефективний і раціональний спосіб, що, як вже зазначалося, може бути досягнуто лише за умов вільного ціноутворення. В соціалістичній економіці ціни не виконують своїх функцій, на зміну економічному розрахунку приходять калькуляційний хаос.

Отже, від однієї парадигми в нашому суспільстві вже відмовилися, але іншої й досі, за понад 20 років незалежності, чітко не сформовано. На наш погляд, при її створенні серед іншого має бути враховано наступне:

першочергове значення прав приватної власності, які мають бути захищеними та чітко визначеними (без цього всі інші заходи втрачають сенс та не матимуть позитивного ефекту);

необхідність демонополізації ринків, усунення надмірного оподаткування та штучних привілеїв;

покращення інвестиційного клімату в нашій країні;

зважена монетарна політика та грошова стабільність (яка має бути досягнута через недопущення значного зростання грошової маси, а не через інтервенції НБУ та намагання встановити ціновий чи валютний контроль);

скорочення обсягів дефіциту бюджетів та Державного боргу;

об'єктивність глобалізаційних процесів та доцільність активної участі в них України тощо.

На сьогодні великий податковий тиск та нестабільність вітчизняного законодавства серйозно ускладнюють міжнародне співробітництво для українських компаній, особливо гостро це спостерігається в тому, що стосується залучення зовнішнього фінансування. Пропозиція коштів і ресурсів з боку інвесторів (особливо іноземних) є не лише дуже еластичною за ціною (тобто залежно від норми прибутку, яку планується отримати на вкладений капітал), але й є дуже чутливою до нецінових чинників, зокрема до ступеня захисту прав власності, соціальної, політичної стабільності в країні тощо. Це пояснюється тим, що в разі неврегульованості цих аспектів, перед інвестором, окрім питання про віддачу на капітал, постає ще одне: чи зможе він отримати дохід взагалі (чи, навпаки, його бізнес буде націоналізовано, конфісковано або виникнуть інші ситуації, які порушуватимуть права приватної власності)? За таких умов інвестор або не буде вкладати кошти взагалі, або скоротить обсяг інвестицій і обере лише максимально рентабельні на його погляд проекти, що компенсуватимуть надмірні ризики й невизначеність.

Попит на міжнародне боргове фінансування корпорацій залежить від великої кількості зовнішніх і внутрішніх факторів [6, с.162]. До основних зовнішніх факторів можна віднести:

1) *зовнішні глобальні фактори*: фаза циклу в світовій економіці; інновації та швидкість їхнього запровадження; міжнародний рух капіталу;

2) *зовнішні національні фактори*: ступінь інтегрованості в світові господарські відносини; система оподаткування та загальне податкове навантаження; монетарна політика, що проводиться; дефіцит/профіцит бюджету та рівень Державного боргу; соціально-політична ситуація в країні.

У склад внутрішніх факторів входять фінансово-економічний стан даного підприємства, стратегія розвитку та ефективність менеджменту. При цьому внутрішні фактори знаходяться в безпосередній залежності й мають враховувати зовнішні фактори. В той самий час і діяльність даної фірми впливає на оточуюче середовище (через пропозицію вироблених товарів, купівлю ресурсів, конкуренцію з іншими компаніями і т.д.), яким би невеликим цей вплив не був.

Також виділяють різні моделі фінансування, зокрема англо-американську, що спрямована на максимізацію поточної вартості акцій та добробуту акціонерів та переважне залучення капіталу на фінансових

ринках, і європейську та японську моделі, що ґрунтуються на максимізації вартості компанії та переважному залученні кредитів банків [6, с.162]. Але насправді ці моделі не є протилежними за своєю суттю й скоріше відображають відмінності в інфраструктурі та системі оподаткування між країнами. Бо менеджмент будь-якої фірми буде прагнути до максимізації чистої капіталізованої вартості компанії, тому якщо, наприклад, фірма буде занадто (з огляду на процентні ставки) орієнтуватися на короткострокові прибутки, то в перспективі її спіткатиме втрата своєї частки на ринку та зменшення вартості компанії. Отже, способи досягнення цілі можуть різнитися, але економічна сутність залишається тією ж самою. Це необхідно враховувати й в умовах трансформаційних економік, де інституційне середовище знаходиться в процесі становлення.

Класифікацію зовнішнього фінансування, релевантну для даного дослідження, структуровано представлено в табл. 1 (укладено автором із використанням [7, с.128] та [8]).

Таблиця 1

Класифікація зовнішнього фінансування

| № з/п | Класифікаційна ознака | Види фінансування |
|-------|-----------------------|--|
| 1 | Джерело надходження | державне, приватне |
| 2 | Характер залучення | безповоротна фінансова допомога; на комерційних умовах (повернення, строковості, платності й т. ін.) |
| 3 | Напрямки | прямі, портфельні інвестиції, консультаційні послуги, гранти тощо |
| 4 | Методи залучення | кредитування, емісія різноманітних фондкових інструментів |

До основних методів залучення зовнішнього фінансування можна віднести кредитування й емісію фондкових інструментів. Ефективність кожного з цих методів залежатиме від конкретних обставин: фінансового стану компанії, кон'юнктури ринку, стратегії розвитку та термінів, на які планується залучити кошти. Тому некоректно буде стверджувати, що один з методів *a priori* кращий за інший. Проте за умов нерозвиненості фондового ринку в багатьох транзитивних економіках (що не в останню чергу стосується й України) фірми, як правило, не мають реального вибору й змушені звертатися до кредитування не тому, що це найбільш вигідний варіант, а тому, що не мають гідної альтернативи у вигляді випуску акцій,

облігацій чи інших фондкових інструментів через складність процедури, закритість роботи фондової біржі, великих транзакційних витрат тощо. Безумовно, без якісного стрибка в розвитку фондового ринку в нашій країні ефективність зовнішнього фінансування залишатиметься далекою від максимально можливої.

Варто відзначити й те, що як на теоретичному, так і на практичному рівні невірно формулювати залучення зовнішнього фінансування як власне мету (чи одну з цілей діяльності) компанії (на мікрорівні) або державних структур (на макрорівні). Це завжди засіб для досягнення цілей. А надаватися значення цьому засобу має на зразок того, як відбувається оцінка факторів виробництва на ринку – на основі їхнього внеску в кінцевий продукт. Залучати зовнішнє фінансування доречно, поки граничний дохід від використання коштів перевищує або дорівнює граничним витратам. За такого підходу та ефективного підприємницького передбачення найбільш ефективних напрямків капіталовкладень, чиста капіталізована вартість компанії зростатиме.

Іншими словами, залучати зовнішнє фінансування доцільно, якщо: а) додатковий дохід перевищує всі витрати із залучення та обслуговування зовнішнього фінансування; б) немає іншого, більш ефективного джерела фінансування (тобто брати до уваги не лише явні, а й альтернативні витрати). Важливим чинником є і терміни залучення коштів. З позицій національної та світової економіки потрібно, щоб процентні ставки відповідали суспільним перевагам у часі, й щоб не виникало диспропорцій між стадіями виробництва, що є основною причиною циклічності. З позицій окремої компанії має бути максимально точно спрогнозовано вхідні та вихідні грошові потоки, щоб підприємство не мало проблем з ліквідністю та, особливо, – з платоспроможністю.

Окрім того, говорячи про позитивні чи негативні зміни в залученні зовнішнього фінансування, зокрема інвестицій, необхідно враховувати не лише кількісний, а й якісний вимір. Не викликає сумнівів, що обсяг інвестицій в економіку – важлива характеристика, яку потрібно розраховувати, досліджувати, простежувати залежність від інших мікро- та макроекономічних чинників і вплив інвестицій на процеси в національному та світовому господарстві, але глибший рівень аналізу має включати й розуміння структури інвестицій, ефективності їх використання та об'єктивні зміни в економіці, що відбуваються й можуть відбутися в коротко- та довгостроковому періодах.

У сучасних умовах глобальної фінансово-економічної кризи – наймасштабнішої як за тривалістю, так і за падінням виробництва та споживання з часів Великої Депресії – залучення зовнішнього фінансування значно ускладнюється. Помилкові інвестиції, що були зроблені під час стадії буму в світовій економіці, стали очевидними, й підприємці оптимізують свій бізнес відповідно до кон'юнктури.

Запроваджуються й нові заходи щодо регулювання банківської системи (Базель II, Базель III), проте за умов часткового резервування депозитів та можливості створення грошей банками *ex nihilo*, дані ініціативи навряд чи матимуть довгостроковий позитивний вплив. У будь-якому разі трансформаційні економіки мають орієнтуватися на стан світових процесів та вести міжнародну конкуренцію за залучення капіталу. Трансформаційні економіки мають цілу низку конкурентних переваг, які відіграють свою вирішальну роль у разі, якщо вдасться знизити ризики й невизначеність для інвесторів.

Таким чином, можна сформулювати наступні **висновки**.

1. Доцільність застосування методологічного індивідуалізму в економічних дослідженнях взагалі, й при розгляді залучення зовнішнього фінансування зокрема.

2. Українська економіка знаходиться в стадії трансформації. Формування нової парадигми триває.

3. Основні методи залучення зовнішнього фінансування – кредитування та емісія фондів інструментів, проте використанню в повній мірі останнього перешкоджає нерозвиненість фондового ринку в Україні.

4. Залучення зовнішнього фінансування – не мета сама по собі, а засіб досягнення інших цілей компанії, передусім – зростання чистої капіталізованої вартості.

5. Важливо розглядати динаміку залучення фінансування не лише в кількісному вимірі, а й в якісному – тобто враховувати структуру надходжень, ефективність їх використання тощо.

Використані джерела інформації:

1. Keynes, John. The general theory of employment, interest, and money. Houndmills, Basingstoke, Hampshire New York, NY: Palgrave Macmillan, 2007. – 472 p.
2. Білик О.П. Специфіка економічних суперечностей трансформаційної економіки / О.П. Білик // Вісник Київського національного університету ім. Тараса Шевченка. Економіка. – 2006. – №90. – С. 21-22.
3. Єрохін С.А. Трансформаційний процес та його структуризація / С.А. Єрохін // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – №2 (44). – С. 4-13.
4. Mises, Ludwig von. Socialism. Printed and bound by Edwards Brothers, Inc., Ann Arbor, Michigan. – 569 p.
5. Кун Томас. Структура наукових революцій/Томас Кун –К.: Port-Royal, 2001. – 228с.
6. Шевченко В.Ю. Міжнародне залучення капіталу в посткризових умовах / В.Ю. Шевченко // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2011. – Випуск 26. – С. 161-167.
7. Азарова А.О. Джерела формування та способи залучення позикового капіталу / А.О. Азарова, Л.А. Кілимник, О.В. Новіцька, І.А. Кілимник // Економічний простір. – 2008. – №15. – С. 126-135.

8. Конотоп Г.О. Методи залучення зовнішнього фінансування в умовах трансформаційних процесів. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2012_3/Konotop_312.htm
9. Назаретян А.П. Синергетика в гуманитарном знании: предварительные итоги / А.П. Назаретян // Общественные науки и современность. – 1997. – №2. – С. 91-98.

УДК 336.64

Курінна О.В.,
ст. викладач кафедри фінанси підприємств,
Академія муніципального управління, м. Київ

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА

У статті розкрито сутність фінансових ресурсів підприємства, наведено класифікацію джерел їх формування, запропоновано основні напрямки ефективного використання фінансових ресурсів як основи фінансового забезпечення господарської діяльності підприємств.

В статье раскрыта сущность финансовых ресурсов предприятия, приведена классификация источников их формирования, предложены основные направления эффективного использования финансовых ресурсов как основы финансового обеспечения хозяйственной деятельности предприятий.

The article deals with the nature of financial resources, are classified sources of their formation, The main directions of the effective use of financial resources as the basis for the financial support of economic activity.

Постановка проблеми. У сучасних ринкових відносинах визначальною передумовою гармонійного функціонування підприємств виступають фінансові ресурси. Вони відіграють важливу роль у забезпеченні розвитку господарської діяльності, розширенні та модернізації основних фондів, оплати праці та соціальних заходів.

Успішна діяльність кожного господарюючого суб'єкта залежить не тільки від того, наскільки раціонально він розпоряджається своїми ресурсами, не лише від обсягу використаних та залучених засобів, а в першу чергу від ефективності використання цих ресурсів та ефективності взаємодії між ними. В будь-якому сучасному підприємстві можна виділити так звану тріаду ресурсів – матеріальні, трудові та фінансові ресурси. Цілком очевидно, що навіть при наявності потужної матеріальної бази, без висококваліфікованих спеціалістів не може бути досягнутий максимум виробничої ефективності. Так само як і при наявності спеціалістів та