

ньоорганізаційний рівні. Ризики зовнішньоорганізаційного рівня не підлягають контролю, проте на їх рівень можна впливати. До них належать господарські, ринкові та фінансові ризики. Внутрішньоорганізаційний рівень включає загальноорганізаційний, локальний рівні та рівень прийняття рішень.

На загальноорганізаційному рівні виникають цільовий, організаційний, структурний і функціональний ризики, які відображають можливості виникнення ризику, внаслідок постановки неадекватних цілей, неефективної організації системи виробництва, нераціональності структури підприємства, нераціональності розподілу функцій органів управління.

На локальному рівні може виникнути структурний ризик (внаслідок нераціональної організації структури підрозділу) та ризик нераціональних дій підрозділу. На рівні прийняття рішень можна виділити предметний, суб'єктний і процесний ризики. До категорії «предметний ризик» належать ризики, пов'язані зі специфікою предметної області рішень, що приймаються. Суб'єктний ризик відображає можливість помилок у процесі прийняття рішень внаслідок кваліфікації, особистих упереджень та інтересів, а також ставлення до ризику керівників і спеціалістів, які представляють особу, що приймає рішення. Процесний ризик об'єднує ризики, які виникають на різних етапах процесу вироблення, прийняття і реалізації рішення [7, с. 103].

Висновки. Ідентифікація ризиків згідно із предметним підходом дала змогу виявити такі види підприємницьких ризиків хмелярських господарств: зонально-галузевий, податковий, фіскальний, господарські (виробничий ризик, ризик зменшення якості

хмелю), ринкові (ризик зростання собівартості хмелю, ціновий і збутовий) та фінансові (податковий, фіскальний, інвестиційний та процентний) ризики. В результаті класифікації зазначених ризиків за рівнями управління (можливістю впливати на них), зонально-галузевий, фіскальний та податковий ризики було віднесено до макроекономічного рівня, інші — до мікроекономічного. Мікроекономічний рівень розподіляється на зовнішньоорганізаційний (господарські, ринкові та фінансові ризики) і внутрішньоорганізаційний. На внутрішньоорганізаційному рівні управління ризиком виділено загальноорганізаційний (організаційний, функціональний, структурний, цільовий ризики), локальний (структурний, ризик нераціональних дій підрозділу) рівні, рівень прийняття рішень (предметний, суб'єктний, процесний).

Список літератури

1. Порядок справляння та використання коштів на розвиток виноградарства, садівництва і хмелярства від 15.07.2005 № 587.
2. Андрійчук В.Г., Бауер Л. Менеджмент: прийняття рішень і ризик: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 1998. — 316 с.
3. Вітлінський В.В., Великоіваненко Г.І. Ризикологія в економіці та підприємстві. — К.: КНЕУ, 2004. — 480 с.
4. Романов А.Б. Рискообразующие факторы: характеристика и влияние на риски / <http://www.handing.ru/publication.60>
5. Старостіна А.О., Кравченко В.А. Ризик-менеджмент: теорія і практика: Навч. посіб. — К.: ІВЦ «Видавництво «Політехніка», 2004. — 200 с.
6. Устенко О.Л. Теория экономического риска: Моногр. — К.: МАУП, 1997. — 164 с.
7. Чепурко В.В. Экономический риск аграрного производства: теория, методы оценки, управление. — Симф.: Таврия, 2000. — 308 с.



ФІНАНСИ, ПОДАТКИ, ОБЛІК

УДК 336.11:631.1

П.А. Стецюк,

к. е. н., с. н. с.,

ННЦ «Інститут аграрної економіки»

СУЧАСНА ПАРАДИГМА УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РЕСУРСАМИ ПІДПРИЄМСТВ

Ринкова трансформація економіки має істотний вплив на всі сторони діяльності суб'єктів господарювання. Найбільш суттєвих змін у цих умовах зазнала фінансова сфера. Перехід на нові методи господарювання зумовив необхідність перегляду парадигми фінансового управління як системи пануючих

поглядів (теорій, методів, прийомів), на основі якої здійснюється дослідження та вирішення проблемних питань у цій складовій фінансової теорії.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про високу зацікавленість дослідників цією проблемою та наявність ґрунтового теоретичного базису

фінансового менеджменту корпоративних підприємств. Стосовно аграрних організаційно-правових структур результати таких досліджень викладені в публікаціях О. Гудзь, М. Дем'яненко, П. Лайка, М. Маліка, П. Саблука, В. Ситника, А. Чупіса та ін. Однак залишаються недостатньо вивченим і дискусійним питання прийнятності окремих концепцій та теоретичних моделей управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств.

Метою статті є аналіз існуючого теоретичного базису, на якому ґрунтується управління фінансовими ресурсами суб'єктів господарювання в ринкових умовах та оцінка можливості адаптації основних концепцій і моделей до практики фінансової діяльності сільськогосподарських підприємств.

З переходом на ринковий механізм господарювання відбулися суттєві зміни в парадигмальному погляді вітчизняних учених на процес прийняття управлінських фінансових рішень і механізми їх реалізації. Однак нова парадигма фінансового управління ще не сформувалась.

Вивчення фінансової літератури свідчить, що в сучасній західній фінансовій науці прийняття управлінських рішень у фінансовій сфері базується на кількох теоріях. А. Кеон і співавтори називають десять принципів — по суті концепцій управління фінансами [1, с. 44]. Ю. Брігхем і Л. Гапенскі вважають фундаментальними дев'ять концепцій [2, с. 31–83], а Р. Брейлі та С. Майерс — шість [3, с. 1015–1018]. Незважаючи на певні розбіжності узагальнюючими складовими для кожної з цих позицій є теорії та концепції: 1) ідеальних (досконалих) ринків капіталу; 2) дисконтованих грошових потоків; 3) вартості та структури капіталу; 4) портфелю та оцінки доходності фінансових активів; 5) ціноутворення опціонів; 6) співвідношення між ризиком і доходністю; 7) агентських відносин; та 8) асиметричної інформації.

Розглянемо детальніше зміст основних теоретичних концепцій, які, на наш погляд, мають найбільш суттєвий вплив на методологію прийняття управлінських фінансових рішень.

Теорія (гіпотеза) досконалих ринків капіталу, або ефективних ринків. Вона прямо чи опосередковано присутня у всіх запропонованих фінансовою наукою моделях управління фінансами підприємством. Усі інші концепції та гіпотези формувались на її фоні. Протягом трьох останніх десятиліть гіпотеза ефективних фінансових ринків домінує і виступає основою фінансової теорії. Ю. Фама так визначає її сутність: «Ефективні фінансові ринки — це ринки, на яких ціна акцій повністю відображає всю наявну інформацію про фірму». М. Дженсен стверджує, що не існує іншої академічної теорії, яка мала б стільки ж емпіричних підтверджень, як теорія ефективних ринків [4]. Вона ґрунтується на кількох аксіоматичних допущеннях (постулатах). Зокрема, вона допус-

кає, що існують ідеальні з точки зору економічної діяльності підприємства фінансові умови: рівний, вільний і одночасний доступ кожного із суб'єктів ринку до наявної інформації, отримання якої не має ніяких складнощів або обмежень; відсутність трансакційних (брокерських) витрат, податків, витрат банкрутства тощо. Всі суб'єкти ринку діють раціонально, прагнучи максимізувати очікувану вигоду від здійснюваних фінансових операцій.

На ідеальному фінансовому ринку ціна будь-якого активу дорівнює теперішній вартості майбутніх грошових потоків, отримання яких забезпечує цей актив. Звідси випливає фундаментальний висновок про те, що цінність будь-якого фінансового активу, реальних інвестицій, ринкова капіталізація, оцінка ринкової вартості підприємства та інших фінансових операцій мають одну й ту ж методологічну основу і визначаються шляхом розрахунку теперішньої вартості пов'язаних з ними прогнозованих (очікуваних) чистих грошових потоків.

Механізм функціонування ідеального фінансового ринку базується на його інформаційній ефективності. Припущення про відсутність на ідеальному ринку трансакційних та інформаційних витрат елімінує можливість отримувати високі доходи не інакше як через щасливий випадок.

Цілком зрозуміло, що реальні фінансові ринки не володіють, і в принципі не можуть володіти характеристиками ідеального, що знайшло своє відображення в теорії асиметричності інформації. Тому сьогодні виділяють три форми інформаційної ефективності фінансових ринків: сильну, помірну та слабку. Різниця між ними полягає у ступені врахування поточними ринковими цінами фінансових активів наявної інформації.

Для сильної форми характерно те, що в поточних ринкових цінах відображена вся інформація — як доступна всім суб'єктам ринку, так і доступна лише інсайдерам. Це виключає можливість побудови стратегії дії на фінансових ринках, яка б дозволяла отримувати надприбуток (прибуток відмінний від нормального) на постійній основі. При помірній формі інформативності поточні ціни фінансових активів відображають як історичну, так і решту загальнодоступної інформації. Як наслідок, при використанні лише загальнодоступної інформації суб'єкти ринку можуть досягти результатів від фінансових операцій, що суттєво не перевищують середньоринкові. Якщо поточні ринкові ціни фінансових активів повністю відображають лише зміни, що відбулися у минулому, то говорять про слабку форму інформативності. В цих умовах відсутня можливість для оцінок і прогнозування тенденцій фінансового ринку.

Теорія дисконтованих грошових потоків є однією з найбільш вживаних у фінансовій науці та в практичному фінансовому менеджменті. Вона синтезує

в собі теоретичні висновки інших фінансових концепцій: ефективного ринку, зміни вартості грошей з часом, альтернативної вартості, компромісу між доходом і ризиком, теорію відсоткових ставок.

Змістовою частиною теорії дисконтованих грошових потоків є припущення, що цінність грошової одиниці змінюється відповідно до норми прибутку на фінансовому ринку. В якості останньої виступає відсоток. Тому сьогоднішня цінність (вартість) грошової одиниці більша порівняно з такою самою грошовою одиницею, отриманою через будь-який проміжок часу. На основі цієї концепції побудовано моделі й методи оцінки матеріальних і фінансових активів, які генерують грошові потоки. Тобто вона присутня в методології та методиці прийняття інвестиційних рішень і рішень про джерела формування фінансових ресурсів.

У контексті теорії дисконтованих грошових потоків слід згадати про принцип, названий Р. Брейлі складуваністю вартостей, або закон збереження вартості. «Коли ми робимо оцінку проекту, в якому виникають потоки коштів, ми завжди виходимо з того, що вартості цих потоків можна складати. Але принцип складуваності вартостей також означає, що не можна збільшити ринкову вартість компанії, об'єднавши дві різні компанії, якщо при цьому не збільшите їх сукупний потік грошових коштів» [3, с. 1017]. У вітчизняній фінансовій літературі цей принцип більш відомий як «адитивність чистої теперішньої вартості».

Теорія вартості та структури капіталу (джерел фінансування). Головна проблема, яку вирішує ця теорія, — обґрунтування методу оптимального співвідношення між власними та позиковими джерелами формування фінансових ресурсів (у термінології, прийнятій в зарубіжній фінансовій літературі, а тепер поширеній і в нашій країні — власний та позиковий капітал). Найбільший внесок у розробку теорії структури капіталу, оцінений Нобелівською премією з економіки, внесли Ф. Модільяні та М. Міллер.

Основний висновок цих економістів — структура джерел формування фінансових ресурсів підприємства не впливає на його ринкову вартість. Останню визначає виключно величина майбутніх грошових потоків, які генерують реалізовані підприємством інвестиційні проекти та рівень їх ризику.

Незважаючи на те, що вивчення питань теорії структури капіталу перебуває в центрі уваги наукових інтересів багатьох відомих вчених, Р. Брейлі змушений констатувати, що «до цих пір немає якої-небудь загально визнаної стрункої теорії структури капіталу» [3, с. 1024].

Теорії портфеля та оцінки дохідності фінансових активів. Основоположником сучасної теорії портфеля вважається Г. Марковіц, який запропонував методологію й обґрунтував математичні моделі при-

йняття управлінських рішень у сфері інвестування фінансових ресурсів у різні види активів.

Основні ідеї теорії портфеля відображаються такими її постулатами: ступінь ризику власного капіталу підприємства залежить від структури його фондового портфелю; очікувана дохідність інвестиційного портфеля включає й величину його ризику; об'єднання ризикових активів в один інвестиційний портфель дозволяє мінімізувати величину ризику; рівень ризику кожного фінансового активу, включеного до складу інвестиційного портфеля, визначається не ізольовано від решти його активів, а залежно від загального рівня ризику диверсифікованого портфеля.

Науковий інструментарій, запропонований Г. Марковіцем, за оцінками спеціалістів становить велику наукову значимість. Однак окремі автори зазначають, що практичне застосування цих розробок ускладнене через їх високу затеоретизованість. Тому існувала потреба в спрощенні математичного апарату та його більшої адаптації до потреб практики фінансового управління. Таке завдання розв'язав учень Г. Марковіца — В. Шарп, який запропонував однофакторну модель портфеля фінансових активів. Вона дає змогу приймати рішення й здійснювати управління портфелем, який включає велику кількість фінансових активів.

Дослідження Дж. Лінтнера, Дж. Моссіні та В. Шарпа дозволили обґрунтувати модель взаємозв'язку між дохідністю портфеля фінансових активів і систематичним ризиком, відому в теорії фінансів як модель оцінки капітальних активів (САМР). Згідно з теорією САМР очікувана дохідність будь-якого активу, а отже і його ціна (вартість), залежить від: а) рівня безризикової дохідності, що визначається відсотковими виплатами по державних цінних паперах; б) загальної середньої дохідності на фінансовому ринку; в) співвідношення зміни дохідності конкретного активу та середньої дохідності на ринку.

Модель САМР, якщо вірити авторам західних підручників із фінансів, має широке практичне застосування. Незважаючи на це, вона постійно є об'єктом справедливої критики, чим і зумовлена поява нових альтернативних теорій та відповідних моделей — арбітражного ціноутворення, ціноутворення опціонів і теорія преференцій в умовах невизначеності.

У сучасній фінансовій теорії найбільш широко використовується теорія арбітражного ціноутворення, обґрунтована С. Россом. Змістом цієї теорії є залежність, згідно з якою норма дохідності власного капіталу (простих акцій) визначається сумою очікуваної (нормальної) дохідності та ризикової (невизначеної) дохідності. Величина останньої формується під впливом різних економічних чинників: кон'юнктури ринку, інфляційних процесів, динаміки відсоткових ставок тощо.

Концепція асиметричної інформації в загальному випадку стверджує, що на фінансових ринках завжди діють дві групи осіб — аутсайтери та інсайтери. Останні в силу їх специфічного статусу (окремі власники, високопоставлені менеджери) володіють конфіденційною інформацією про підприємство, яка недоступна іншим учасникам фінансових операцій. Це створює підґрунтя для психологічного феномену — кожний потенційний інвестор фінансових ресурсів переконаний, що саме він володіє інформацією, яка недоступна іншим учасникам фінансового ринку.

Кожна з розглянутих концепцій використовується в процесі обґрунтування й ухвалення управлінських рішень щодо вкладення фінансових ресурсів і джерел їх формування. Сфера їх застосування в процесі обґрунтування та прийняття управлінських фінансових рішень наведена на рисунку.

Необхідність широкого практичного застосування розглянутих теорій аргументується тим, що вони краще пояснюють і прогнозують економічні явища та процеси на конкурентному і саморегульованому ринку. Крім того, ринкова економіка проявила вищу ефективність порівняно з централізованою економікою.

На наш погляд, обґрунтованішим є підхід дослідників, які критично ставляться до запропонова-

них західною фінансовою наукою моделей і методів управління фінансами підприємств і при розв'язанні цієї проблеми враховують особливості внутрішнього та зовнішнього економічного середовища вітчизняних підприємств.

Перед кожним підприємством стоїть завдання вибору моделі управління його фінансами. Як зазначає Р. Фрезер, «проблема в тому, що модель управління, використовувана більшістю організацій сьогодні, не призначена для тієї роботи, для якої її застосовують» [5]. Аналіз практики фінансового управління сільськогосподарських підприємств повністю підтверджує цю тезу. Вибору прийнятної моделі фінансового управління, як правило, не приділяється належної уваги, а в багатьох випадках воно взагалі ігнорується. Очевидною причиною такого стану речей є відсутність чіткого бачення проблеми та прийнятних з практичної точки зору наукових рекомендацій щодо її розв'язання.

Серед пропонованих різними авторами принципів підходів до організації управління фінансовими ресурсами, на наш погляд, можна виділити дві моделі: 1) управління пропорціями між окремими елементами балансу та 2) управління трансформацією балансу (фінансовими потоками).

Змістовою складовою першої з них є забезпечення співвідношень між окремими видами та групами



Рис. Сфера застосування фінансових теорій у процесі обґрунтування та прийняття управлінських фінансових рішень

активів і пасивів у межах встановлених нормативних значень. Управління, орієнтоване на підтримання певних співвідношень між елементами структури балансу, ґрунтується на використанні фінансових коефіцієнтів. При цьому вважається, що, орієнтуючись на рекомендовані оптимальні значення коефіцієнтів, можна оптимізувати пропорції між окремими видами активів і пасивів. А це, у свою чергу, забезпечує фінансову стабільність, безпеку діяльності та економічний розвиток підприємства.

Практична реалізація цього підходу пов'язана з проблемою визначення й інтерпретації нормативних показників, на основі яких оцінюються фінансовий стан і фінансові результати діяльності підприємства. Раціональні значення фінансових коефіцієнтів, які нині рекомендують для практичного використання багато авторів, установлювалися емпіричним шляхом для підприємств певної виробничої спеціалізації і стабільного зовнішнього економічного оточення. Динамічна зміна умов господарської діяльності, що характерна для трансформаційної економіки й підприємств різних галузей, вимагають перегляду прийнятних нормативних значень фінансових показників та індивідуального підходу при розв'язанні цього питання.

Прихильники другого підходу орієнтуються на досягнення певного бажаного фінансового стану підприємства в майбутньому, забезпечення якого здійснюється шляхом послідовної трансформації елементів поточного балансу в майбутній бажаний баланс. Управління за методом трансформації балансу потребує встановлення елементів балансу, які найбільш

суттєво реагують на управляючий вплив. Крім того, такі зміни повинні бути детерміновані до функції часу. Однак нині не встановлено ключових елементів балансу і немає теоретичних моделей, які надійно апроксимують процес їх трансформації за функцією часу. Тому відсутнє наукове розуміння механізму переходу від поточного до бажаного балансу.

Висновок. Проведений аналіз засвідчив, що існуючий теоретичний базис управління фінансовими ресурсами не може бути безпосередньо використаний в практиці сільськогосподарських підприємств. Нині існує нагальна необхідність обґрунтування концептуальних основ побудови ефективної системи управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств, які б враховували особливості їх фінансової діяльності.

Список літератури

1. Ковалев В. В. Курс фінансового менеджмента: учеб. / В. В. Ковалев. — М.: ТК Велби, изд-во «Проспект», 2008. — 448 с.
2. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс в 2-х т. / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ.; под ред. В.В.Ковальова. — СПб.: Экономическая школа, 1997. Т.1. — XXX + 497 с.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М.: Олимп-Бизнес, 1997. — 1120 с.
4. Лукашов А. В. Поведенческие корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. — 2004. — № 3. http://www.cfin.ru/investor/ao/corporate_finance.shtml
5. Робин Фрейзер. Новая модель управления для XXI века. -http://www.elitarium.ru/2006/09/01/novaja_model_upravlenija_dlja_xxi_veka.html

УДК 336.225.621.11:332.834.4

Є.В. Дорошенко,

канд. юридич. наук,

Адвокатська контора, м. Київ

ПРОБЛЕМИ ОПОДАТКУВАННЯ ДОХОДІВ СТРАХОВИХ КОМПАНІЙ

Поглиблення ринкових відносин в Україні зумовлює підвищення ролі страхового ринку, який має відображати реалії й тенденції розвитку вітчизняної економіки. Створення дієвої системи страхового захисту є основою для забезпечення стабільності й ефективності діяльності суб'єктів господарювання.

Формування сприятливого середовища для розвитку страхової діяльності в сучасних умовах набуває важливого значення, оскільки цей вид бізнесу в Україні поки що характеризується низькою ефективністю, невеликими обсягами капіталізації стра-

хового ринку, необхідністю активізації інвестиційної діяльності й повноцінної інтеграції до світової системи фінансових послуг.

Проблеми функціонування страхового ринку України висвітлюються у працях М. Александрова, В. Базилевича, Н. Внукової, О. Гаманкової, В. Грушка, О. Данілова, О. Заруби, Н. Костіної, С. Осадця, А. Переседи, А. Таркуцяк, В. Шахова, Р. Юлдашева та інших вчених.

Водночас, стимулювання розвитку страхової діяльності передбачає функціонування сприятливого