

1. Drucker, P. (1973), *Management, Tasks, Responsibilities, Practices*, Harper and Row, New York, NY. 2. Hekansson, H. (1982), *International Marketing and Purchasing of Industrial Goods – An Interaction Approach*, Wiley, New York, NY. 3. *International Journal of Bank Marketing*. Vol. 13. No 2. 1995. P.30-40

УДК 336.46

## МОДЕЛІ ВСТАНОВЛЕННЯ РІВНЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

© Колісник М.В., 2000

ДУ «Львівська політехніка»

Наведено основні концепції та науково обґрунтовані гіпотези інформаційної ефективності ринку капіталів. Коротко обговорено основні характеристики та класифікації інформаційної сукупності. Запропоновано нову ідею декларування торгових операцій з цінними паперами корпоративними управлінцями вищої та середньої ланки менеджменту, а також іншими відповідальними особами.

**The basic concepts and sophisticated efficient capital market hypotheses are noted in this article. The number of major features and classifications for information set are briefly discussed. The new idea to declare trading activities for corporate insiders and other responsible persons has been proposed.**

Розвиток вітчизняної економіки та її перехід до ефективного функціонування на засадах ринкових законів неможливий без існування розвинутого фондового ринку. Проте рівень розвитку вітчизняного фондового ринку нині залишається незадовільним. Незважаючи на існування на ринку близько 13 тис. акціонерних товариств та більше ніж 700 сертифікованих торговців цінними паперами, більшість операторів та емітентів фондового ринку спостерігають некоректну та неадекватну реакцію попиту та пропозиції на інформацію про емітентів та їх зовнішнє середовище.

Оскільки прогноз щодо майбутніх справ компанії примушує змінити теперішню поточну ціну акцій емітента, то від того, як швидко та коректно ця інформація вплине на ціни акцій, визначають **ефективність ринку капіталу**.

Отже, фондовий ринок може розглядатися з погляду **інформаційної ефективності**, котра може розглядатися як вимірник реакції фондових цін до нової інформації. Крім того, в економіці розглядають: **функціональну ефективність**, котра відображає здатність фірми здійснювати операційну діяльність за найнижчими транзакційними цінами; **алокативну ефективність**, котра досягається тоді, коли гранична ставка прибутків за інвестиціями після модифікації на величину ризику становить однакову величину для

всіх вкладників та інвесторів. Виходячи з вищесказаного, можна дати означення ефективного ринку капіталу.

**Ефективний ринок капіталу** – це така сукупність ринкових взаємовідносин між елементами попиту та пропозиції, внаслідок взаємодії котрих результуючі ціни коректно реагують на сукупність всієї інформації на ринку, що може вплинути на них.

Отже, фондові ціни змушені модифікуватись відповідно до нової інформації, після того як вони стають публічно доступними. Проте ефективний ринок не означає, що інвестори будуть отримувати доходи вищі від середнього рівня або надзвичайно низькі прибутки. Ефективний ринок означає, що очікувані доходи відповідають фондовому ризику, де ризик визначається мінливістю доходів за акціями протягом певного часу. Тобто для ефективного ринку справедливе співвідношення справедливої співрозмірності доходів з ризиком. Якщо фондовий ринок є ефективним, то фондові ціни повинні відображати інформацію про їхній ризик та про очікувані майбутні доходи.

Доходи, що є адекватними до фондового ризику, називають **нормальними доходами (нормальними поверненнями)**, проте для неефективного ринку, наприклад, українського, характерно, що цінні папери приносять доходи більші за нормальні. Їх звичайно називають **ексцесними, або аномальними доходами (поверненнями)**.

Для наявності ефективного ринку є достатнім виконання умов, котрі одночасно є аксіомами ефективного фондового ринку.

1. При торгівлі цінними паперами вартість укладання угоди відсутня.
2. Вся наявна інформація доступна за ціною для всіх учасників ринку.
3. Інвестори виявляють гомогенні очікування, тобто вони одностайні в трактуванні інформації про розподіл цін в майбутньому для кожного виду цінних паперів.
4. Всі інвестори використовують наявні ціни, що означає відсутність індивідуальних фондових операторів, котрі можуть контролювати ціни.

Ринок буде ефективним у разі суворого дотримання означених умов, проте жоден реальний ринок капіталу в світі не відповідає всім наведеним умовам, що переводить дані умови з розряду необхідних у групу достатніх. Так, наприклад, те, що фактично всі інвестори платять певну трансакційну вартість угоди, коли продають чи купують цінні папери, не означає, що фондовий ринок не буде ефективним. Це просто означає, що зміни у цінах не виникатимуть, якщо різниця між новою ціною та поточною не буде доходити до більшої величини, ніж вартість укладення трансакції.

Залежно від ступеня впливу різних інформаційних сукупностей розрізняють три ступені ефективності розвитку ринку (рис. 1).

Інформаційні сукупності в даному випадку доцільно класифікувати так:

1. Сукупність минулої інформації, що містить, як правило, ціни та дані про обсяги реалізації цінних паперів. При цьому передбачається, що минулі ціни та обсяги укладених угод з цінними паперами вже неявно відбивають всю минулу інформацію про фірму.

2. Сукупність всієї наявної опублікованої інформації, зокрема проекти перспективного розвитку компаній та загальноекономічні умови. Ця інформаційна сукупність містить всю публічно доступну інформацію про фірму, а також попередню підмножину інформації.

3. Сукупність всієї наявної інформації про фірму, включаючи ту, що не призначена для публічного відома, але відома персоналу (інсайдерам) фірми. Дана множина містить внутрішню інформацію фірми, в тому числі ту, котра становить комерційну таємницю. Ця сукупність містить дві попередні множини.

Відповідно до впливу даних інформаційних множин виділяють три рівні інформаційної ефективності ринку капіталів, котрі прийнято називати **низькоефективною**, **середноефективною** та **виськоефективною** формами розвитку ринку.

Якщо ринок має низьку форму ефективності, то це означає, що фондові ціни відображають всю сукупність минулої інформації про фірму. Ця сукупність полягає в минулій їх послідовності та в минулих обсягах реалізації.

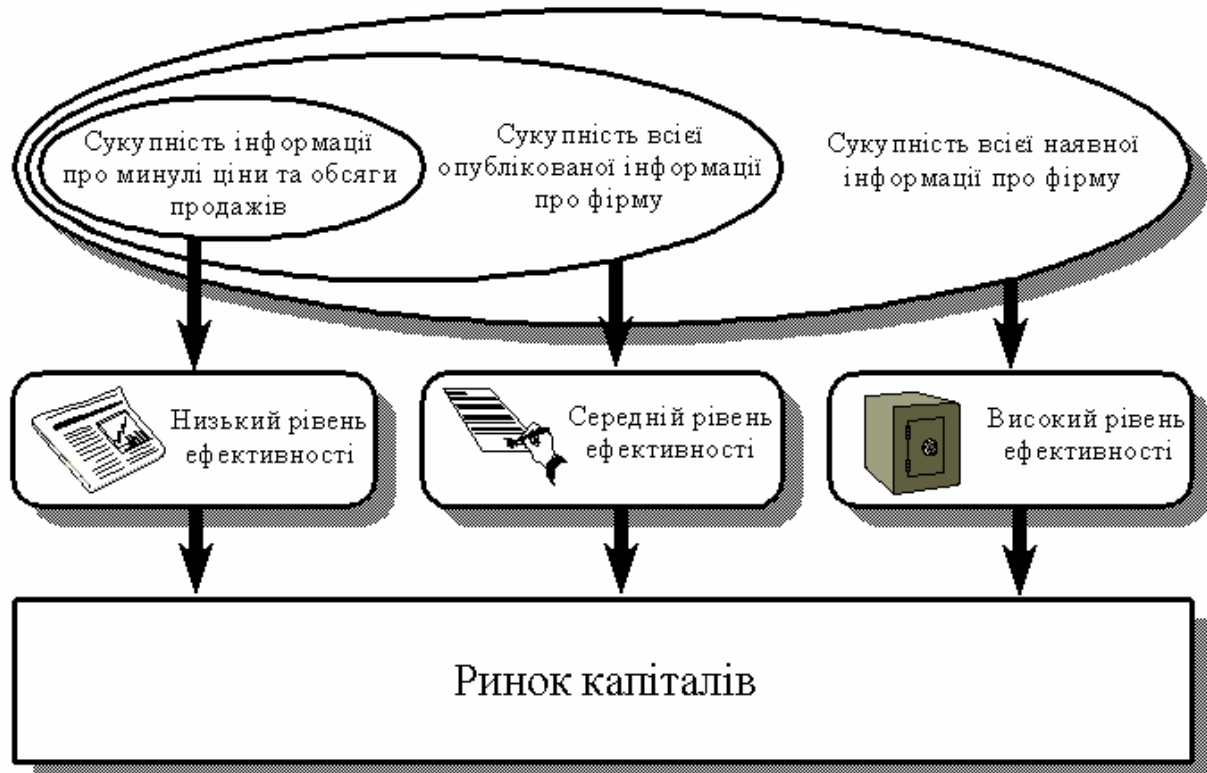


Рис.1. Графічна модель класифікації рівнів розвитку інформаційної ефективності ринку капіталів

Фондові ціни на ринку з середньою (напівсильною) формою ефективності відображають всю публічно доступну інформацію про компанію. Прикладами такої інформації можуть служити звіти про доходи компанії, її річні звіти, аналітичні прогнози доходів та інші публічні оголошення фірми.

При середноефективному ринку капіталів неможливо отримати аномальні доходи, використовуючи моделі, базовані на сукупності публічно доступної інформації про фірму, тому що ця інформація миттєво знаходить своє відображення у фондових цінах. Середноефективний ринок капіталу слід одночасно вважати низькоефективним, оскільки вся доступна публічно інформація містить також і минулу інформацію про минулі ціни та обсяги торгівлі цінними паперами.

Якщо фондові ціни відображають всю інформацію, котра відома про фірму, навіть ту, котра не доступна для широкого загалу, тоді ринок капіталу слід вважати таким, що досяг високого ступеня інформаційної ефективності. Високоєфективна форма організації фондового ринку є вищим рівнем ефективності, вона містить всю інформаційну сукупність, котра використовується у двох попередніх формах ефективності та додатково неопубліковану інформацію про компанію.

Логічно припустити, що персонал корпорацій (корпоративні інсайдери), маючи доступ до інформації про корпоративний дохід, технологічні нововведення, зміни в управлінні, фінансовий стан корпорації загалом, спробує зловживати таким доступом, оскільки використання даної інформації дозволяє отримувати аномальні прибутки.

Так, для контролю за цією інформацією в США створена Комісія з цінних паперів та біржі (Security and Exchanges Commission – SEC), до завдання котрої входить моніторинг ділової активності корпоративних інсайдерів. Акт про Фондову біржу від 1934 року зобов'язує корпоративних менеджерів, директорів та осіб, котрі володіють більше ніж 5 % акцій компанії, декларувати свої торгові операції з акціями даної компанії. Правила інсайдерської торгівлі на фондовому ринку також стосуються і асоціацій інсайдерів. Комісія з цінних паперів та біржі і більшість фондових бірж зобов'язують посадових осіб компаній негайно публікувати «всю матеріальну інформацію», котра зможе вплинути на ціну акцій фірми. Оскільки більшість саморегулювальних організацій, зокрема біржі, ведуть електронний запис та моніторинг ділової активності на торгах, то можливість здійснення нелегальної фондової операції корпоративними інсайдерами істотно утруднюється.

До групи персон, котрі можуть володіти непризначеною для широкого загалу інформацією, входять також професійні фінансові менеджери, консультанти щодо інвестицій та біржові спеціалісти.

Так, менеджери великих інвестиційних фондів підтримують постійний контакт з управлінським персоналом фірм, акціями яких володіють дані інституційні інвестори. Вони намагаються першими отримати інформацію про можливі корпоративні зміни та новини. Головною робочою функцією інвестиційних консультантів є отримання нової інформації про компанію. Вони стежать за думками інших аналітиків, менеджерів компанії, біржових трейдерів, маркетмейкерів та спеціалістів. Біржові спеціалісти, як правило, велику частку власних капіталів інвестують в цінні папери фірми, яку обслуговують. Вони також постійно здійснюють моніторинг цих фірм, тримаючи інформацію в таємниці для отримання прибутків від монопольного користування нею.

Створена в Україні Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку, будучи аналогом Комісії з цінних паперів та біржі США, поки що не контролює використання внутрішньої інформації вітчизняними корпоративними управліннями. Це полегшує можливість зловживань при здійсненні фондових операцій. Для запобігання таким зловживанням та підвищення рівня ефективності вітчизняного фондового ринку доцільно вжити таких заходів:

1. Встановити точний перелік інформації, призначеної для обов'язкової публікації акціонерними корпораціями. Доцільно істотно розширити перелік призначеної для публікації інформації порівняно з наявною на даний момент. Крім того, слід встановити

нормативні терміни попереднього оголошення інформації про майбутні корпоративні зміни.

2. Необхідно визначити, що саме входить до інформаційної множини внутрішньої інформації про фірму. Ця інформація не повинна публікуватися, проте її використання для отримання аномальних прибутків на фондовому ринку повинно бути заборонене.

3. Треба визначити перелік персон, фондові операції котрих підлягають обов'язковому попередньому декларуванню. На думку автора, до таких осіб належать:

- управлінці вищої та середньої ланки управління компанією, зокрема директори та віце-директори, головний бухгалтер, начальники всіх підрозділів та працівники всіх економічних, фінансових та бухгалтерських служб підприємства та працівники тих служб і підрозділів, функціональні обов'язки котрих пов'язані з науково-технічними дослідженнями фірми;

- торгівці цінними паперами, котрі обслуговують дану компанію на вторинному фондовому ринку, включаючи декларування операцій як персонально торгівцями так і членами їх сімей;

- значні акціонери даної фірми – власники більше ніж 5 % акцій фірми, а також власники менших пакетів цінних паперів та членів їх сімей за умови, що вони займають виборні посади у спостережній раді та раді директорів акціонерної корпорації;

- інституційні інвестори цієї фірми за умови володіння ними понад 3 % акцій фірми, а також фондових управляючих даної фірми та членів їх сімей;

- облікових виконавців фондових операцій, котрі обслуговують інсайдерів верхньої ланки корпоративного управління.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку повинна розробити оперативний механізм публічного розголосу задекларованої інформації. Цього можна досягти періодичною публікацією даної інформації у виданнях Комісії та розміщенням її на сторінках Комісії в Інтернеті.

Для з'ясування механізму впливу інформації на фондові ціни слід визначити властивості такої інформації. Першочерговий поділ інформації на інформаційні сукупності залежно від рівня розвитку інформаційної ефективності вже був наведений нами раніше. Крім того, доцільно запропонувати таку класифікацію.

За ступенем сприяння діяльності фірми інформацію про неї слід поділити на **позитивну, негативну та нейтральну**. Позитивна інформація сприяє зростанню рейтингу фірми в очах інвесторів та інших функціонерів фондового ринку. Негативна інформація про фірму приводить до падіння такого рейтингу.

За напрямком впливу на фондові ціни інформацію можна поділити на таку, що **приводить до підняття** фондових цін, таку, що **викликає падіння** фондових цін, та **невизначену (нейтральну)**. Слід зазначити, що інформаційні множини позитивної інформації та інформаційної сукупності, що приводять до підняття фондових цін, так само як множини негативної інформації та сукупності, що приводять до їх падіння, не завжди збігаються.

За ступенем новизни інформаційну сукупність можна поділити на **нову** та **стару** інформацію, а за способом генерування – на **первинну** та **вторинну** інформацію. Між

цими двома класифікаціями також немає прямої відповідності, тобто нова необов'язково означає первинна, а стара – вторинна. Слід вважати новою ту інформацію, котра ще не знайшла свого втілення в фондових цінах, а старою інформацію котра вже закладена в минулій сукупності цін. Первинна інформація створена безпосередньо суб'єктом, котрий її утворив на підставі реально існуючих, проте незадокументованих та необроблених фактів (даних), вторинна інформація створюється суб'єктами на підставі вже створеної первинної або вторинної інформації.

За середовищем генерування інформації відносно емітента акцій інформацію можна поділити на **зовнішню** та **внутрішню**, а за рівнем доступності операторам фондового ринку на операцію **публічно доступну** та **комерційну таємницю**. Зовнішня інформація виникає у зовнішньому середовищі емітента цінних паперів, а внутрішня – у його внутрішньому середовищі.



Рис.2. Графічна модель класифікації інформаційної сукупності для визначення ефективності фондового ринку

За рівнем цільової аудиторії, для котрої призначена ця інформація, її можна класифікувати на **призначену для широкого загалу**, **призначену для спеціалістів** та **універсальну** інформацію.

Ці класифікаційні ознаки наведено на графічній моделі (рис.2).

Визначаючи ефективність фондового ринку, слід враховувати властивості інформації, котра відображена у фондових цінах. Особливо важливими є такі особливості:

1. інформація постійна;
2. інформація випадкова;
3. інформація неконтрольована.

Постійність інформації в часі означає фактичну неперервність її генерування інформаційними агенціями та суб'єктами фондового ринку, котрі тим самим безперервно та цілодобово впливають на фондові ціни.

Випадковість інформації, що впливає на фондові ціни, виявляється у випадковому співвідношенні позитивної та негативної інформації про фірму і, як результат, випадковій флуктуації фондових цін навколо певного середнього рівня.

Неконтрольованість інформаційної сукупності – це властивість, котра вказує, що неможливо повністю припинити потік негативної чи позитивної інформації про фірму. Емітенти цінних паперів на фондовому ринку можуть тільки частково коригувати дану інформацію для підтримання фондових цін на потрібному рівні.

Усі наведені вище властивості та класифікації повинні науково обґрунтовано використовуватись корпоративними інсайдерами, фондовими управляючими, персоналом саморегульовальних організацій та менеджерами суб'єктів державного регулювання з метою підвищення ефективності вітчизняного фондового ринку.

*1. Haugen, Robert A. Modern Investment Theory. - Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1993. 2. Sears, R. Stephen & Trennepohl, Gary L. Investment Management. Orlando, 1993. 3. Madura, Jeff. Financial markets and institutions. - 2-nd edition. West Publishing Company, 1994.*

**УДК 658.5**

## **МЕТОД РОЗПОДІЛУ ПРИБУТКУ МІЖ ПРАЦІВНИКАМИ ЯК ЧИННИК РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПФГ**

© Колісник М.К., 2000

ДУ “Львівська політехніка”

**Запропоновано метод розподілу чистого прибутку між членами трудового колективу на засадах регулювання діяльності ПФГ.**

**The method of net income distribution among the working personnel based on IFG regulation is presented in this paper.**

Важливим фактором підвищення результатів діяльності промислово-фінансових груп є активне використання великого потенціалу людського фактора, нових форм стимулювання праці, що, своєю чергою, стає підґрунтям стабільного фінансового забезпечення ПФГ.