

Дотримання раціонального співвідношення між темпом зростання ефективності використання виробничих ресурсів підприємства та темпами зростання витрат, пов'язаних з експлуатацією цих ресурсів, слід розглядати як одну з найважливіших складових процесу управління витратами підприємства та необхідну передумову зростання фінансових результатів його діяльності. При встановленні граничної (максимально припустимої) величини темпу приросту витрат, пов'язаних з експлуатацією певного виду ресурсу підприємства, за певного прогнозного темпу приросту ефективності використання даного ресурсу, необхідно дотримуватися умови незмінності сукупної величини прибутку підприємства.

Може існувати багато різних співвідношень між темпами росту заробітної плати робітників підприємства та темпами росту його прибутку. Одним з можливих варіантів при цьому є рівність темпів приросту двох вищезазначених показників.

Подальші дослідження вимагають побудови системи математичних моделей, за допомогою яких можна було б встановити раціональне співвідношення між темпами зростання ефективності використання виробничих ресурсів підприємства та темпами зростання витрат, пов'язаних з експлуатацією цих ресурсів

### **Список використаних літературних джерел:**

1. *Формування та використання трудового потенціалу промислового підприємства / Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.09.01 / Т.В. Синиця; Харк. держ. екон. ун-т. — Х., 2004. — 20 с. — укр.* 2. *Козаченко Г.В., Погорелов Ю.С., Хлап'юнов Л.Ю., Макухін Г.А. управління затратами підприємства. - Монографія. — Київ: Лібра, 2007. — 320с.* 3. *Гавкалова Н.Л., Зубчинська Н.М. Інвестування в персонал як основа ефективного управління // Формування ринкової економіки. - 2005. — Спец.вип. — с. 39-42.* 4. *Семенов А.Г. Мотивація трудової діяльності на підприємстві // Держава та регіони. — 2007. - №1. - с. 303-310.* 5. *Чугай О. Фактор персоналу у стратегічному управлінні зовнішньоекономічною діяльністю // Зовнішня торгівля: право та економіка. — 2007. - №3. — С.65-69.* 6. *Гребінська С.І. Інноваційні системи оплати праці та її мотивація на промислових підприємствах // Наука й економіка. — 2008. - №1. — С. -160-164.*

**УДК 336.761.5**

**А.М. Левенко**

ДНВЗ «Київський Національний Економічний Університет ім. В. Гетьмана»

## **ІНДИКАТОРИ КРИЗИ ФОНДОВОГО РИНКУ**

© А.М. Левенко, 2009

**Криза фондового ринку, або біржова криза – тема, що викликає численні суперечки. Одною з її характерних особливостей є раптовість. Втім, існує кілька ознак, що можуть допомогти передбачити близьку біржову кризу.**

Біржова криза - це раптове різке зниження цін акцій на значній частині фондового ринку. Часто біржовій кризі передують банківська або валютна криза. Наприклад, в ході розвитку глобальної кризи 2008 року різкому падінню котирувань цінних паперів на фондових біржах передувала банківська криза, викликана масовими неплатежами за іпотечними заборгованостями. Втім, біржові кризи, як і валютні, і банківські, можуть бути викликані не лише глибинними економічними факторами, але й панікою. Імовірність паніки на фондовій біржі навіть більша, ніж у банківському секторі або на валютному ринку: з одного боку, тут значно більше спекулянтів, з іншого – значно менше органів контролю, тому рефлексивність на цьому ринку є значно вищою, ніж деінде. Рефлексивність є основною перешкодою на шляху аналітика, що намагається спрогнозувати майбутню біржову кризу. Втім, існують певні ознаки, що дозволяють у той чи інший момент запідозрити потенційну небезпеку.

По-перше, кризі на фондовому ринку завжди передують значне зростання котирувань акцій – так званий пузир. Пузир – це специфічне явище, викликане саме рефлексією ринку цінних паперів:

зростання котирувань викликається не якоюсь подією на фондових чи реальних ринках (хоча така причина може дати перший поштовх руху цін), а спекулятивними очікуваннями гравців фондового ринку. Звичайно, стопроцентно достовірного методу діагностики пузиря немає, оскільки не існує захищеної «абсолютної» вартості компаній, акції яких зростають у ціні. Втім, декілька способів все ж існує. Один з найбільш дієвих – використання показника Earnings per Share. Загалом вважається нормою, коли прибуток компанії окупає вартість акції за 7-12 років. Зауважимо, що мова тут йде не про дивіденди, яких компанія може в принципі не виплачувати, а про сам чистий фінансовий результат діяльності компанії. Втім, у періоди буму цей показник може сягати 50-75 років, а для окремих компаній – більше 500 років(!). Це означає, що ці акції вже непридатні для інвестування – жоден інвестор не погодиться вкладати гроші із таким великим періодом окупності. Єдине, для чого можуть використовуватись такі цінні папери – спекуляції. Якщо на ринку цінних паперів склалася ситуація, коли більшість фінансових інструментів є непридатними для інвестування, це означає, що ринок знаходиться у фазі пузиря, за яким неодмінно послідує падіння. Відповідно, відібравши декілька компаній (наприклад, компаній, що входять в індекс Dow Jones) і порівнявши їх дохідність із ціною їх акцій, можна вчасно вловити момент, коли ринок знаходиться у стані пузиря.

Також у якості індикатора потенційних негараздів на фондовому ринку може використовуватися леверидж. Леверидж – це проведення операцій з цінними паперами з використанням кредитних коштів, його конкретний прояв – маржинальна торгівля, або торгівля з плечем. В наш час торгівля з кредитним плечем є дуже розповсюдженим явищем і слід зазначити, що застосовують її лише спекулянти – адже одною з умов цього виду фінансування є обов'язкове закриття позиції. Втім, вона приховує значну небезпеку. По-перше, така торгівля значно підвищує обсяг коштів, з яким працює спекулянт. По-друге, такий вид торгівлі скорочує строк утримання певної позиції – коли ціна акцій падає настільки, що збитки «з'їдають» значну частину власного капіталу («маржі») спекулянта, позиція закривається у примусовому порядку, що означає масовий продаж цінних паперів. Тут є два моменти, на яких слід зупинитись. Перший момент: «паніка» починається автоматично і за умови значно меншої амплітуди коливань ціни акцій. Другий момент – можливість створення низки прихованих «тригерів», як у випадку із заявками «стоп-лосс» (тільки ще небезпечніше). Таким чином, процес обвалу котирувань перекидається з одної компанії на іншу, з одного типу цінних паперів на інший, з одної країни на іншу, і т.п. Через ці причини леверидж є одною з причин біржових криз і водночас одним з індикаторів їх імовірності. Стежити за цим індикатором досить складно, але можна простежити за динамікою умов надання таких послуг. Так, якщо у 1974 році (коли ФРС почала регулювати обсяги левериджу) відсоток маржі був встановлений Федеральною Резервною Системою на рівні 50% (леверидж 1:2, тобто для того, щоб відкрити позицію на 20 доларів, спекулянт повинен був внести 10 доларів), то вже на початку нового століття звичайною практикою став леверидж 1:10 (на Forex – 1:100). Приблизно така ж динаміка була притаманна передкризовому періоду 1929 року: дрібні інвестори могли позичати близько 75% вартості куплених акцій, а великі – до 90%. Також корисним показником є статистика з обсягу маржинальних операцій і їх відсотку до загального обсягу операцій на біржах – деякі біржі розкривають таку інформацію. Так, наприклад, в період з січня 1928 по жовтень 1929 (тобто до початку Великої Депресії) обсяг заборгованості брокерів (який використовувався для надання ними кредитного плеча клієнтам, а також проведення власних операцій) зріс з 4.4 до 8.5 мільярдів доларів і склав 9.8% вартості усіх цінних паперів, що були представлені на Нью-Йоркській Фондовій Біржі; загальний обсяг боргів, наданих спекулянтам брокерами та безпосередньо банками, склав 18% вартості усіх цінних паперів, представлених на цій біржі.

Іншою небезпекою і водночас іншим індикатором потенційних негараздів на фондовому ринку є деривативи. Деривативи самі по собі є потенційним джерелом кризи на фондових ринках, недаремно Уоррен Баффет називав деривативи зброєю масового ураження. Починаючи з 1987 року саме деривативи були одною з головних причин більшості катаклізмів на фондових ринках – зокрема, у 1987 саме вони призвели до славнозвісного «чорного понеділка», що назавжди запам'ятався більш ніж 22% падінням індексу Dow Jones, призвели до розорення банку Barings (щоправда, тут також зіграло роль значне порушення організаційних правил банку), зробили значний внесок у колапс Enron, краху хедж-фонду LTCM і т.д. Складно переоцінити роль деривативів і у кризі 2008 року.

Справа, звичайно, не в самій економічній природі деривативів, похідні цінні папери є дуже корисним фінансовим інструментом, застосовуваним для зменшення ризиків учасників фондового та інших ринків. Втім, є кілька причин, які роблять сучасний ринок деривативів подібним до бомби із часовим механізмом. По-перше, ринок деривативів часто є **непрозорим**. Також внаслідок такої непрозорості ніколи точно невідомо, скільки ж деривативів «зав'язано» на один і той самий базовий актив. Це викликає другу проблему деривативів – **неконтрольований обсяг**. У кінці червня 2008 року загальний обсяг непогашених позабалансових деривативів складав (за номіналом) 683.7 трильйони доларів. Такий обсяг ринку деривативів окрім вже згаданого левериджа (до речі, відсоток маржі за операціями з деривативами був дуже низьким, особливо за CDS, де маржа приймала форму застави, яку залишав страховик страхувальникові і часто складала 1-2%) був досягнутий через ще один важливий фактор – **нерегульованість**, тобто відсутність або недостатність відповідного регулювання з боку держави. Тут мова йде про два основних нюанси: по-перше, загальноприйняті стандарти бухгалтерського обліку дозволяють банкам значно зменшувати обсяг резервів за наданими кредитами, якщо така дебіторська заборгованість захеджована за допомогою деривативів. При цьому не враховується вищенаведений фактор непрозорості великої частини ринку деривативів. Також завдяки такому положенню за допомогою деривативів банки мали можливість обходити положення міжнародної угоди Базель II, згідно якої власний капітал банку повинен складати не менше 8% активів. Другий нюанс – оскільки дериватив є нічим іншим, як парі між двома сторонами щодо настання чи ненастання певної події, ніяких вимог щодо необхідного резервування для компаній, що випускають деривативи, не існує. Невелике негативне коливання ціни на базовий актив може викликати справжній обвал на ринку деривативів, що (знов-таки через масове використання левериджу) викликає банкрутство хедж-фондів, банків та ін. Нарешті, є ще одна причина підривної сили деривативів, і вона як раз полягає у самій сутності цього інструмента. Справа в тому, що коли дериватив використовується з метою хеджування, відбувається **передання ризиків** від одної компанії іншій. При цьому, коли таке явище носить масовий характер і відбувається вільний обіг деривативів, ризик «розмазується» по всій фінансовій системі (з підприємств на хедж-фонди, з хедж-фондів на банки, з банків на страхові компанії і т.д.). З одного боку, у цьому, власне, і полягає користь хеджування, оскільки конкретна установа знімає з себе ризик. З іншого боку, в цьому і полягає небезпека деривативів, адже рано чи пізно трапляються навіть події, ризик настання яких є мізерним, і тоді через надзвичайну кількість заплутаних деривативних зв'язків вся фінансова система одразу зазнає удару. Отже, великий обсяг (такий, що в кілька разів перевищує обсяг ВВП) деривативів, непрозорість ринку деривативів та нестача регуляторів діяльності на цьому ринку є важливими індикаторами потенційної біржової кризи.

Ще одним індикатором критичної ситуації на фондовому ринку є спекулятивна банківська активність на ринку цінних паперів. Справа в тому, що банки за визначенням керують великими обсягами коштів своїх вкладників. Якщо істотний відсоток цих коштів використовується для спекуляцій на фондовому ринку, небезпека виникає як у самих банків (адже біржова криза у такому випадку одразу переходить у кризу банківську), так і для самого ринку – по-перше, через обсяг коштів проблеми у банківській сфері одразу переносяться у біржову сферу, по-друге, через те, що банки змушені реагувати на негативні зрушення у фондовому ринку дуже швидко через необхідність підтримання ліквідності (що може призвести до масового продажу цінних паперів і підштовхнути кризові явища). Прослідкувавши за активами найбільших, системоутворюючих банків, можна отримати чіткий сигнал щодо небезпеки на фондовому ринку, причому як показує практика, цей сигнал можна побачити заздалегідь. Якщо ми бачимо солідний відсоток активів більшості банків у цінних паперах (що можна відстежити через відповідні щорічні звіти банків), і при цьому ціна акцій підприємств перевищує дохід на акцію настільки, що період окупності інвестицій складає більше 7-12 років (що можна відстежити, взявши щорічні звіти підприємств, що входять, наприклад, у індекс Доу Джонса та відповідні котирування), ми можемо констатувати значну небезпеку настання біржової кризи.

Нарешті, банківська та валютна криза є також важливими ознаками біржової кризи – через надзвичайно тісний зв'язок між банківським сектором та фондовим ринком. Так, негаразди у банківській сфері (наприклад, криза неплатежів) можуть призвести до масового продажу банками

цінних паперів з метою підтримання ліквідності. При цьому у першу чергу будуть продаватись найбільш ліквідні цінні папери (через те, що банк від їх продажу втрачає найменше), що стимулюватиме зниження їх ціни і врешті решт може спровокувати біржову кризу. Валютна криза у країні призводить до різкого зниження вартості активів підприємств даної країни, а також підвищення ризикованості вкладень у підприємства цієї країни, що одразу відображається на вартості цінних паперів цих підприємств і спричиняє масовий продаж (який через розглянуті вище фактори може легко перекинутись на «здорові» підприємства).

УДК:338.2

О.О. Лопата

Національний університет «Львівська політехніка»

## РОЛЬ УДОСКОНАЛЕННЯ “ФІНАНСОВОГО ЗАХИСТУ” В ІНТЕГРАЦІЇ УКРАЇНИ ДО ЄС

© О.О. Лопата, 2009

Поступове включення України до процесів глобалізації світової економіки та її становлення, як незалежного суб'єкта міжнародної економічної діяльності, все сильнішою мірою підпадає під вплив зовнішніх економічних чинників, який притаманний усім елементам економічної взаємозалежності країн. Внаслідок цього, все більшого поширення набувають такі поняття як економічна та фінансова безпека держави, їх роль в дотриманні стабільного функціонування всієї економічної системи держави, та залучення до світових інтеграційних процесів. Фінансова безпека, а саме її рівень, повинні відповідати певним критеріям, не тільки для офіційної інтеграції в інтернаціональні структури, але і першочергово для захисту власних національних інтересів. Низький рівень фінансової безпеки - це в першу чергу велике слабе місце в сфері національної економіки конкретної держави, а в другу чергу це вразливе місце фінансової системи всієї наднаціональної структури, якщо ця країна з такою “проблемою” до неї входить.

Суттєвим елементом фінансової безпеки держави є витратний елемент бюджетної політики, який дає змогу доцільною мірою вести політику резервування. Постійне зростання зовнішньої заборгованості нашої держави за 1994-2009 роки, інфляційні кризи знизили значною мірою обсяг валютних резервів НБУ і на сьогоднішній день вони становлять близько \$9.254 млрд. Стурбованість викликає та обставина, що річний обсяг виплат, який мав відбутись до реструктуризації майже в два рази перевищував обсяг резервів. Досвід показує, що не останню роль у валютному резервуванні країни відіграє її торгівельна взаємозалежність з провідними експортерами. Якщо торгівля України з ЄС становить більший процентний обсяг, ніж обсяг торгівлі з США, то є доцільним зосередитись на валютному резервуванні саме в євро, зменшивши відповідно обсяг доларових резервів. Так, наприклад, Китай, посідаючи друге місце в світі за обсягом валютних резервів, має близько 198 млрд дол., і лише 20 % з них - в європейських валютах. Серед основних переваг бюджетного процесу в Україні можна відзначити ту обставину, що в Україні вперше за роки незалежності прийнято бездефіцитний бюджет на 2000 рік за прем'єрства теперішнього президента. З точки зору фінансової безпеки це є великим кроком уперед, адже, якщо уряд витратить більше, ніж одержуватиме, це і надалі посилюватиме інфляційний тиск на економіку держави і послабить стабільність валюти по відношенню до зовнішніх факторів впливу. З метою недопущення цього НБУ вимушений зберігати відсоткові ставки на високому рівні (реальну облікову ставку було понижено з 35% до 31% лише з 1 лютого поточного року), внаслідок чого приватний сектор знижує обсяги інвестування в економіку. До цього часу значний обсяг бюджетного дефіциту, якщо не стримував зарубіжних інвесторів, то принаймні змушував їх вимагати високих процентних ставок, чи премій за ризики інвестування. Тут виникає два варіанти: державні витрати фінансуються за рахунок оподаткування, чи за рахунок дефіциту бюджету і зовнішніх запозичень. У першому випадку збільшення податкових ставок стримує приватних інвесторів внаслідок незначної прибутковості інвестицій. В свою чергу, запозичення збільшують попит на позики і піднімають процентні ставки. Обидва варіанти призводять