

## ПРОБЛЕМИ ЕМІСІЙНОЇ ПОЛІТИКИ АВІАПІДПРИЄМСТВ ТА МОЖЛИВІ ШЛЯХИ ЇХ ПОДОЛАННЯ

*У статті розглядаються питання підвищення ефективності емісійної політики підприємств повітряного транспорту з точки зору зменшення транзакційних витрат інвесторів.*

**І. Постановка проблеми.** Період 1991-2007 рр. позначений докорінною зміною соціально-економічних відносин, утвердженням принципово нової економіки. Фактично з нульової позначки сформовано її головні атрибути - фінансову, грошову, бюджетну, банківську, митну та інші системи, які в сукупності визначають економічну інфраструктуру незалежної держави. За ці роки демонтовано основні підвалини адміністративно-командної системи економічних відносин. Особливо відчутним став перелом у реформуванні відносин власності. Нині понад 80% від загального обсягу промислової продукції виробляється недержавними підприємствами. Здійснено роздержавлення сфери будівництва та транспорту, на приватних засадах розвиваються підприємства торгівлі. Так само і галузь повітряного транспорту піддалася радикальному перетворенню. Дотації попередньої епохи зникли, а комерційні принципи вимагають, щоб транспортні підприємства виступали в якості самостійних господарських одиниць, що працюють в умовах конкуренції.

Стратегією економічного та соціального розвитку України на 2004-2015 рр. визначено чіткий перелік науково обґрунтованих завдань остаточного виведення економіки на траєкторію гарантованого зростання через посилення дієздатності держави та подальше поглиблення ринкових реформ. Стратегія спрямована на утвердження європейських принципів та механізмів соціально орієнтованої структурно-інноваційної моделі економічного розвитку. Зрештою, йдеться про глибоку модернізацію української економіки, підвищення її конкурентоспроможності, що має стати визначальною передумовою реалізації складних завдань сталого розвитку, що визначаються світовим співтовариством

як стратегія розвитку в ХХІ столітті.

Виконання поставлених завдань вимагає від вітчизняних підприємств створення такого господарського механізму, який би забезпечив ефективне управління діяльністю підприємства і сприяв підвищенню конкурентоспроможності.

Бюджетна система управління, все частіше розглядається як ефективна технологія, що здатна вирішувати наступні задачі:

1. створення основи для фінансового управління бізнесом;
2. зростання ефективності використання власних ресурсів, активів підприємства;
3. забезпечення „фінансової прозорості”;
4. підвищення рівня фінансової дисципліни, стимулювання ефективної роботи підрозділів;
5. обґрунтованість виділення фінансових ресурсів за окремими напрямками;
6. проведення моніторингу фінансової ефективності підрозділів і видів бізнесу;
7. контроль за зміною фінансової ситуації, підвищення фінансової стійкості, підвищення стабільності фінансового стану підприємства.

Крім названих, бюджетний метод управління підприємством дозволяє вирішувати таку задачу, як створення можливості для оцінки потенціальними інвесторами привабливості підприємства чи окремих напрямків його діяльності, а також сприяє зниженню трансакційних витрат підприємства.

**II. Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанням дослідження різних підходів щодо підвищення ефективності управління інвестиційною діяльністю підприємства присвячена значна кількість теоретичних досліджень і практичних рекомендацій вітчизняних вчених-економістів: І.А. Бланка, А.А. Пересади, В.Г. Федоренка. Першим, хто виявив наявність трансакційних витрат, є Рональд Коуз, що написав по даній темі роботу "Природа фірми" ще у 1937 році [2]. Існують також численні роботи, що використовують основні положення теорії трансакційних витрат стосовно емісії цінних паперів. Серед таких робіт можна відзначити праці А. Гомеса, С. Датта, М. Іскандар-Датта, С. Ламмера, Х. Леланд, Р. Мазуліса, М. Пагано, Ф. Панетті, Р. Райана, Е. Екбо й інших.

Разом з тим питання зниження трансакційних витрат та ефективного управління інвестиційною діяльністю підприємства за умов трансформаційної економіки недостатньо розроблені й потребують подальшого вивчення.

**III. Невирішена раніше частина загальної проблеми.** Перехід управління діяльністю авіапідприємства на якісно новий рівень передбачає необхідність опанування цілим комплексом питань, що пов'язані із специфікою інвестиційного процесу. Тому виникає необхідність у розробці та формуванні комплексного механізму управління діяльністю по залученню інвестицій підприємством. Насамперед, подібний механізм повинен охоплювати аналіз різноманітних факторів, що впливають на процес інвестування, регламентувати розробку, обґрунтування і реалізацію управлінських рішень щодо управління інвестиційною діяльністю.

Крім того, система управління підприємством повинна бути готова до майбутніх змін у зовнішньому середовищі діяльності підприємства, тобто мати змогу забезпечити баланс інтересів із суб'єктами зовнішнього середовища (або іншими словами знизити трансакційні витрати підприємства) та забезпечити адаптивність підприємства до факторів впливу зовнішнього середовища для зміцнення або збереження ринкової позиції підприємства.

В рамках даної статті зупинимося на розгляді проблеми підвищення ефективності залучення інвестицій шляхом зниження трансакційних витрат за допомогою використання бюджетного методу управління.

**IV. Мета статті і виклад основного матеріалу.** Для того, щоб відповідати названим вимогам і успішно протистояти зростаючій конкуренції, підприємствам повітряного транспорту необхідна постійна модернізація. Тому існує гостра необхідність пошуку нових джерел фінансування розвитку галузі повітряного транспорту.

Так, багато підприємств повітряного транспорту України змінили свою форму власності з державної на акціонерну (див. табл. 1) [4], що, у більшості випадків, позитивно вплинуло на їх діяльність.

**Таблиця 1**

**Структура організаційно-правової форми авіакомпаній та аеропортів  
України**

Організаційно-	Авіакомпанії (експлуатанти) України	Аеропорти України
----------------	--	-------------------

правова форма	Кількість підприємств, од.	% від загальної кількості	Кількість підприємств, од.	% від загальної кількості
Державне підприємство	8	22%	5	17%
Комунальне підприємство	-	-	19	63%
Відкрите акціонерне товариство	5	13%	4	13%
Закрите акціонерне товариство	10	27%	-	-
Товариство з обмеженою відповідальністю	14	38%	2	7%
Всього	37	100%	30	100%

У закордонній практиці одним з найважливіших механізмів залучення підприємствами коштів є емісія цінних паперів. В останні роки і в Україні намітився ряд позитивних тенденцій до розвитку практики емісії цінних паперів як механізму залучення грошових ресурсів. Як приклад, можна навести найбільші вітчизняні авіакомпанії - закрите акціонерне товариство “Аеросвіт” та спільне закрите акціонерне товариство “Міжнародні авіалінії України”, які успішно застосували такий механізм залучення коштів. Зараз на ці авіакомпанії припадає виконання майже половини всіх пасажирських перевезень, і вони продовжують нарощувати їх обсяги.

На сьогоднішній день, в Україні працює 15 авіакомпаній і 4 аеропорти (відповідно 40% і 13% до загальної кількості підприємств), які мають акціонерну форму власності і 8 авіакомпаній і 5 аеропортів (відповідно 22% і 17% до загальної кількості підприємств), які мають державну форму власності та 19 аеропортів (63% до загальної кількості аеропортів) комунальної власності. Тому, доцільним є постановка питання щодо проведення подальшого акціонування авіакомпаній та аеропортів України, для забезпечення можливості залучення фінансових ресурсів шляхом проведення емісії цінних паперів.

Як відомо, основною метою емісійної політики підприємства є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу фінансових засобів у мінімально можливий термін. Розглянемо механізм залучення фінансових ресурсів на

конкретному прикладі. Так, був запропонований на продаж пакет акцій ВАТ “Національні авіалінії України”, який склав 100% статутного фонду підприємства, в який входить 37 455 600 акцій номінальною вартістю 0,25 грн. за одиницю. Початкова ціна пакету – 9 мільйонів 400 тисяч гривень. При цьому, у відповідності до умов конкурсу покупець повинен погасити прострочену дебіторську заборгованість ВАТ по заробітній платні робітникам підприємства у сумі 4 мільйона 800 тисяч гривень. Покупець також зобов’язується погасити заборгованість ВАТ за кредитами, що були надані комерційними банками, в сумі 2 мільйона гривень, крім того переможець конкурсу повинен реалізувати програму технічної реконструкції підприємства, передбачивши ремонт авіаційної техніки на суму 1,4 мільйона гривень і зобов’язується зберегти профіль діяльності підприємства і не допускати звільнення робітників. [6] Однак, не важко зрозуміти, що дана пропозиція не є досить привабливою для потенційних співвласників. Адже досить погане технічне оснащення, застарілий авіаційний парк, а на додачу до цього ще й необхідність погасити борги підприємства ставить під сумнів, що покупка акцій ВАТ “Національні авіалінії України” принесе дохід їх власникам. Хоча не можна не згадати досить вдалий досвід продажу акцій російських компаній при майже подібних умовах.

Отже, механізм управління діяльністю підприємства, щодо залучення інвестицій повинен бути представлений як цілісна організаційно-економічна система, що є складовою частиною в загальній структурі господарського механізму підприємства.

Механізм управління інвестиційною діяльністю складається з науково-технічних, інформаційних, соціально-економічних, організаційно-управлінських, виробничих, нормативно-правових, тактичних, стратегічних та інших взаємозалежних елементів, що забезпечують досягнення виробничих цілей. Виходячи з цього, механізм управління інвестиційною діяльністю має бути спрямований на мотивацію і цілеспрямоване використання організаційних форм управління. Механізм управління інвестиційною діяльністю складається із детально запланованої послідовності інвестиційних заходів і включає наступні складові:

- визначення макроекономічних умов здійснення інвестиційної діяльності;
- попередню діагностику внутрішнього середовища;
- розробку інвестиційної стратегії;
- розробку інвестиційної програми;

- механізм оцінки ефективності інвестиційної програми;
- механізм коригування інвестиційної програми.

Вище перераховані складові механізму управління інвестиційною діяльністю є взаємозалежними і достатніми для його успішного функціонування.

При розв'язанні завдань, які ставляться перед механізмом управління інвестиційною діяльністю, необхідно враховувати: визначення привабливості пріоритетних напрямків для сталого економічного розвитку підприємства, інноваційну спрямованість інвестиційної діяльності; забезпеченість різними видами ресурсів у достатніх обсягах, перед усім фінансовими, стан та розвиток інвестиційного середовища.

Прийняття рішень по інвестиційних проектах ускладнюється різними факторами: вид інвестицій, вартість інвестиційного проекту, множинність доступних проектів, обмеженість фінансових ресурсів, доступних для інвестування, ризик, зв'язаний із прийняттям того чи іншого рішення. Отже, існує безліч варіантів емісії, кожний з яких відрізняється унікальним набором параметрів (наприклад, вид цінного папера і набір прав, що закріплюються за її власником, форма і порядок розміщення і т.д.) і підприємству необхідно обрати такий варіант, який би забезпечував максимальну ефективність інвестиційної політики.

Однією з задач емітента при емісії цінних паперів є прийняття таких рішень, які б відповідали фінансовим потребам підприємства, а також, не сприяли б збільшенню трансакційних витрат інвесторів.

Джерелом утворення трансакційних витрат є конфлікти інтересів, що обумовлюються прагненням кожного агента максимізувати власну (особисту) вигоду і підкріплюються обмеженими здібностями економічних агентів у прийнятті найбільш раціональних рішень через неможливість володіння повною інформацією і неможливості завжди використовувати весь обсяг своїх інтелектуальних можливостей (наприклад, через недолік часу чи небажання витрачати час).

Трансакційні витрати, що виникають як наслідок конфліктів інтересів, виражаються в зниженні ефективності діяльності економічних агентів, у перерозподілі економічного ефекту від одного агента до іншого. Усвідомлюючи це, постачальники грошових ресурсів (інвестори) будуть визначати ринкову вартість цінних паперів з урахуванням даних витрат.

Таким чином, трансакційні витрати проходять оцінку реальними і

потенційними акціонерами, що відбивається на ринковій вартості акцій. Підприємство-емітент же може впливати на конфлікти інтересів і, отже, впливати на ринкову вартість цінних паперів шляхом прийняття визначених рішень по емісії цінних паперів і їхньої практичної реалізації, що здатні змінити рівень конфліктності інтересів і трансакційних витрат акціонерів. Здійснення емісії цінних паперів з тими чи іншими параметрами може як збільшити, так і зменшити конфлікти інтересів, рівень трансакційних витрат інвесторів, викликаних даними конфліктами, і, отже, відіб'ється на ринковій вартості цінних паперів як нової емісії, так і паперів, що вже знаходяться в обертанні.

Визначимо склад економічних агентів, чиї взаємини і конфлікти інтересів важливі через їхній вплив на трансакційні витрати інвесторів. Даними агентами є: менеджер підприємства, великі і дрібні акціонери, кредитори - власники облігацій. Однак нас цікавлять вони не самі по собі, а їхні взаємини, конфліктність їхніх інтересів і вплив конфліктів на рівень трансакційних витрат, зв'язані з інвестуванням у цінні папери підприємства.

Трансакційні витрати - це різного роду економічні втрати у виді прямих збитків, недоотриманого прибутку, причинами яких є вищезгадані конфлікти інтересів. Економічними агентами, що несуть дані витрати, є інвестори, що вкладають кошти в цінні папери підприємства. Розглянемо поведінку таких економічних агентів як власники облігацій і дрібні акціонери.

Оскільки дрібні акціонери і кредитори-власники облігацій діють в умовах їхніх обмежених здібностей до прийняття найбільш раціональних рішень через відсутність у них повної інформації і неможливості використовувати весь обсяг своїх інтелектуальних можливостей, вони не здатні точно оцінити обсяг трансакційних витрат, зв'язаних з володінням цінними паперами.

Оцінивши рейтинг трансакційних витрат дрібних акціонерів і кредиторів-власників облігацій, емітент повинний у такий спосіб вибрати параметри передбачуваної емісії (наприклад, вид цінних паперів, обсяг прав, що закріплюються за цінним папером, метод розміщення), щоб це не привело, принаймні, до істотного збільшення очікуваного рейтингу трансакційних витрат.

При прийнятті рішень, зв'язаних з емісією цінних паперів, необхідно, насамперед, стежити за зміною ряду факторів - сигналів, що безпосередньо залежать від даних рішень і які сигналізують інвесторам про їх трансакційні витрати.

Унаслідок цього доцільно використовувати рейтинговий підхід, що дає відносну оцінку рівня трансакційних витрат на основі аналізу факторів - сигналів, зіставляючи на їхній основі цінні папери різних видів і різних емітентів.

З метою кількісного виміру рейтингів трансакційних витрат були виділені наступні фактори - сигнали:

1. для визначення трансакційних витрат дрібних акціонерів:
  - фактори - сигнали першої групи: захист прав і інтересів дрібних акціонерів у законодавстві; ефективність правозастосування; якість розкриття інформації;
  - фактори - сигнали другої групи: частка генерального директора; концентрація власності;
  - фактор - сигнал третьої групи: моніторинг банків і інших кредиторів.
2. для визначення трансакційних витрат кредиторів - власників облігацій:
  - фактори - сигнали захисту прав і інтересів кредиторів у законодавстві;
  - ефективності правозастосування.

Дані фактори - сигнали можуть свідчити про рівень трансакційних витрат інвесторів.

Існує методика [3], що дозволяє підприємству порівняно легко й оперативно оцінити рейтинг трансакційних витрат дрібних акціонерів і кредиторів - власників облігацій, і розрахувати прогностні значення даного рейтингу при прийнятті тих чи інших рішень по емісії цінних паперів.

Для розрахунку рейтингів трансакційних витрат дрібних акціонерів і кредиторів - власників облігацій необхідно здійснити наступні дії:

1. Попередньо розрахувати значення факторів - сигналів для визначення величин рейтингів трансакційних витрат, у т.ч.

а) Визначити бальне значення захисту прав акціонерів у законодавстві. (Значення може варіюватися від 0 до 7.)

б) Визначити бальне значення захисту прав кредиторів у законодавстві. (Значення може варіюватися від 0 до 4).

в) Визначити бальне значення ефективності застосування законодавства. Для розрахунку необхідні окремі значення параметрів Міжнародного посібника з композитних ризиків країн (Composite International Country Risk Guide, ICRG) компанії PRS Group. (Рейтингове значення може варіюватися від 0 до 16).

г) Визначити бальне значення розкриття інформації підприємством. (Значення даного бала варіюється в діапазоні від 0 до 50.)



д) Визначити частку акцій підприємства, що знаходяться у власності генерального директора. Якщо ця частка виявиться менше 5% акцій, то фактор - сигнал частки генерального директора дорівнює 0, а якщо дорівнює чи більше 5%, то 1.

е) Розрахувати індекс кількості великих акціонерів підприємства. Для цього визначити кількість великих акціонерів підприємства. Великим є акціонер, що володіє не менш 5% акцій підприємства. Далі на основі кількості акціонерів визначити індекс кількості акціонерів у такий спосіб: якщо в підприємства немає великих акціонерів, то значення індексу дорівнює 0. Якщо будь-яке інше значення від 1 до 20, то індекс розраховується: 21 мінус кількість великих акціонерів. Значення індексу кількості великих акціонерів може варіюватися від 0 до 20.

ж) Розрахувати процентне значення сукупної частки усіх великих акціонерів. (Значення даного показника може варіюватися від 0 до 100%).

2. При використанні рейтингів трансакційних витрат для прийняття рішень по емісії цінних паперів доцільно керуватися окремо рейтингами трансакційних витрат дрібних акціонерів  $S_a$  і кредиторів-власників облігацій  $S_o$ . Причому рейтинг  $S_a$  також можна розділити на складові, утворені відповідно на основі значень факторів - сигналів першої групи і факторів - сигналів другої групи. Рейтинг же трансакційних витрат кредиторів - власників облігацій  $S_o$  ґрунтується тільки на факторах - сигналах захисту прав і інтересів кредиторів у законодавстві.

Сукупний рейтинг трансакційних витрат інвесторів  $S$  є сумою двох даних рейтингів ( $S_a$  і  $S_o$ ). Діапазон зміни сукупного рейтингу трансакційних витрат для підприємства - від 0 до 200. Чим вище значення, тим нижче трансакційні витрати.

Таким чином, необхідно з безлічі варіантів емісії, кожний з яких відрізняється унікальним набором параметрів (наприклад, вид цінного папера і набір прав, що закріплюються за її власником, форма і порядок розміщення і т.д.) вибрати такий варіант, який би забезпечував максимальне значення рейтингу  $S$ .

Якщо керуватися даною методикою, то однієї з задач емітента при випуску цінних паперів є прийняття таких рішень по емісії, які б відповідали не тільки фінансовій і іншій потребам підприємства, але і, принаймні, не сприяли б збільшенню трансакційних витрат інвесторів.

Можна виділити основні проблеми, зв'язані з трансакційними витратами дрібних акціонерів і кредиторів - власників облігацій, що існують в Україні. У нашій країні жоден з механізмів, покликаних обмежувати трансакційні витрати (концентрація власності, розкриття інформації, захист прав і інтересів інвесторів законодавством, моніторинг із боку банків і інших кредиторів), не розвинений (чи, принаймні, не досить розвинутий). Сучасна ситуація характеризується одночасно як слабким рівнем захисту прав і інтересів інвесторів законодавством (особливо, у частині ефективності правозастосування), нерозвиненістю ринку цінних паперів, недосконалістю практики розкриття інформації, обмеженістю моніторингу кредиторів.

Для того, щоб підприємства - емітенти могли використовувати ринок цінних паперів для залучення грошових ресурсів (цьому повинне сприяти зниження трансакційних витрат), необхідна реалізація практичних заходів по ряду напрямків:

1. для держави і її регулятивних органів на ринку цінних паперів:
  - посилення контролю за виконанням законодавства, вироблення судової практики в області законодавства по захисту прав інвесторів;
  - удосконалення вимог до розкриття інформації, розвиток інфраструктури по розкриттю інформації;
  - навчання акціонерів принципам взаємовідносин з менеджментом, нормам корпоративного керування;
  - законодавче встановлення необхідності виплати дивідендів;
1. для підприємств, зацікавлених у залученні грошових ресурсів за допомогою фондового ринку:
  - добровільний перехід до більш твердих стандартів звітності і розкриття інформації в порівнянні з вимогами російського законодавства;
  - одержання лістинга на біржі для цінних паперів, що вже знаходяться в обертанні;
  - посилення ролі великих акціонерів і кредиторів у контролі за діяльністю підприємств;
  - використання політики залучення додаткових грошових ресурсів, що враховує необхідність зниження трансакційних витрат.

Однак у реалізації цих мір необхідно використовувати диференційований підхід до різних підприємств.

Так, підприємства повітряного транспорту, що утворилися, як правило, у

процесі приватизації, і в силу різних причин - мало привабливі для інвесторів, є найбільш проблемними з погляду рівня трансакційних витрат для акціонерів. Це визначається тим, що для таких підприємств майже не існує механізмів обмеження даних витрат: часто відсутні великі власники; немає ліквідного ринку для цінних паперів підприємства; підприємства не користуються довгостроковими позиками. Також акціонери даних підприємств, не маючи ніяких механізмів контролю за діяльністю менеджменту і можливостей продати свої акції, дозволяють генеральному директору безроздільно панувати на підприємстві, абсолютно не піклуючись про їхні інтереси.

Щоб зрушити з мертвої крапки дану ситуацію, необхідно реалізувати міри в наступних напрямках:

- включення цінних паперів даних підприємств у лістинг однієї з торгових площадок країни;
- вимагати від даних підприємств розкриття інформації про свою діяльність;
- нароботка практики судового захисту акціонерів;
- законодавче встановлення необхідності виплати дивідендів;
- використання політики залучення додаткових грошових ресурсів, що враховує необхідність зниження трансакційних витрат.

Розглянемо дані напрямки докладніше.

1. Включення цінних паперів даних підприємств у лістинг однієї з торгових площадок країни. До складу мір може входити розробка системи економічних стимулів, а, можливо, - і законодавче встановлення терміну, протягом якого дані підприємства повинні докласти всі зусилля для одержання лістингу.

Виникаючий при цьому контроль з боку організатора торгівлі, професійних учасників ринку цінних паперів і інвесторів, по-перше, дозволить дисциплінувати менеджмент підприємств, а саме - змусить їх суворіше дотримувати права акціонерів, розкривати інформацію, упорядкувати фінансову звітність, а, по-друге, - створить передумови для розвитку ринку цінних паперів даних акціонерних товариств, що надасть можливість акціонерам реалізувати свої вкладення, а підприємствам - залучити додаткові інвестиції.

2. Вимагати від даних підприємств розкриття інформації про свою діяльність. Необхідність застосування строгих вимог до розкриття інформації обумовлена тим, що, у більшості випадків, підприємства повітряного транспорту мають велике число дрібних акціонерів, які в індивідуальному

порядку не мають можливості оперативного ознайомлення з інформацією про діяльність підприємства. Законодавчо встановлений обов'язок представлення підприємством будь-якому акціонеру по його вимозі інформації і документів має на увазі лише досить тривалу бюрократичну процедуру письмового запиту. Особливу проблему складає одержання інформації про такі підприємства для акціонерів, що не є його працівниками.

3. Опрацювання практики судового захисту акціонерів. Однією з найбільш важливих проблем трансакційних витрат інвесторів в Україні є вкрай низька ефективність застосування законодавства. Отже, у даному напрямку необхідні самі рішучі реформи, і, насамперед, реформа судової системи. Крім того, судові процеси, що відбуваються по справах конфліктів між акціонерами, між акціонерами і підприємством чи його менеджментом, повинні підлягати суспільному розголосу.

4. Законодавче встановлення необхідності виплати дивідендів. В даний час відповідно до вітчизняного законодавства у підприємств - акціонерних товариств немає обов'язку виплачувати які-небудь дивіденди.

Однак через те, що дрібні акціонери підприємств часто не одержують ніяких доходів від своїх вкладень і при цьому не мають можливості прийняти які-небудь міри для зміни даної ситуації (через відсутність ринку для своїх цінних паперів і недостатності прав контролю), законодавче встановлення необхідності дивідендних платежів дозволить, по-перше, трохи знизити трансакційні витрати акціонерів, по-друге, частково вирішити зазначену проблему одержання доходів, по-третє, оцінювати акції виходячи з їхньої здатності генерувати реальні грошові потоки (дивіденди).

Зниження трансакційних витрат виникає через те, що при виплаті дивідендів у розпорядженні менеджменту підприємства залишається менше засобів, що можуть бути ними використані на цілі, які не відповідають інтересам акціонерів.

5. Політика залучення додаткових грошових ресурсів повинна також враховувати необхідність зниження трансакційних витрат. Для таких підприємств найкращим є випуск звичайних акцій по закритій підписці, оскільки це веде до збільшення концентрації власності.

**V. Висновки.** Підбиваючи все вищесказане, можна зробити наступні висновки: сьогодні все більш актуальним для підприємств повітряного транспорту України становиться виявлення і вирішення проблем, що

перешкоджають використанню ринку цінних паперів для залучення грошових ресурсів. У закордонній практиці одним з найважливіших механізмів залучення підприємствами коштів є емісія цінних паперів. При цьому зниження трансакційних витрат інвесторів є запорукою підвищення інтенсивності використання ринку цінних паперів як механізму залучення грошових ресурсів.

Приймаючи рішення щодо емісії цінних паперів підприємство - емітент провівши оцінку трансакційних витрат інвесторів, на додаток до існуючих методів конструювання цінних паперів, має можливість підвищити в такий спосіб ефективність емісії, тобто вплинути на ринкову вартість цінних паперів як нової емісії, так і цінних паперів, що вже знаходяться в обертанні.

### Список літератури

1. Гарнер Д., Конвей Р., Оуэн Р. Привлечение капитала: Пособия Эрнст энд Янг. - М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. - 464с.
2. Коуз Р. Фирма, рынок и право. - М.: Дело, 1993
3. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - 536с.
4. За даними управління розвитку та сертифікації аеропортів України та відділу сертифікації експлуатантів.
5. За матеріалами науково – практичної конференції “Затвердження інноваційної моделі розвитку економіки України”.
6. [www.avia.ru](http://www.avia.ru) Авиационная Баннерная Сеть.
7. [www.mintrans.gov.ua](http://www.mintrans.gov.ua) Міністерство транспорту та зв'язку України.