

**Міністерство освіти і науки України
Київський національний торговельно-економічний
університет**

Л.С. Селіверстова

ФІНАНСИ КОРПОРАЦІЙ

Монографія

Київ 2013

**Розповсюдження і тиражування без офіційного дозволу КНТЕУ
заборонено**

УДК 658.1
ББК У290-93
С29

Автор Л.С. Селіверстова, канд. екон. наук, доц.

Рецензенти: І.В. Запатріна, д-р екон. наук, проф. (Київський національний торговельно-економічний університет);
І.Г. Лук'яненко, д-р екон. наук, проф. (Національний університет «Києво-Могилянська академія»);
Л.В. Лисяк, д-р екон. наук, проф. (Дніпропетровська державна фінансова академія)

*Рекомендовано Вченою радою Київського національного
торговельно-економічного університету
(протокол № 2 від 17 вересня 2013 р.)*

Селіверстова Л.С.

С29 Фінанси корпорацій : монографія / Л.С. Селіверстова. –
К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2013. – 320 с.
ISBN 978–966–629–659–0

Розглянуто фінансову політику в системі корпоративного управління, становлення фінансового механізму забезпечення діяльності корпорацій. Розкрито теоретичні та методологічні засади формування фінансів у корпоративному секторі економіки. Узагальнено зарубіжний досвід формування фінансів корпорацій у країнах з розвинутою і трансформаційною економікою. Визначено концептуальні засади управління фінансами корпорацій. Розвинуто інституційний підхід до планування та прогнозування фінансової діяльності корпорацій, оцінено фінансову результативність корпоративного сектору економіки. Розроблено структурно-функціональну модель системи управління фінансами корпорацій, обґрунтовано пріоритети розвитку фондового ринку, методологічні засади інвестиційної політики.

Для наукових працівників, викладачів та студентів вищих навчальних закладів.

**УДК 658.1
ББК У290-93**

ISBN 978–966–629–659–0

© Селіверстова Л.С., 2013
© Київський національний торговельно-
економічний університет, 2013

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
Розділ 1. Теоретико-методологічні засади	
формування фінансів корпорацій	8
1.1. Сутність фінансів у корпоративному секторі економіки.....	8
1.2. Методологічні засади управління фінансами корпорацій.....	43
1.3. Фінанси корпорацій у країнах з розвинутою і трансформаційною економікою.....	55
Розділ 2. Система управління фінансами корпорацій	99
2.1. Інституційний підхід до планування та прогнозування фінансової діяльності корпорацій.....	99
2.2. Оцінювання фінансової діяльності корпорацій.....	117
2.3. Структурно-функціональна модель системи управління фінансами корпорацій.....	133
Розділ 3. Розвиток корпоративних фінансових відносин в Україні ...	147
3.1. Становлення фінансового механізму в системі корпоративного управління.....	147
3.2. Фінансова результативність корпоративного сектору економіки	159
3.3. Напрями розвитку системи фінансово-кредитного забезпечення діяльності корпорацій.....	172
Розділ 4. Інвестиційна політика як складова	
системи управління фінансами корпорацій	178
4.1. Інвестиції корпорації як складова системи управління фінансами	178
4.2. Фінанси корпорацій в умовах трансформації інвестиційної діяльності.....	194
4.3. Пріоритети розвитку вітчизняного фондового ринку.....	210
Розділ 5. Формування фінансової політики	
в системі управління корпорацій	237
5.1. Концептуальні засади управління фінансами корпорацій.....	237
5.2. Управління капіталом та прибутком корпорації як складової фінансової політики.....	265
5.3. Кредитний механізм у системі управління фінансами корпорацій	277
5.4. Фінансова політика як інструмент підвищення конкурентоспроможності корпоративного управління	293
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	299

ВСТУП

У процесі поступового реформування вітчизняної економіки посилюється увага до ефективного функціонування корпорацій як однієї з базових засад економічної стабільності країни. Концентрація капіталу в корпораціях сприяє забезпеченню сприятливих умов для управління їх фінансовими ресурсами з метою ефективного контролю за цільовим використанням грошових ресурсів, підвищення інвестиційної привабливості корпорацій. У світі корпорації забезпечують велику кількість робочих місць, значні податкові надходження, вагомий внесок у валовий внутрішній продукт. Практика функціонування корпорацій в Україні доволі недосконала, що зумовлюється низкою причин: порівняно нетривалим періодом їх існування; прогалинами законодавчої бази з регулювання їх діяльності; використанням не в повному обсязі фінансових інструментів, поширених у зарубіжних країнах.

Фінанси посідають центральне місце в управлінні корпорацій. Фінанси корпорацій виконують такі функції, як формування, використання капіталу, доходів та грошових фондів, регулювання та контроль. До об'єктів управління фінансами корпорації належать грошові потоки і фінансові ресурси. Фінансова політика вирішує питання формування та залучення фінансових ресурсів, визначення оптимальної структури капіталу компанії, випуску нових цінних паперів, розроблення дивідендної політики. Фінансова політика корпорації тісно пов'язана з інвестиційною, що передбачає прийняття рішень про спрямування залучених фінансових ресурсів для отримання прибутку та збільшення капіталу.

Вивчення особливостей фінансової діяльності корпорацій в Україні та світі уможливить визначення стану вітчизняного корпоративного сектору, оцінювання перспектив його розвитку. Дослідження проблеми розвитку фінансів корпорацій сприятиме поглибленню розуміння механізму формування і функціонування ефективної системи управління фінансами корпорацій. Корпорації у країнах з розвинутою економікою

пройшли складний шлях розвитку акціонерної власності, удосконалення методів управління фінансами, формування структури капіталу та його інвестування. Тривалий час створювалось економічне середовище, де функціонують корпорації, формувалися засади державного регулювання з метою стимулювання розвитку ефективного ринку загалом та його важливого агента, яким є корпорація.

В Україні формування і розвиток фінансів корпорацій триває. У цьому зв'язку важливо запозичувати відповідний досвід корпоративних фінансів країн з розвинутою економікою, де вони сформувались і успішно функціонують. Корпоративне управління фінансами є передумовою і одним з основних елементів ефективної діяльності корпорацій, підвищення довіри до них інвесторів. Наявність ефективної системи корпоративного управління фінансами сприяє підвищенню вартості капіталу компаній, заохочує до якнайефективнішого використання ресурсів, що створює базу для їх економічного розвитку.

Корпоративне управління – це система взаємовідносин інвесторів – власників товариств (корпорацій), менеджерів та зацікавлених осіб з метою забезпечення ефективної діяльності корпорацій, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин. Важливість корпоративного управління для товариств полягає у внеску для підвищення їх конкурентоспроможності та економічної ефективності, що полягає в забезпеченні відповідної уваги до інтересів акціонерів, фінансової прозорості, упровадженні правил ефективного менеджменту та належного контролю. Вагомість корпоративного управління для держави зумовлена його впливом на соціальний та економічний розвиток країни шляхом сприяння розвитку інвестиційних процесів; забезпечення впевненості та підвищення довіри інвесторів; підвищення ефективності використання капіталу та діяльності товариств; урахування інтересів зацікавлених осіб, що забезпечує здійснення това-

риствами діяльності на благо суспільства та зростання національного багатства.

Багаторічна практика функціонування економіки розвинених країн засвідчує, що без корпорацій неможливо досягти економічного та технологічного прогресу. Капітал корпорацій впливає на важливі чинники політичного та соціального характеру і суспільство загалом. Від стану корпоративного сектору істотно залежить соціально-економічний розвиток країни. Вагоме значення має обґрунтування системи управління фінансами корпорацій та розроблення стратегії планування, прогнозування та оцінювання діяльності корпорацій. Фінансова діяльність корпорації є основною формою ресурсного забезпечення реалізації її фінансової політики, підвищення ринкової вартості, вагомим індикатором інвестиційної привабливості.

На сучасному етапі соціально-економічного розвитку України важливо поглибити обґрунтування основних принципів та напрямів фінансової політики в системі корпоративного управління, що сприятиме підвищенню інвестиційної привабливості корпорацій. Ефективне функціонування корпорацій у довгостроковій перспективі, забезпечення високих темпів їх розвитку та підвищення конкурентоспроможності в умовах ринкового середовища значною мірою визначаються їх дієвою фінансовою політикою. Фінансова діяльність корпорації є основною формою ресурсного забезпечення реалізації її фінансової стратегії та фінансової політики, підвищення ринкової вартості, що, у свою чергу, є основним індикатором інвестиційної привабливості корпорації.

Для національної економіки важливо та актуально сформулювати методи управління фінансами корпорацій, що адекватні ринковим відносинам та уможливлють реалізацію значного потенціалу розвитку цієї прогресивної організаційно-правової форми господарювання. Сучасні умови розвитку національної та світової економіки, посилення конкуренції, обмеженість доступу до ресурсів та капіталу на світових ринках

визначають значущість стратегічного управління фінансовою політикою корпорації. Однією з основних складових механізму стратегічного управління фінансами є планування та прогнозування, що дає змогу оцінити перспективи розвитку корпорації, визначити оптимальні шляхи досягнення окресленої мети, розробити обґрунтовану фінансову стратегію та встановити прийнятні межі реалізації фінансових планів корпорації.

Фінанси впливають на економіку корпорації через фінансовий механізм, сукупність фінансових стимулів, важелів та інструментів регулювання економічних відносин.

Формування та реалізація фінансової стратегії корпорацій, що базується на наукових методах фінансового прогнозування та моделювання, відіграють важливу роль у забезпеченні розвитку корпорацій. У сучасних умовах розвитку вітчизняної економіки необхідно сформувати цілісну та методологічно обґрунтовану концепцію системи управління фінансовою політикою корпорацій.

РОЗДІЛ I. Теоретико-методологічні засади формування фінансів корпорацій

1.1. Сутність фінансів у корпоративному секторі економіки

На фінанси корпорацій значно впливає глобалізація – новітній етап багатовікового міжнародного інтеграційного процесу політичного, економічного та фінансового життя. Під цим впливом перерозподіляється певне коло повноважень між національним і глобальним рівнями. Це зумовлює створення нових суб'єктів господарювання і управління специфічними міжнародними фінансовими інституціями. Поряд з національними законами, що безпосередньо стосуються управління фінансами, з'являються численні директиви, рекомендації та принципи, які приймають міжнародні організації і більшість з яких стає обов'язковою для країн – членів міжнародних організацій.

У зарубіжній практиці до корпорацій належать акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю, власність яких відокремлена від управління. Загалом господарські товариства визначаються як підприємства, установи та організації, створені об'єднанням капіталів та підприємницької діяльності групи осіб (фізичних, юридичних, державних органів) з метою спільного господарювання. Під цим оглядом сутність господарських товариств полягає в тому, що вони функціонують на об'єднаному капіталі [161, с. 41].

Формувались господарські товариства в умовах зростаючих масштабів бізнесових завдань і за можливості отримувати внаслідок функціонування об'єднаних капіталів високі прибутки. Господарські товариства розвивались еволюційно: спочатку їх учасниками були переважно фізичні особи – окремі громадяни, з часом їх засновниками та учасниками стали також юридичні особи – окремі підприємства та державні органи [58, с. 18].

Управління фінансами корпорацій є важливим завданням, оскільки з їх допомогою можна впливати на економічні процеси і явища, зокрема, на управління рухом акцій і

облігацій, їх випуск і розміщення, злиття і утворення нових структурних підрозділів, надання і отримання кредитів, здійснення капітальних вкладень [99, с. 4].

Первинною і найпростішою формою підприємств, на думку Я.І. Функа, В.А. Михалеченка та В.В. Хвалея [177, с. 69], були прості товариства. Учасники таких товариств мали загальну мету, відособлене і спільне майно, загальний ризик. У наступній формі – повному товаристві підприємницькі об'єднання відокремились від особи його учасників, проте не такою мірою, щоб визнати за товариством право самостійного суб'єкта. У повному товаристві завжди утворюється загальне майно, відособлене від іншого майна учасників товариства. Управління об'єднанням здійснюється або всіма учасниками об'єднання, або тими, кому це доручено.

Обов'язки щодо майна товариств і відповідальність за операціями так само загальні. Таким чином, на відміну від простого товариства повне не мало як ознак фактичного об'єднання всередині, так і юридичного об'єднання зовні.

Елементи перших товариств науковці віднайшли в Давній Греції VIII–VI ст. до н.е.

Стародавній Рим увібрав надбання підкорених ним народів, а також греків-колоністів, що асимілювалися серед місцевого населення і на той час вже мали досвід організації господарського життя. Це сприяло створенню низки нових організаційно-правових форм господарювання [61, с. 32].

Так, договірне товариське об'єднання – прототип сучасного простого товариства. Ця форма підприємницького об'єднання базувалася на договорі між кількома особами, який вони укладали для досягнення спільної господарської мети шляхом об'єднання майна учасників та їх особистої участі. Таке товариське об'єднання самостійним суб'єктом права не вважалось, а його учасники діяли від власного імені; прибутки та збитки від діяльності такого товариства розподілялися між його учасниками згідно з умовами договору, а за відсутності в ньому таких положень порівну. Особливо популяр-

ними були товариства, учасники яких об'єднували не все власне майно, а його частину.

Організація корпоративного типу, що стала прообразом інституту юридичної особи, визнавалася нарівні з фізичними особами самотійним суб'єктом права, мала відокремлене від членів корпорації майно; відповідальність корпорації так само відокремлювалася від відповідальності її членів. За часів імператора Августа склався дозвільний характер створення корпорацій. Хоча римські юристи не створили завершеного вчення про правоздатність корпорації, багато науковців вважає закладені в ній принципи притаманними не лише юридичній особі, а й акціонерному товариству загалом.

На наступному етапі розвитку підприємницьких об'єднань з'явилися командитні товариства. У цій формі товариства відображено дві групи учасників: перша група аналогічна учасникам повного товариства, друга відособлена від підприємницької діяльності, тобто не бере участі безпосередньо в управлінні та несе лише обмежену розміром власного внеску в товариство відповідальність, що свідчить про появу такого елемента корпоративного управління, як обмежена відповідальність власників. Таким чином, командитні товариства стали новим кроком на шляху відособлення підприємницьких об'єднань від осіб, що їх утворюють, і виникнення замість об'єднання осіб нової особи, а також початковою формою при переході від особистого підприємницького об'єднання до майнового. Перші командитні товариства з'явились у 976 р. у Венеції. Проте, як вважає А.К. Джівелегов [51, с. 34], значного поширення ця форма товариства дістала лише у XII ст.

Чіткі критерії поняття «юридична особа» сформувались у XIX ст. Це зумовлювалось тим, що в епоху колонізації і буржуазних революцій висувались нові вимоги до організації підприємницьких об'єднань. У законодавчих актах це поняття почали використовувати з середини XIX ст. Таким чином, наступним ступенем логічного ряду підприємницьких об'єднань були такі, що поєднували ознаки товариства та юридич-

ної особи. Нині найпоширеніші з них повні, командитні товариства і товариство з обмеженою відповідальністю.

У повному товаристві – юридичній особі з'явилась самостійна структура органів управління. Змінився статус майна повного товариства юридичної особи – із загального воно стало майном юридичної особи.

Товариство з обмеженою відповідальністю є юридичною особою, що зберігає окремі елементи товариства. Як юридична особа товариство з обмеженою відповідальністю має майно, відособлене від майна його членів, і його учасники не відповідальні за його зобов'язаннями. Форма товариства з обмеженою відповідальністю спочатку була визнана в Німеччині (1892 р.), згодом у Франції та інших західноєвропейських країнах [66, с. 121].

Проте разом з капіталістичними елементами зберігається також певний особистий елемент, тобто учасники не лише вносять майно, а й мають низку повноважень і зобов'язань перед суспільством.

Таким чином, можна свідчити про появу таких характеристик корпоративного управління, як юридичний статус корпорації та централізоване управління, тому що управління цими підприємницькими об'єднаннями здійснюють вже не всі його учасники, а спеціальний орган; при цьому з'являється обмежена відповідальність членів підприємницьких об'єднань щодо зобов'язань останнього.

Вищою формою підприємницького об'єднання, де особливо виразно концентруються підприємницькі корені, в основу яких покладено не лише і не так особу, а насамперед майно, капітал, є акціонерне товариство. Саме під таким оглядом ця форма дістала найбільшого поширення за капіталістичних відносин. Законодавства більшості розвинених країн визнають тільки публічне акціонерне товариство як корпоративну форму господарювання.

Корпоративна форма господарювання у вигляді акціонерних товариств відрізняється від форм юридичної особи у вигляді товариств перетворенням підприємницького об'єд-

нання з об'єднання товариств на об'єднання майна. Іншими словами, єдиним обов'язком учасника акціонерного товариства є майновий внесок. Відносини виникають не між учасниками акціонерного товариства, а між власне товариством і акціонерами. З виникненням акціонерних форм підприємницьких об'єднань виникла і розвинулась остання основна межа корпоративного управління – вільне передавання акціонерами часток власності – акцій.

Таким чином, логічним завершенням формування корпорації у формі підприємницького об'єднання виявилось акціонерне товариство.

Учені висловлюють різні думки щодо питання про час виникнення корпорацій.

Слово «корпорація», як вважає У.Е. Батлер [70, с. 15], з'явилося у російській мові в останній чверті XIX ст. Такий висновок обґрунтований тим, що слова «корпорація» немає як у Тлумачному словнику живого великоруського словника В. Даля (рос. Толковый словарь живого великорусского языка В. Даля, 1881 р.), так і монументальному Словнику російської мови XI–XVII століть (рос. Словарь русского языка XI–XVII веков, 1980 р.).

І лише наприкінці XIX ст. акціонерні товариства остаточно сформувались у вітчизняній економіці. Значення цього виду підприємств для розвитку промисловості та торгівлі важко переоцінити. Можна з упевненістю стверджувати, що історія розвитку промислового виробництва – це історія розвитку акціонерних товариств і навпаки. Це зумовлено тим, що акціонерні товариства стали могутнім акумулятором залучення грошових коштів у галузі виробництва, що потребують їх найбільше, і найпопулярнішою формою господарювання.

На зламі XIX та XX ст. у Росії було розроблено багато проектів загальних законів про акціонерні товариства. Один з них, Положення про акціонерні товариства (рос. Положение об акционерных предприятиях), запропонувало Міністерство фінансів. У пояснювальній записці до цього проекту капіталістичний елемент компаній на акціях визнавався таким

могутнім, що автори заперечували за ним будь-яке товариство, називаючи акціонерні форми підприємницької діяльності акціонерними підприємствами. Відокремлена від учасників власність та сформований акціонерами капітал стали найважливішими елементами акціонерних компаній [170, с. 39].

Капіталістичний елемент залишився домінантою і в подальшому розвитку акціонерних товариств. Після Жовтневої революції 1917 року акціонерні товариства, як й інші комерційні установи, були націоналізовані, виплати за дивідендами зупинені, усі операції за акціями заборонені. На початку 20-х років XX ст. цю форму було реанімовано: прийнято низку законодавчих актів щодо створення та діяльності акціонерних товариств (такі положення містились у Цивільному кодексі РРФСР 1922 р.). Відтворення акціонерної форми господарювання було спричинено гострою потребою залучення будь-яких коштів, у тому числі іноземних, для відновлення зруйнованої економіки. Зрозуміло, що краще це було зробити не шляхом експропріації, а об'єднання майна у відомій та перевірній формі. І якщо перші роки використання акціонерної форми характеризуються відносним паритетом державних, власних та змішаних акціонерних товариств, то згодом абсолютна більшість акціонерних товариств стала державною або зі значною участю держави. Це й визначило їх долю: така форма об'єднання капіталів стала непотрібною у зв'язку з монополізацією всього майна в одних руках – держави. Мало того, акціонерне товариство з притаманною йому громіздкою системою органів управління і основним завданням отримати прибуток для акціонерів, не належало до найзручніших форм управління в умовах адміністративно-командної планової економіки.

У результаті переходу України до нової ринкової економіки і як наслідок процесів роздержавлення та приватизації більшості підприємств України сформувались корпоративний сектор економіки і середовище функціонування акціонерних товариств, що зумовило потребу ґрунтовного вивчення процедур корпоративного управління як всередині корпорацій, так і у відносинах з учасниками інвестиційного, фондового та

фінансового ринків. Результати ретроспективного огляду становлення акціонерних товариств засвідчують, що протягом усієї історії існування вони були нерозривно пов'язані з процесами інвестування та діяльністю фінансових посередників, і цей зв'язок сприяв підвищенню ефективності функціонування корпоративних структур.

Сучасна корпоратизація в Україні передбачає формування і функціонування корпорацій публічного та приватного типів і корпорацій публічного типу, створених у процесі акціонування державних підприємств і товариств з обмеженою відповідальністю.

Багато функцій спільні для підприємств будь-яких організаційно-правових форм, і їх відповідно здійснюють та вдосконалюють одними методами. Разом з тим розроблення раціональної дивідендної політики є виключно функцією акціонерних товариств, а інвестиційна політика істотно відрізняється щодо забезпечення інвестиційної привабливості та джерел фінансування інвестиційних програм, визначення вартості капіталу інвестиційних проектів.

Процес ринкової трансформації економіки України об'єктивно супроводжується виникненням і поширенням підприємництва як основного структуроутворювального елемента ринкового середовища. Підприємницький сектор створює сприятливі умови для становлення реальних ринкових економічних відносин, реалізації прав власності, розвитку особистої ініціативи, активізації економічних інтересів [31, с. 116].

Досвід розвинених країн з ринковою економікою переконує, що вибір стратегії на становлення в суспільстві власника в особі великих і дрібних акціонерів найвдаліший. Акціонерне товариство як структура господарювання найбільшою мірою відповідає економічній природі людини та інтересам держави. Це пов'язано з тим, що акціонерна форма господарювання найспроможніша до швидкої регенерації в періоди зростання після економічного спаду. Вона спроможна прискореними темпами нарощувати капітал, а також інтегрувати та взаємодіяти з іншими ринковими суб'єктами господарювання.

Створення та функціонування акціонерних товариств, як й інших підприємницьких структур, передбачають виконання встановлених законодавством правил і процедур. Від моменту виникнення ініціативи зі створення акціонерного товариства зацікавлені особи спираються на зазначені правила і процедури, виконання яких обов'язкове [36].

Закон України «Про акціонерні товариства» (далі – Закон) був прийнятий 17 вересня 2008 р. і набрав чинності 9 квітня 2009 р. В Україні цей Закон не було прийнято тривалий час. До цього починаючи з 2000 р. чотирма скликаннями Верховної Ради України було відхилено 12 версій цього законопроекту. Подібні закони прийнято в усіх країнах СНД.

Зазначений Закон, зокрема, регулює правовий статус акціонерних товариств, їх типи, порядок створення та відчуження акцій, визначення ринкової вартості майна, права та обов'язки акціонерів, захист їх прав, порядок виплати дивідендів, проведення зборів акціонерів та інші питання діяльності [44, с. 34].

Водночас у цьому Законі передбачено низку новацій.

Так, згідно з п. 1 ст. 5 Закону акціонерні товариства за типами поділяються на публічні та приватні. За задумом авторів закону публічні акціонерні товариства повинні замінити існуючі відкриті акціонерні товариства, приватні – відповідно закриті.

Обмежено також кількісний склад акціонерів приватного акціонерного товариства – до 100.

У п. 2 Закону зазначено: «Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій. Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій».

Згідно з п. 2 ст. 20 Закону «усі акції товариства є іменними. Акції товариства існують виключно в бездокументарній формі».

Відповідно до ст. 24 Закону «публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатись у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі».

У ст. 43 визначено обов'язковість застосування бюлетенів при голосуванні на загальних зборах акціонерного товариства.

Згідно з п. 3 ст. 78 Закону публічне акціонерне товариство зобов'язане мати веб-сторінку в мережі Інтернет, де розміщувати інформацію, що підлягає оприлюдненню відповідно до законодавства.

Водночас цей Закон розв'язує кілька найсуттєвіших проблем.

Насамперед Закон спрямований на протидію рейдерам і захист права власності. Цьому сприятиме обов'язковість застосування бюлетенів, де чітко зазначатимуться повна назва акціонерного товариства, дата і час проведення загальних зборів акціонерів, перелік питань, винесених на голосування, варіанти голосування за кожний проект та підпис акціонера (п. 2 ст. 43 Закону).

Передбачено також переважне право акціонера придбати розміщені товариством прості акції пропорційно частці належних йому простих акцій у загальній кількості простих акцій (п. 1 ст. 27 Закону).

Суттєвий п. 4 ст. 7 Закону: «Акціонер приватного акціонерного товариства, який має намір продати свої акції третій особі, зобов'язаний письмово повідомити про це решту акціонерів товариства та саме товариство із зазначенням ціни та інших умов продажу акцій. Повідомлення акціонерів товариства здійснюється через товариство. Після отримання письмового повідомлення від акціонера, який має намір продати свої акції третій особі, товариство зобов'язане протягом двох робочих днів направити копії повідомлення всім іншим акціонерам товариства».

Законом не передбачено спосіб відчуження акцій акціонерного товариства через дарування, що унеможливило ще один спосіб потрапляння до акціонерів рейдерів.

При цьому враховано практику, коли рейдери проводили кілька зборів за місцем свого перебування. Згідно зі ст. 35 Закону «загальні збори акціонерів проводяться на території

України, в межах населеного пункту за місцезнаходженням товариства».

Відповідно до п. 1 ст. 50 Закону якщо рішення загальних зборів або порядок прийняття такого рішення порушують вимоги Закону, акціонер, права якого порушені таким рішенням, може оскаржити ці рішення до суду протягом трьох місяців з дати його прийняття. Отже, ця стаття унеможливає багаторічну судову тяганину.

Згідно з пп. 8 п. 2 ст. 52 Закону унеможливлено ще одну діючу практику, коли маючи 40% акцій і «свого» директора, можна зривати збори акціонерів, через що неможливо переобрати директора. У такому разі власник контрольного пакета акцій зможе призначати чи звільняти директора, оскільки це виключна компетенція наглядової ради, а саме «до виключної компетенції наглядової ради належать обрання та припинення повноважень голови і членів виконавчого органу».

У п. 1 ст. 64 Закону прописано процедуру придбання значного пакета акцій товариства, а саме: «Особа (особи, що діють спільно), яка має намір придбати акції, що з урахуванням кількості акцій, які належать їй та її афілійованим особам, становитимуть 10 і більше відсотків простих акцій товариства (далі – значний пакет акцій), зобов’язана не пізніше ніж за 30 днів до дати придбання значного пакета акцій подати товариству письмове повідомлення про свій намір та оприлюднити його. Оприлюднення повідомлення здійснюється шляхом надання його Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, кожній біржі, на якій товариство пройшло процедуру лістингу, та опублікування в офіційному друкованому органів».

Право міноритарних акціонерів захищає насамперед п. 3 ст. 53 Закону: «Обрання членів наглядової ради публічного товариства здійснюється виключно шляхом кумулятивного голосування. Обрання членів наглядової ради приватного товариства здійснюється за принципом пропорційності представництва у її складі представників акціонерів відповідно до кількості належних акціонерам голосуючих акцій або шляхом

кумулятивного голосування». Визначення кумулятивного голосування наведено в п. 9 ст. 2 Закону: «Кумулятивне голосування – голосування під час обрання органів товариства, коли загальна кількість голосів акціонера помножується на кількість членів органу акціонерного товариства, що обираються, а акціонер має право віддати всі підраховані таким чином голоси за одного кандидата або розподілити їх між кількома кандидатами». Завдяки кумулятивному голосуванню у міноритарних акціонерів з'явиться власний представник у наглядовій раді акціонерного товариства.

У разі купівлі контрольного пакета акцій мажоритарний акціонер не зможе самовільно змінити наглядову раду і правління. Це необхідно буде зробити з урахуванням міноритарних акціонерів і за чітко визначеною процедурою починаючи зі скликання загальних зборів акціонерів. У свою чергу, це допоможе власникам дрібних пакетів акцій захищати власні права.

У новому Законі зупинено схему, коли підконтрольний певним акціонерам менеджмент на підприємстві самовільно виводив активи акціонерного товариства. Це досягається взаємодією двох статей – п. 1 ст. 2 вводиться поняття «значний правочин – правочин, учинений акціонерним товариством, якщо ринкова вартість майна, що є його предметом, становить 10 і більше відсотків вартості активів товариства», згідно з пп. 18 п. 2 ст. 52 «до виключної компетенції наглядової ради належить прийняття рішень про вчинення значних правочинів».

Закон зупиняє також практику розмивання частки акціонерів у статутному капіталі акціонерного товариства шляхом додаткової емісії акцій. По-перше, «акціонерне товариство може здійснювати емісію акцій тільки за рішенням загальних зборів» (п. 1 ст. 21). По-друге, «переважним правом акціонерів визнається право акціонера – власника простих акцій придбавати розміщені товариством прості акції пропорційно частці належних йому простих акцій у загальній кількості

простих акцій» (п. 1 ст. 27). По-третє, «переважне право надається акціонеру – власнику простих акцій у процесі приватного розміщення обов’язково» (п. 2 ст. 21). Як наслідок зменшити частку міноритарних акціонерів буде важче, адже в разі додаткової емісії вони отримують перевагу на купівлю додаткових акцій.

Найбільшою прогалиною Закону є кворум загальних зборів акціонерів на рівні не менше 60%, зокрема, згідно з п. 2 ст. 41 Закону «загальні збори акціонерного товариства мають кворум за умови реєстрації для участі у них акціонерів, які сукупно є власниками не менше як 60% голосуючих акцій». Іншими словами, власники 40% + однієї акції й надалі зможуть зривати засідання, не з’явившись на нього.

Отже, закон змінив не лише внутрішні правила функціонування товариств (форми існування акцій, порядок скликання і проведення загальних зборів, застосування переважного права та ін.), а й обіг цінних паперів на фондовому ринку. Завдяки останньому суттєво скоротяться, спростяться і прискоряться розрахунки між власниками акцій. Зазнала трансформації також система взаємовідносин емітентів, акціонерів та облікових органів, де пріоритетними стали депозитарні установи.

Крім того, згідно із зазначеним документом істотно зменшилась кількість корпоративних конфліктів та ускладнилось «життя» рейдерів, тому що внаслідок нововведень діяльність товариств стала регламентованішою і прозорішою.

Таким чином, для ринкової економіки корпорація є кращим видом підприємницького об’єднання, що якнайповніше забезпечує функцію централізації капіталу. Проте незважаючи на адекватність акціонерної форми на сучасному етапі розвитку економіки і підприємництва, у розвитку корпоративних підприємств спостерігаються суперечливі тенденції, труднощі та негативні ознаки. Насамперед це спричинено недосконалістю системи корпоративного управління.

Корпоративна форма господарювання розвивалась в Україні доволі швидко. За короткий період вітчизняні підприємства пройшли шлях, який зарубіжні підприємства долали десятиріччя. Через короткі терміни приватизації основну увагу було приділено формуванню власності. При цьому на інші аспекти організації бізнесу не залишалось часу.

Нині переважна більшість корпоративної власності сформувалась. Проте, як виявилось, власне факт володіння власністю ще не гарантує отримання доходів та підвищення добробуту власників.

Корпоративний сектор в Україні складається переважно з акціонерних товариств. Це зумовило необхідність створення нової системи управління, яка для керівників підприємств є новою. Управління підприємствами корпоративного типу значно відрізняється від управління державними підприємствами. Частка корпоративного сектору в економіці України вже нині становить близько 75% загального обсягу виробництва продукції та надання послуг. У 26,6 тисячах акціонерних товариств асоційовано близько 17 мільйонів акціонерів як виразників інтересів корпоративного капіталу, що становлять ядро нової, ринкової системи господарювання у країні. Це зумовлює необхідність розроблення сучасної системи корпоративного управління як на державному рівні, так і для окремих суб'єктів господарювання [128, с. 32].

За оцінками експертів підприємства корпоративної форми господарювання забезпечують до 60% обсягу продажів та до 70% прибутків в економіці, хоча їх питома вага в загальній кількості підприємницької діяльності не перевищує 2% (табл. 1.1) [150–157].

Як впливає з даних табл. 1.1 та рис. 1.1, 1.2, на відміну від багатьох інших видів підприємств кількість акціонерних товариств в Україні з кожним роком починаючи з 1997 р. поступово збільшувалась, проте з 2004 р. почала зменшуватись.

Таблиця 1.1

Кількість підприємств за організаційно-правовими формами господарювання

Вид підприємства	Кількість за роками											
	1997 р.	2001 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.*
Разом	615686	834886	935578	981054	1023396	1070705	1133200	1187020	1228888	1258513	1294641	1323807
У тому числі:												
приватне	111644	192168	217780	229335	237980	248211	258536	270331	278574	283697	285821	283911
колективне	37666	40028	36134	34153	32817	31168	29330	27708	26564	25635	24833	23287
державне	14158	9965	8469	8020	7752	7562	7359	7213	6975	6811	6661	6512
казенне	—	49	49	49	50	50	50	43	44	44	43	45
комунальне	12373	13713	15129	16066	16460	16688	16755	16636	16336	15994	15726	15615
спільне	9901	6798	6024	5605	5431	5291	5148	5068	5013	4954	4925	4823
кооперативне	20094	299892	31388	29616	30229	30790	31429	33257	34324	35063	34772	34164
орендне	3614	1741	1520	1450	1377	1330	1276	1222	1193	1162	1148	1107
фермерське	26980	38561	45781	46937	47800	48918	49801	50023	50126	49764	49514	49014
споживче	2776	5103	5696	5759	5729	5656	5535	5403	5328	5252	5149	5082
спілка споживчих товариств	565	666	676	625	589	524	482	452	428	404	400	381
акціонерне	30922	34942	35016	34662	34571	33976	33084	31993	31100	30169	28748	26631
з обмеженою відповідальністю	147738	221905	261212	281105	302942	325925	351750	381205	404525	418145	443223	467822
з додатковою відповідальністю	718	719	698	689	694	700	696	730	761	782	945	1420
повне	1640	1997	1994	1977	1988	1997	1985	1948	1939	2084	2120	2100
командитне	653	799	727	703	694	690	673	654	642	631	638	651

* Дані на 01.01.

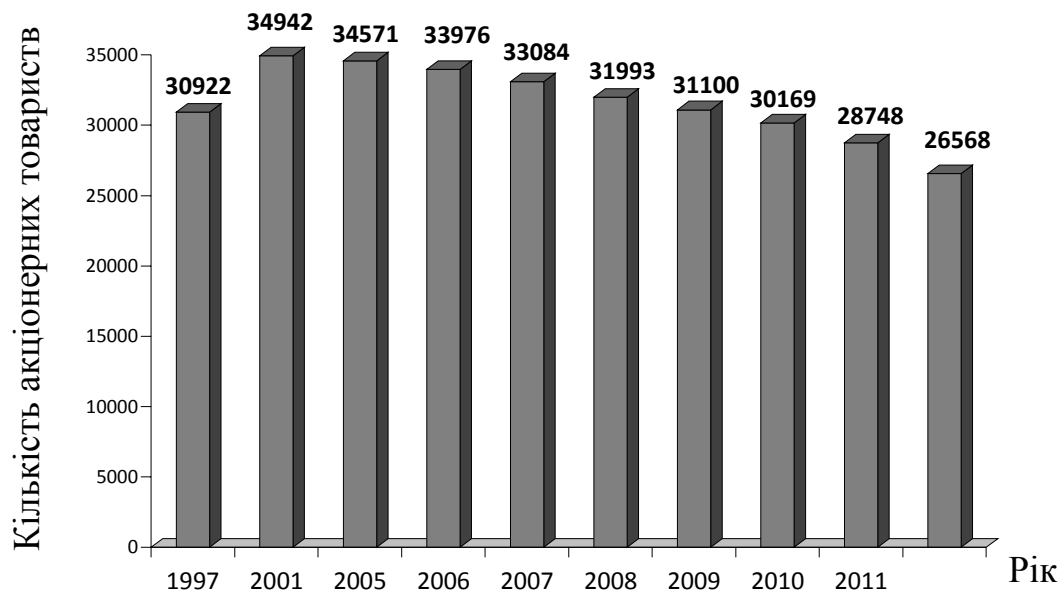


Рис. 1.1. Графічна інтерпретація кількості акціонерних товариств в Україні за роками

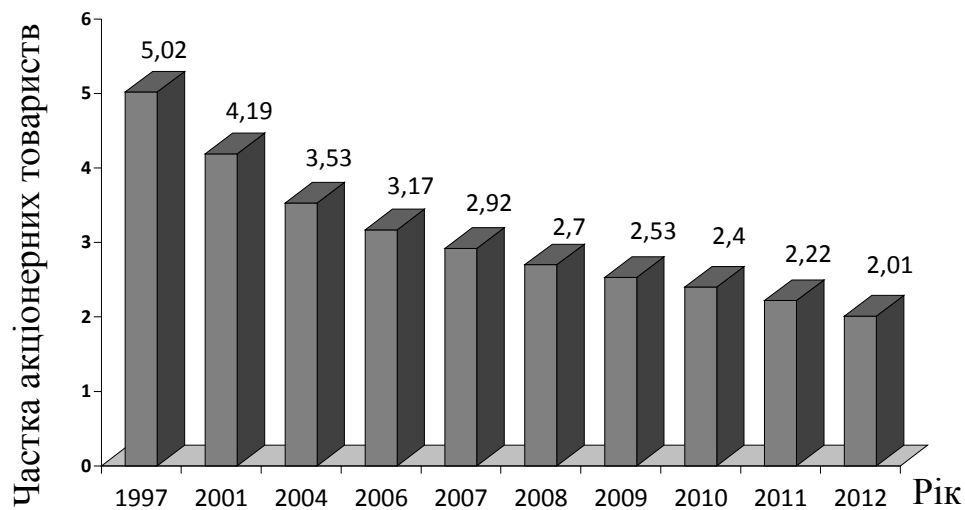


Рис. 1.2. Графічна інтерпретація частки акціонерних товариств в Україні в загальній кількості суб'єктів ЄДРПОУ

Якщо станом на 2008 р. акціонерних товариств в Україні налічувалось близько 32 тис., з яких 11 тис. відкритих та близько 21 тис. закритих, у 2009 р. їх частка в загальній кількості суб'єктів ЄДРПОУ зменшилась майже на 5%.

Упродовж 2011 р. тривала реорганізація відкритих і закритих акціонерних товариств (ВАТ і ЗАТ) у публічні та приватні (ПАТ і ПрАТ), що було пов'язано з виконанням вимог Закону. Відповідні перетворення потребували напруженої діяльності акціонерних товариств.

Станом на 01.01.2012 як юридичні особи було зареєстровано 26631 акціонерне товариство, у тому числі відкритих – 5761 (публічних – 2161), закритих – 15 798 (приватних – 2911), станом на 01.01.2011 їх налічувалось 28748 [159] (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Кількість акціонерних товариств у 2011–2012 рр.

Станом на 01.01	Кількість				
	ВАТ	ЗАТ	ПАТ	ПрАТ	загальна
2011 р.	8701	18725	604	718	28748
2012 р.	5761	15798	2161	2911	26631

Переважає більшість акціонерних товариств зосереджена в Києві та Київській області – 9197 (або 34,53% загальної кількості), Харківській – 2371 (або 8,9%), Дніпропетровській – 2059 (або 7,73%), Донецькій – 1887 (або 7,08%) та Запорізькій – 971 (або 3,65%).

Останнім часом спостерігається тенденція до поступового зменшення загальної кількості акціонерних товариств в Україні. Така тенденція зумовлена поступовою реорганізацією акціонерних товариств в інші організаційно-правові форми, переважно з обмеженою відповідальністю, та неможливістю підприємств, створених у процесі приватизації та корпоратизації, підтримувати цю найскладнішу форму організації бізнесу.

Діяльність корпорацій, що не здійснили необхідних змін після 29 квітня 2011 р., фактично паралізовано. Це може вкрай негативно вплинути на розвиток економіки та відносин з вітчизняними та зарубіжними контрагентами. Звісно, невиконання нових вимог законодавства не є наслідком великої кількості значних змін, до яких суб'єкти господарювання виявились не готовими; відповідальні за це посадові особи товариств, які вчасно не реагували на реформування законо-

давства, не виконували приписів нормативно-правових актів та очікували на подовження перехідного періоду або скасування необхідності виконувати нові висунуті до товариств вимоги.

У свою чергу, влада продовжує сприяти акціонерним товариствам в адаптації до корпоративної реформи. Так, у Верховній Раді України постійно реєструються законопроекти, спрямовані на спрощення діяльності акціонерних товариств. Державні органи в межах покладених на них повноважень надають роз'яснення про порядок застосування певних положень Закону чи інших нормативно-правових актів, що змінились внаслідок його прийняття.

Так, Державний комітет України з питань регуляторної політики та підприємництва в листі від 2 березня 2011 р. № 2279 [16] роз'яснив проблемні питання внесення змін до установчих документів акціонерного товариства, зазначивши, що зміна з відкритих та закритих акціонерних товариств на публічні та приватні не є зміною організаційно-правової форми, а виключно зміною назви господарського товариства, і наголосив, що акціонерні товариства звільняються від сплати реєстраційного збору при реєстрації змін до статуту товариства або його нової редакції.

Отже, у зв'язку з тим, що багато підприємств створюється у формі акціонерних товариств, в Україні доволі загострилось питання подальшого законодавчого регулювання організаційно-господарських відносин.

Таким чином, найпоширенішою формою організації великого підприємництва є корпорація.

Слово «корпорації» походить від латинського *corporatio* – об'єднання. Структуру ринкової економіки розвиненої країни визначають великі корпорації та їх об'єднання, здатні підтримувати інноваційні процеси та залучати значні кошти для свого розвитку.

У правовій літературі корпорація визначається як організація, що є юридичною особою, заснована на об'єднаних капіталах і здійснює будь-яку суспільно корисну діяльність.

До корпорацій у зарубіжній економічній і правовій літературі зараховують господарські товариства (насамперед

акціонерні товариства) зі статусом юридичної особи, створені шляхом об'єднання майна засновників і випуску на вартість цього майна акцій [90, с. 9].

У західній економічній літературі, якщо додатково нічого не обумовлено, під корпорацією розуміється акціонерне товариство, акції якого перебувають на фондовому ринку. Корпораціями називають не всі товариства з обмеженою відповідальністю, а лише акціонерні, кошти яких утворюються за рахунок випуску та розміщення акцій. Для аналогу поняття «корпорація» у вітчизняній практиці використовують, як правило, термін «акціонерне товариство».

У літературі термін корпорація застосовується для означення факту відокремлення прав розпорядження від прав володіння. Так, російські вчені Р.Г. Нємцов та М.Ю. Лукін [33, с. 172] під корпорацією розуміють форму організації бізнесу, за якої володіння та управління явно віддалені одне від одного. Акціонерне товариство вони вводять як другу назву корпорації.

В економічній літературі термін «корпорація» використовується широко, у різних контекстах, найчастіше як синонім акціонерного товариства. Так, Е.Дж. Долон та Д.Е. Ліндсей [109, с. 45] визначають корпорацію як фірму зі статусом юридично незалежного суб'єкта, в якій власність розподілена на частки (паї, акції) і відповідальність кожного співвласника обмежена його вкладом у підприємство.

Вітчизняні вчені Н.В. Мочерний, О.А. Устенко та С.І. Чеботар [90, с. 108] корпорацію визначають як найдосконалішу форму організації підприємств, переважно у вигляді відкритого (нині публічного) акціонерного товариства, засновники якого формують акціонерний капітал шляхом об'єднання власних ресурсів через механізм випуску і продажу цінних паперів (насамперед акцій), а співвласники несуть обмежену відповідальність. Вдале визначення поняття корпорації наводить Д.М. Розенберг: «Корпорація – це організація, що поставила перед собою визначені цілі, діє для суспільного блага, має певні права, є юридичною особою, діє на постійній основі та несе обмежену відповідальність» [110, с. 105].

Згідно з чинним законодавством України корпорація – це договірне об'єднання, створене на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, що об'єдналися, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації.

Таким чином, у вітчизняному законодавстві поняття «корпорація» істотно відрізняється від загальноприйнятого у світовій практиці. Ще А. Сміт застосовував цю категорію як акціонерну форму організації підприємництва [146].

Корпорація є договірним об'єднанням, що створюється на основі виробничих, наукових і комерційних інтересів, з делегуванням окремих повноважень централізованого регулювання діяльності будь-якому з її учасників. Таким чином, об'єктами корпоративного управління обов'язково є акціонерні товариства, а також частина товариств з обмеженою відповідальністю, де управління відокремлено від власності. Корпоративне управління – це складна система економічних відносин, що включає велику кількість внутрішніх та зовнішніх елементів. Суб'єктами такого управління є безпосередні власники корпоративних прав: громадяни, юридичні особи та держава, які регулюють їх рух.

Корпорації як організаційна форма акціонерного об'єднаного капіталу формувались трьома основними шляхами: роздержавленням існуючих державних підприємств; створенням нових акціонерних товариств юридичними та фізичними особами; реорганізацією існуючих недержавних юридичних осіб (приватних та колективних підприємств) у господарські товариства корпоративного типу [45].

В Україні 90% зареєстрованих акціонерних товариств створено у процесі приватизації [44].

Доволі поширеним було перетворення існуючих державних підприємств на корпорації. Від початку приватизації сформовані корпорації вже посіли провідне місце на ринках виробництва і споживання. Проте цей процес не лише не сповільнюється, а й переходить до нової стадії. Приватизаційні процеси, що розпочались у постсоціалістичних країнах

наприкінці ХХ ст., характеризуються появою великої кількості саме акціонерних компаній.

У постсоціалістичних країнах розвиток корпоративного управління має певні особливості, зумовлені їх історичним та економічним розвитком.

Однією з особливостей розвитку корпоративного управління в таких країнах є необхідність одночасно з напрацюванням важливого для ринкової економіки законодавства відображати в ньому моменти, що в інших країнах належать до таких, що самі собою зрозумілі.

З огляду на те що в постсоціалістичних країнах більшість зареєстрованих корпорацій виникла у процесі та після приватизації, існує низка обставин, що зумовлюють особливості теперішнього стану корпоративного управління.

По-перше, у багатьох з цих країн акціонером є держава. Застосовуючи державні механізми впливу (оподаткування, ліцензування, різні види контролю та ін.), часто держава реалізує власні інтереси (якщо має найбільший серед акціонерів пакет акцій) всупереч інтересам інших зацікавлених осіб і власне акціонерного товариства, порушує принципи корпоративного управління.

По-друге, управляти більшістю корпорацій продовжують особи, які очолювали державні підприємства. Доволі часто вони не мають необхідних для ринкової економіки знань та вмінь управляти саме корпорацією. Проте використовуючи зв'язки і вплив, вони продовжують обіймати керівні посади, реалізуючи власні інтереси всупереч інтересам інших, генеруючи своїми рішеннями різні ризики для підприємств.

По-третє, оскільки деякі корпорації перебувають на стадії виконання планів приватизації, для них існують певні обмеження при розбудові системи корпоративного управління.

По-четверте, переважна більшість корпорацій перебуває в надзвичайно складному фінансово-економічному становищі, оскільки приватизаційним процесам не передувала реструктуризація – виробнича, фінансова, маркетингова та кадрова.

Водночас спільною ознакою економік постсоціалістичних країн полягає в гострій нестачі знань і практичних навичок

саме з питань корпоративних фінансів, фінансового менеджменту, обліку, аналізу, фінансового ринку, маркетингу, управління ризиками, стратегічного планування, реструктуризації.

Незважаючи на те що фінанси є найважливішим елементом управління, переважна більшість створених у процесі приватизації корпорацій не має дієвого механізму управління фінансами корпорацій.

Існування фінансів нерозривно пов'язано з товарно-грошовими відносинами, розвиток яких зумовлений суспільним поділом праці, наявністю різних форм власності та заснованих на них організаційно-правових форм господарської, у тому числі підприємницької, діяльності, зовнішньоекономічними зв'язками [81, с. 56].

За економічною природою фінанси є грошовими відносинами, проте вони відрізняються від грошей як змістом, так і виконуваними функціями [53, с. 45]. Саме фінанси пов'язані з розподілом та перерозподілом внутрішнього валового продукту та національного доходу, що виражаються у грошовій формі.

Фінанси – це багатогранне складне явище з певними істотними ознаками, якостями та формами прояву.

Водночас фінанси – це особлива сфера економічних відносин. Їх зміст, характер використання та закономірності розвитку визначаються соціально-економічними відносинами, що превалюють у державі, природою та функціями держави.

Фінанси становлять вартісну категорію, що органічно пов'язана з рухом вартості в її грошовій формі, утворенням та використанням різних грошових фондів (державного та місцевих бюджетів, соціальних фондів), а також грошовими відносинами, що існують між державою та приватним господарством.

Свого часу один з відомих дореволюційних вчених-фінансистів І.Х. Озеров предметом дослідження фінансової науки визначив фінансове господарство, тобто сукупність відносин, що виникають внаслідок публічного характеру отримання союзами матеріальних засобів; способи отримання такими союзами необхідних коштів та відображення в інших аспектах життя.

Зарубіжні вчені Е. Нікбахт і А. Гроппеллі визначили фінанси як «застосування різноманітних економічних прийомів для досягнення максимального достатку фірми або загальної вартості капіталу, вкладеного у справу» [95, с. 26].

Сучасна фінансова наука так само не дає однозначної відповіді щодо сутності фінансів. Тим більше, що багатогранність фінансів дає можливість вивчати їх з різних рівнів, у тому числі загальної теорії фінансів, економіки, менеджменту та права.

Отже, фінанси – це не просто гроші, доходи або видатки. Фінанси – це сукупність відносин, що мають розподільчий характер і опосередковуються через доходи та видатки громадян і юридичних осіб – суб'єктів господарської діяльності, фінансово-кредитних установ, держави, міжнародних фінансових організацій та ін.

Характеризуючи фінанси, слід виходити з таких ключових елементів, як фінансові відносини та фінансова діяльність. Фінансові відносини відображають рух вартості від одного суб'єкта до іншого. Вони характеризують розподільні, перерозподільні та обмінні процеси і матеріально виявляються у грошових потоках. У свою чергу, фінансова діяльність виявляється у формуванні доходів та здійсненні витрат певним суб'єктом.

Фінанси – це грошові відносини, що виникають у процесі розподілу та перерозподілу вартості валового суспільного продукту і частини національного багатства у зв'язку з формуванням грошових доходів та нагромаджень у суб'єктів господарювання і держави та їх використанням для розширеного відтворення, матеріального стимулювання працюючих, задоволення соціальних та інших потреб суспільства.

Таким чином, фінанси підприємств – це частина загальної системи фінансів, що складається з грошових відносин, які виникають у процесі господарської діяльності підприємств і пов'язані з формуванням власних та залучених коштів, їх використанням для фінансування витрат та інвестування підприємств, утворення і розподілу отриманого прибутку. Вони мають такі самі ознаки, що й фінанси загалом (як

вартісна категорія), а також специфічні особливості, властиві окремим сферам суспільного відтворення (наприклад, сфері матеріального виробництва та невиробничій) [176, с. 18].

Фінансова система України характеризується специфічними формами та методами фінансових відносин, що мають відповідне законодавче та організаційне забезпечення [126, с. 16]. Структуру фінансової системи за рівнями економіки показано на рис. 1.3.

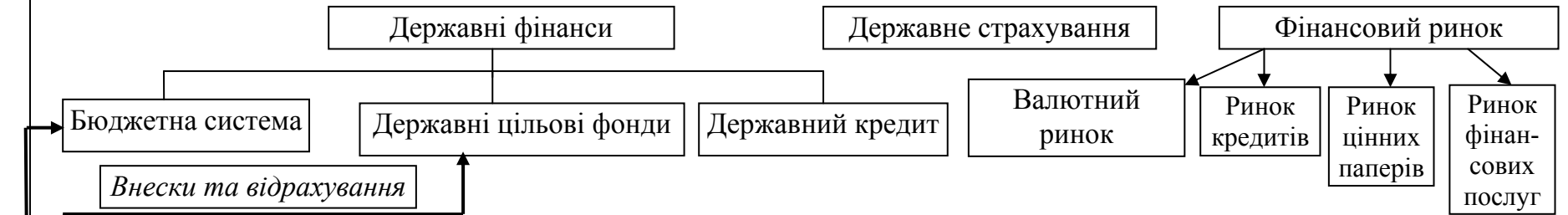
Рівень світового господарства включає міжнародні фінанси, що відображають економічні відносини держав щодо формування фондів фінансових ресурсів. В основу забезпечення фінансовими ресурсами функціонування міжнародних фінансових відносин покладено національно-державні фінанси. Міжнародні фінанси відтворюють економічні відносини, що виникають у результаті формування фінансових ресурсів та їх розміщення й використання для заходів світового або міждержавного рівня.

Національна фінансова система на макрорівні включає державні фінанси, обов'язкове державне страхування та фінансовий ринок.

Державні фінанси можна визначити як сукупність фондів фінансових ресурсів загальнодержавного призначення. Структурно це складна та багатопланова ланка фінансової системи. Державні фінанси охоплюють державний та місцеві бюджети; централізовані та децентралізовані фонди цільового призначення; фінанси підприємств і організацій державної та комунальної форм власності; державний кредит; державне особисте та майнове страхування. Провідне місце в державних фінансах посідають бюджети різних рівнів, що об'єднуються у зведеному бюджеті держави. Страхування відіграє специфічну роль у фінансовій системі. Воно є сукупністю фондів фінансових ресурсів, основне призначення яких полягає в покритті втрат з непередбачених причин або фінансового забезпечення заходів, що не увійшли до планів фінансування, але важливі для держави [124, с. 27].

ФІНАНСОВА СИСТЕМА УКРАЇНИ

МАКРОРІВЕНЬ



МІКРОРІВЕНЬ



Рис. 1.3. Місце фінансів корпорацій у фінансовій системі України

Страхові фонди створюються за рахунок страхових внесків юридичних та фізичних осіб і перебувають у розпорядженні страхових організацій та страхових компаній різних форм власності. Страхові фонди й резерви належать до об'єктивних явищ в економіці держави, що пов'язані з наявністю ризиків у господарській діяльності та суспільному житті.

Наявність страхових і резервних фондів фінансових ресурсів дає можливість локалізувати втрати економіки та окремих громадян, пов'язані з фактами стихійного лиха і непередбачуваних обставин. Страхові фонди можна використовувати також як інвестиційний та кредитний ресурси в економіці до настання страхового випадку.

Фінансовий ринок – це складова фінансової системи, що створює і використовує фонди фінансових ресурсів у випадку, коли інші складові фінансової системи неефективні. Фінансовий ринок включає ринок грошей, кредитних ресурсів, цінних паперів та фінансових послуг.

Мікрорівень фінансової системи складається з фінансів суб'єктів господарювання.

Фінанси комерційних підприємств мають особливості організації, зумовлені специфікою їх діяльності. Ці підприємства працюють на засадах комерційного розрахунку, що передбачає отримання прибутку (доходу), відшкодування за рахунок власних коштів усіх витрат за основною діяльністю, а також розширенням і розвитком. Такі підприємства працюють переважно у сфері матеріального виробництва. Разом з тим у сучасних умовах переходу до ринку і у сфері нематеріального виробництва деякі організації будують діяльність на засадах комерції.

Комерційні підприємства є основними платниками податків у бюджет, таких як податок на прибуток та додану вартість, акцизний збір, ресурсні платежі, а також внесків у державні цільові фонди. Таким чином, за рахунок частини створеної комерційними підприємствами вартості при її перерозподілі через бюджети ці кошти спрямовуються на утримання установ невиробничої сфери, тобто бюджетних організацій.

Фінанси некомерційних підприємств. До некомерційних установ належать такі, що надають послуги, виконують роботи безкоштовно або за символічну плату, що не відшкодовує їх видатків. Зокрема, це лікарні, поліклініки, школи, дитячі дошкільні установи, музеї, середні та вищі навчальні заклади.

Таким чином, принципова відмінність комерційних підприємств від некомерційних полягає в тому, що мета перших – одержати прибуток, а для других ця мета не основна. Крім того, для некомерційних організацій у разі перевищення доходів від усіх видів діяльності та з усіх джерел над видатками одержані вільні кошти не можуть спрямовуватись для збільшення доходів юридичних або фізичних осіб, які заснували таку некомерційну організацію, а повинні використовуватись для розвитку діяльності, створення фінансових резервів тощо.

Більшість некомерційних організацій належить до державного сектора економіки. Основним джерелом фінансування видатків таких організацій є бюджетні кошти, тому їх й називають бюджетними. Організація фінансових відносин у некомерційних організаціях має певні особливості, зумовлені характером перерозподілу в суспільстві, їх державним регулюванням, гострою нестачею бюджетних коштів, необхідністю економного та цільового використання.

Особливе місце у фінансовій системі посідають фінанси громадських організацій та добродійних фондів. Вони становлять добровільні об'єднання громадян за професіями, інтересами та захопленнями. На фінанси громадських організацій і добродійних фондів впливають особливості їх функціонування, пов'язані з відсутністю комерційної діяльності (а отже, і доходів, отриманих від такої діяльності), а також відсутністю державного фінансування. Основним джерелом доходів таких організацій є вступні та членські внески, добровільні та спонсорські пожертвування. Хоча громадські організації та добродійні фонди не мають права здійснювати комерційну діяльність, вони можуть мати у власності комерційні підприємства, що спрямовують їм частину одержаного доходу [28, с. 145].

Суб'єкти господарювання, що діють на засадах комерційного розрахунку, становлять одну з основних підсистем функціонування фінансів. За їх допомогою обслуговують процес створення валового внутрішнього продукту. Використання фінансових ресурсів у цьому разі пов'язано з відтворенням процесу виробництва та нагромадженням [20, с. 49].

Дослідження фінансів корпорацій, їх ролі й місця у фінансовій системі базується на вивченні їх сутності як структуризації фінансових відносин шляхом виокремлення їх складових, що є передумовою ґрунтовнішого їх вивчення.

За природою фінансові відносини розподільні, причому вартість розподіляється насамперед за суб'єктами. Останні формують грошові фонди цільового призначення залежно від ролі, яку відіграють у суспільному виробництві. Саме за цим критерієм й вирізняють окремі сфери фінансових відносин, які визначають специфіку фінансової системи окремої країни. Всередині кожної сфери розрізняють складові, а групують фінансові відносини за характером діяльності суб'єкта, що впливає на склад і призначення цільових грошових фондів [40, с. 100]. Так, у сфері нефінансового сектору економіки за цим критерієм розрізняють фінанси підприємств, що функціонують на комерційних засадах, закладів і організацій, що здійснюють некомерційну діяльність, та громадських об'єднань. Кожну складову фінансової системи, у свою чергу, поділяють за внутрішньою структурою фінансових взаємозв'язків. Так, у складі фінансів, що функціонують на комерційних засадах, за галузевою належністю розрізняють фінанси промислових підприємств, сільськогосподарських, торговельних, транспортних підприємств та ін., за організаційно-правовими формами власності – фінанси приватних, колективних підприємств та корпорацій.

Фінанси корпорацій – вужче поняття порівняно з фінансами підприємств, тому що охоплює частину форм власності та господарських товариств, для яких характерне об'єднання капіталів учасників з метою подальшого здійснення підприємницької діяльності [64, с. 18].

Функції фінансів корпорацій полягають у забезпеченні формування капіталу, що складається з акціонерного та фінансових фондів, залучених у борг, та розподілі капіталу або регулюванні непрямих вкладень.

Функція забезпечення формування капіталу прагматично стосується фінансової політики корпорації, розподілу або регулювання капіталу – інвестиційної. У свою чергу, політика, яку здійснює корпорація, залежить від фінансового зовнішнього середовища, державного регулювання, кон'юнктури внутрішнього та світового ринків, світової політики та міжнародних відносин [162, с. 42].

Корпорація здійснює підприємницьку діяльність у певному фінансовому зовнішньому середовищі, що охоплює насамперед ринок капіталів, попит на капітал та його пропозицію, що визначають відсоткові ставки, які, у свою чергу, впливають на можливість корпорації залучати капітал. На підприємництво впливають податки, митна політика, розвиток реклами. Слід розуміти, що корпорація не може впливати на це середовище, а здатна лише сприймати його як таке і враховує його вплив на діяльність корпорації.

Фінансові ресурси корпорації – це сукупність власних коштів та надходжень позикових і залучених коштів, призначених для виконання фінансових зобов'язань, фінансування поточних витрат та пов'язаних з розширенням капіталу. Ці ресурси є результатом взаємодії надходження, витрачання та розподілу грошових коштів, їх накопичення та використання [30, с. 74].

Новостворена корпорація одержує фінансові ресурси від засновників, власників (інвесторів), комерційних банків, інвестиційних фондів та інших учасників. У подальшому фінансові ресурси формуються переважно за рахунок власних джерел – прибутку і амортизаційних відрахувань, що не виключає залучення до обороту фінансових ресурсів внаслідок додаткових емісій акцій, облігацій та інших цінних паперів, отримання кредитів та інших позикових коштів.

Фінансові ресурси корпорацій формуються в результаті виробничо-господарської діяльності шляхом отримання грошей

за продані товари, які вони виробляють, а також мобілізації коштів на фінансовому ринку. Усе це впливає на наявність великої кількості потоків грошових коштів, фінансову залежність, що створюють фінансові відносини.

Основне завдання фінансових менеджерів полягає в раціональному використанні фінансових ресурсів, визначенні найефективніших форм фінансових ресурсів і забезпеченні на цих засадах одержання прибутку [27, с. 54].

Фінансові ресурси корпорацій відіграють важливу роль у відтворювальному процесі та його регулюванні, розподілі коштів за напрямками використання, стимулюють розвиток господарської діяльності та підвищення її ефективності та уможливають контроль за фінансовим станом корпорацій.

Вимоги фінансів корпорацій полягають у необхідності мобілізації фінансів, що сприятиме забезпеченню маневреності та концентрації коштів на найважливіших етапах господарської діяльності; розробленні планів надходження фінансових ресурсів та визначення основних напрямів їх використання на майбутній період і довгострокову перспективу; постійному дотримуванні певних пропорцій між витрачанням та надходженням фінансових ресурсів; здійсненні емісії цінних паперів, фінансового лізингу, проектного фінансування для залучення капіталу; дотриманні оптимізації структури та вартості капіталу, забезпеченні фінансової стійкості та ділової активності корпорації.

Джерелами фінансових ресурсів є всі грошові доходи і надходження, які має корпорація в певний період (або на певну дату) і спрямовує на здійснення грошових витрат і відрахувань, необхідних для виробничого та соціального розвитку: інвестицій (прямих, портфельних та ін.), авансувань у поточні витрати (переважно в собівартість), витрат і відрахувань на соціальні та інші потреби, централізовані спеціальні фонди і бюджети різних рівнів [26, с. 258].

За джерелами формування фінанси корпорацій поділяють на власні, позикові, залучені, асигнування з бюджету чи централізованих позабюджетних фондів.

Класифікацію фінансових ресурсів за джерелами їх формування схематично показано на рис. 1.4.



Рис. 1.4. Класифікація фінансових ресурсів корпорації

Основними напрямками використання фінансових ресурсів корпорації є фінансування поточних потреб виробничо-торгівельного процесу для забезпечення нормального функціонування виробництва і торговельної діяльності корпорації шляхом запланованого спрямування грошових коштів на основне виробництво, виробничо-допоміжні процеси, постачання, маркетинг і збут продукції; фінансування адміністративно-організаційних заходів для підтримання високого рівня функціональності системи управління корпорації шляхом її реструктуризації, створення нових служб або скорочення управлінського апарату; інвестування коштів в основне виробництво у формі довго- та короткострокових вкладень з метою його розвитку (повне оновлення і модернізація виробничого процесу), створення нового виробництва або скорочення

окремих збиткових напрямів; фінансові вкладення – інвестування фінансових ресурсів для цілей, від реалізації яких корпорація отримає більший дохід, ніж від розвитку власного виробництва: придбання цінних паперів та інших активів у різних сегментах фінансового ринку, вкладення у статутний капітал інших компаній з метою отримання доходу та прав на участь в управлінні цих компаній, венчурне фінансування (вкладення капіталу у проекти з високим рівнем ризику і водночас високою прибутковістю), надання кредитів іншим компаніям; формування резервів, що здійснює як безпосередньо корпорація, так і спеціалізовані страхові компанії та державні резервні фонди за рахунок нормативних відрахувань для підтримання безперервного кругообігу фінансових ресурсів, захисту компанії від несприятливих змін кон'юнктури ринку.

Джерелами формування власних коштів можуть бути виручка від реалізації (амортизація, прибуток, резервний фонд та інші фонди); доходи від іншої реалізації та позареалізаційні доходи; позикові ресурси відповідних кредиторів; залучені ресурси відповідних інвесторів; асигнування з бюджету і надходжень з позабюджетних фондів [28, с. 13].

Фінансові ресурси корпорацій формуються переважно за рахунок прибутку від основної та інших видів діяльності, а також виручки від реалізації вибулого майна, амортизації, приросту стійких пасивів, позик, різних цільових надходжень, пайових та інших внесків працівників корпорації.

Фінансові ресурси корпорації можуть бути мобілізовані на фінансовому ринку. Форми їх мобілізації – продаж акцій, облігацій та інших цінних паперів, які випускає корпорація; дивіденди і відсотки за цінними паперами інших емітентів; доходи від фінансових операцій та ін. Корпорації можуть отримувати фінансові ресурси від асоціацій і концернів, до яких входять, вищих організацій при збереженні галузевих структур органів державного управління у вигляді бюджетних субсидій, виплат страхових організацій. У складі цієї групи фінансових ресурсів, які формуються в порядку перерозподілу, дедалі значнішу роль відіграють виплати страхових відшкодувань за одночасного скорочення бюджетних фінансових джерел, що здійснюються виключно за цільовим призначенням.

Оскільки фінанси корпорацій є невіддільною складовою економічних відносин, що виникають у процесі господарської діяльності, принципи їх організації залежать від засад господарської діяльності корпорації.

Принципи організації фінансів корпорацій тісно пов'язані з цілями і завданнями діяльності корпорацій, визначеними установчими документами. До принципів організації фінансів належать саморегулювання господарської діяльності, самоокупність, самофінансування, розподіл джерел формування оборотних коштів на власні та позикові, розподіл капіталу на обіговий та необіговий, наявність фінансових резервів, контроль за результатами діяльності, наявність цільових фондів грошових коштів [78, с. 24].

Принцип саморегулювання полягає в наданні корпораціям повної самостійності у прийнятті та реалізації рішень з виробничого і науково-технічного розвитку виходячи з наявних матеріальних, трудових і фінансових ресурсів. Корпорація безпосередньо планує діяльність і визначає перспективи розвитку згідно з попитом на продукцію (послуги). Основу оперативних і поточних планів становлять договори, укладені зі споживачами продукції або послуг і постачальниками матеріальних ресурсів. Фінансові плани покликані забезпечувати грошовими ресурсами заходи, передбачені у виробничих планах, а також гарантувати збереження інтересів бюджетної системи держави.

Для залучення додаткових фінансових ресурсів корпорації випускають емісійні цінні папери (акції та облігації) і беруть участь у діяльності фондових бірж.

Принцип самоокупності припускає, що кошти, вкладені в розвиток корпорації, повинні окупитися за рахунок прибутку та інших власних фінансових ресурсів. Ці кошти покликані забезпечити мінімум нормативної економічної ефективності власного капіталу корпорації. При самоокупності просте відтворення фінансується за рахунок власних джерел і вносить податки в бюджетну систему. Реалізація цього принципу потребує рентабельної діяльності всіх підприємств та ліквідації збитків.

На відміну від самоокупності самофінансування передбачає не лише рентабельну діяльність, а й формування на комерційних засадах фінансових ресурсів, що забезпечують не лише просте, а й розширене відтворення, а також доходи бюджетної системи.

Розвиток принципу самофінансування передбачає посилення матеріальної відповідальності корпорацій за дотримання договірних зобов'язань, кредитно-розрахункової та податкової дисциплін. Сплата штрафних санкцій за порушення умов господарських договорів, а також відшкодування заподіяних збитків іншим організаціям не звільняє корпорацію без згоди споживачів від виконання зобов'язань з постачання продукції.

Розподіл джерел формування оборотних коштів на власні та позикові визначається особливостями технології і організації виробництва в окремих галузях господарства. У галузях сезонного характеру виробництва підвищується частка позикових джерел формування оборотних коштів [35, с. 141].

У галузях з несезонним характером виробництва (важка промисловість, транспорт, зв'язок) у складі джерел утворення оборотних коштів переважають власні обігові кошти.

Поєднання власних та позикових коштів дає змогу корпорації якнайраціональніше використовувати обігові кошти. Повне збереження обігових коштів – необхідна умова безперервності їх обертання. Корпорація повинна забезпечувати збереження, раціональне використання та прискорення обігу оборотних коштів.

Облік фінансових резервів необхідний для забезпечення стійкої діяльності корпорацій в умовах можливих коливань ринкової кон'юнктури, що зростає, матеріальної відповідальності за невиконання зобов'язань перед партнерами.

У корпораціях фінансові резерви формуються в законодавчому порядку з чистого прибутку. У інших суб'єктів господарювання їх утворення регламентовано установчими документами.

Необхідність контролю за фінансово-господарською діяльністю об'єктивно виходить із сутності фінансів як грошових

відносин. Фінансово-господарська діяльність корпорації пов'язана з формуванням та витрачанням грошових коштів, отже, стосується інтересів держави, працівників корпорації, акціонерів та інших контрагентів. Контроль виявляється через аналіз фінансових показників діяльності корпорацій та заходи впливу різного змісту.

Кожна корпорація для нормального функціонування повинна мати певні цільові фонди грошових коштів, найважливішими з яких є фонди основних засобів та обігових засобів, резервний, амортизаційний, ремонтний, розвитку виробництва, науки і техніки, матеріального стимулювання, соціального розвитку та резервний.

Реалізовувати зазначені принципи потрібно при розробленні фінансової політики та організації системи управління фінансами корпорацій. При цьому слід враховувати сферу, види та напрями діяльності, галузеву належність.

Дотримання зазначених принципів забезпечує фінансову стійкість та дохідність корпорацій.

Фінанси корпорації формуються за рахунок власних джерел у момент її заснування, коли утворюється акціонерний капітал. У складі внутрішніх джерел поповнення фінансових ресурсів основне місце посідає накопичений та нерозподілений прибуток, що забезпечує приріст власного капіталу, а відповідно й підвищення ринкової вартості корпорації. Значну роль у складі внутрішніх джерел відіграють амортизаційні відрахування, особливо в корпораціях з високою вартістю власних основних засобів та нематеріальних активів. Поряд з цим джерелами власних фінансових ресурсів є додатковий капітал у частині емісійного доходу, результати переоцінювання основних засобів.

До зовнішніх джерел формування фінансових ресурсів корпорації належать довгострокові банківські кредити та єврооблігації.

Фінансові ресурси, що використовуються в діловому обороті корпорації та дають прибуток, трансформуються в капітал. Процес трансформації включає кілька етапів.

Акумулявання тимчасово вільних фінансових ресурсів на фінансових ринках. На цьому етапі виявляється потенційна можливість трансформації фінансових ресурсів у капітал. Основними чинниками визначення реалізації такої можливості є інвестиційні очікування власників капіталу, інвестиційна привабливість корпорації, її фінансова стійкість.

Залучення фінансових ресурсів в оборот корпорації. Саме на цьому етапі потенційна можливість трансформації фінансових ресурсів у капітал реалізується у процесі формування конкретних елементів фінансової структури капіталу. Така трансформація стає можливою за умови поєднання інтересів інвесторів та учасників корпорації за обсягом та вартістю залучених ресурсів, термінами та напрямками їх використання.

Приріст капіталу. На цьому етапі визначаються ефективність політики залучення фінансових ресурсів та безпосередньо фінансової структури капіталу. Результати цього етапу характеризує ступінь досягнення інтересів інвесторів та фінансових цілей корпорації. На цьому етапі або підвищується вартість корпорації та формуються внутрішні елементи власного капіталу, або вартість корпорації знижується, погіршується її фінансовий стан та знижується інвестиційна привабливість.

Обсяг власного капіталу, який використовує корпорація, характеризує водночас потенціал залучення нею запозичених фінансових ресурсів, що забезпечують отримання додаткового прибутку.

Фінанси корпорацій – це врегульовані правом відносини щодо об'єднання вкладів засновників та учасників у статутний фонд як колективну власність акціонерів; випуску та обігу акцій; отримання доходів; розподілу майна та прибутку до фондів товариства; виплати дивідендів на акції [37, с. 100].

За організаційно-правовою формою корпорація для ринкової економіки є найприйнятнішим видом підприємницького об'єднання, тому що якнайповніше забезпечує функцію концентрації та централізації капіталу і його подальшого використання [163, с. 107].

Визначаючи роль фінансів корпорацій, необхідно наголосити на їх багатогранності, адже вони охоплюють грошові відносини із засновниками товариств, трудовим колективом, постачальниками, покупцями, бюджетом, банками, позабюджетними, страховими та іншими організаціями. Фінанси корпорацій функціонують у процесі придбання сировини, матеріалів та інших товарно-матеріальних цінностей, реалізації виробленої продукції; при інвестуванні, формуванні капіталу і резервів, створенні та розподілі прибутку, виплаті дивідендів за акціями і відсотків за облігаціями, сплаті податків до бюджету, отриманні та погашенні кредитів. Відмінності в організаційно-правовому статусі корпорацій істотно впливають на організацію їх фінансів – джерела і порядок формування статутного капіталу та закріплення прав власників через акціонування, систему розподілу прибутку, відносини з бюджетом [24, с. 109].

Таким чином, фінанси корпорації – це сукупність принципів і методів формування, розподілу та використання фінансових ресурсів з метою забезпечення прибуткової діяльності, розширеного відтворення, а також відносини, що виникають на всіх стадіях створення, діяльності, реорганізації та ліквідації корпорації.

1.2. Методологічні засади управління фінансами корпорацій

Управління фінансами корпорації є складовою загального управління, основна мета якого полягає в підвищенні вартості капіталу і добробуту акціонерів. Фінансовому управлінню надають особливого значення. Управління фінансами – це політика щодо формування та розподілу капіталу корпорації, прийняття відповідних цій політиці рішень, планування фінансової діяльності, складання та аналізу фінансової звітності, організації контролю за виконанням прийнятих рішень; управління обмеженими грошовими коштами та їх витрачанням в умовах невизначеності ринкових відносин і ризику.

Корпорація здійснює виробничу і фінансову діяльність у певному навколишньому середовищі. Особливого значення для корпорації фінансове навколишнє середовище набуває при формуванні її фінансової та інвестиційної політики. Від стану фінансового навколишнього середовища залежать формування та розподіл капіталу корпорації.

Фінансове навколишнє середовище – це складна система формування попиту на капітал та його пропозиції, цін (курсів) на корпоративні та державні цінні папери, валютних курсів, структури податкових ставок і пільг, митних тарифів і квот в умовах невизначеності, ризику та неповної інформації.

Процеси, що відбуваються у фінансовому навколишньому середовищі, тісно пов'язані з надзвичайно рухливою економічною кон'юнктурою, часто мають хаотичний і непередбачуваний характер. Мотивації і пріоритети учасників економічних відносин змінюються залежно від впливу випадкових подій. З огляду на це вивчення стану фінансового ринку, руху процентних ставок, принципів державного регулювання є найважливішими питаннями в управлінні фінансами корпорації.

Корпорація як господарська одиниця не може впливати на фінансове навколишнє середовище, що формується залежно від політичних, економічних та соціальних чинників як внутрішнього, так і зовнішнього характеру. До існуючого навколишнього середовища корпорація пристосовується, а отже, повинна мати про нього доволі повну інформацію для розроблення такої фінансової та інвестиційної політики, яка б найбільшою мірою забезпечувала ефективність виробництва з урахуванням можливих ризиків, тобто базувалася на ефективному корпоративному управлінні.

У наукових джерелах корпоративне управління трактується як система виборних та призначених органів, які здійснюють управління діяльністю акціонерних товариств, що повинна відображати баланс інтересів акціонерів та всіх

учасників акціонерних відносин і спрямовуватись на забезпечення отримання максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності товариств [46, с. 24].

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України наводить таке визначення: корпоративне управління – це система відносин, що визначає правила та процедури прийняття рішень про діяльність господарського товариства та здійснення контролю, а також розподіл прав і обов'язків між органами товариства та його учасниками щодо управління ним.

Сутність поняття «корпоративне управління» науковці трактують по-різному. Це поняття використовується як у зарубіжній економічній літературі, так і запроваджується у вітчизняній, що зумовлено поширеністю корпоративної власності, необхідністю управління нею і стрімким розвитком корпоративного сектору економіки в Україні.

Природа корпоративної власності складна і відповідно корпоративне управління як категорія так само є складною системою економічних відносин, що включає багато внутрішніх і зовнішніх елементів.

Термін «корпоративне управління» застосовують доволі часто. Нині не існує єдиного визначення цього терміна ні в зарубіжній, ні вітчизняній науковій літературі.

Так, вітчизняний учений В.А. Євтушевський [57, с. 10] характеризує корпоративне управління як процеси регулювання власником руху його корпоративних прав з метою отримання прибутку, управління корпоративним підприємством, відшкодування витрат через отримання частки майна при його ліквідації. С.А. Румянцев наводить таке визначення: «корпоративне управління – це система виборних та призначених органів, які здійснюють управління діяльністю відкритих акціонерних товариств, що відображає баланс інтересів власників і спрямована на збереження максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності товариства згідно з

нормами чинного законодавства» [106, с. 13]. Це поняття М.І. Небава трактує так: «корпоративне управління – це процеси регулювання власником руху його корпоративних прав з метою отримання прибутку, управління корпоративним підприємством, можливих спекулятивних операцій з корпоративними правами, відшкодування витрат через отримання частки майна при його ліквідації» [93, с. 12]. Ширше визначення наводить І.Л. Сазонець: «корпоративне управління – це система функціонування державних і корпоративних органів управління, які здійснюють управління діяльністю акціонерних товариств, що відбиває баланс інтересів власників та інших зацікавлених сторін і спрямоване на одержання прибутку відповідно до норм чинного законодавства» [108, с. 17].

Часто під корпоративним управлінням розуміють загальний менеджмент, що не точно визначає його сутність. Іноді корпоративне управління подають як систему органів управління або сукупність організаційно-правових норм.

У результаті аналізу існуючих визначень доходимо висновку, що корпоративне управління – це система відносин між органами товариства та його власниками щодо управління діяльністю товариства з метою отримання прибутку.

Належне корпоративне управління не обмежується виключно відносинами між інвесторами та менеджерами, а передбачає також урахування інтересів власників і активну співпрацю з особами, для яких становить інтерес діяльність товариства. Зарубіжні вчені Р. Брейлі та С. Майєрс [29, с. 287] трактують корпоративне управління як зведення правил і принципів, що забезпечують таке управління та контроль над компанією і найбільшою мірою враховують інтереси акціонерів та інших зацікавлених осіб, включаючи працівників, клієнтів і постачальників.

Корпоративне управління є одним з ключових елементів і передумовою ефективної діяльності корпорації, підвищення довіри інвесторів. Наявність ефективної системи корпоратив-

ного управління підвищує вартість капіталу корпорації, зумовлює ефективне використання ресурсів, що створює базу для зростання.

Корпоративне управління – це система, за допомогою якої спрямовують та контролюють діяльність товариства. У межах корпоративного управління визначається, як інвестори контролюють діяльність менеджерів, а також яку відповідальність несуть менеджери перед інвесторами за результати діяльності товариства. За належної системи корпоративного управління інвестори переконані, що керівництво товариства ефективно використовує їх інвестиції для фінансово-господарської діяльності і, отже, підвищується вартість частки інвесторів у капіталі корпорації.

Належне корпоративне управління передбачає врахування законних інтересів та активну співпрацю із зацікавленими особами, які мають легітимний інтерес у діяльності товариства. Це пов'язано з тим, що корпорація не може існувати незалежно від суспільства, де функціонує, і остаточний успіх її діяльності залежить від внеску всіх зацікавлених осіб.

Сутність корпоративного управління полягає в системі відносин між інвесторами – власниками товариства, його менеджерами, а також зацікавленими особами для забезпечення ефективної діяльності товариства, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин.

Отже, корпоративне управління – це система взаємопов'язаних елементів внутрішнього та зовнішнього середовища, де функціонує корпорація, спрямованих на забезпечення сталого розвитку і формування ефективної функціональної та організаційної структури і процесу управління та одержання прибутку [124, с. 123].

При цьому корпоративне управління слід розглядати не лише як певну структуру, а й процес, необхідний для досягнення корпоративних цілей (рис. 1.5).



Рис. 1.5. Основні складові корпоративного управління

Чинники зовнішнього та внутрішнього середовища корпоративного управління складаються із взаємопов'язаних та взаємодіючих елементів.

Зовнішнє середовище – це оточення, яке впливає на діяльність корпорації, але не контролюється ним.

Одним з найважливіших елементів зовнішнього середовища корпоративного управління є державне регулювання корпоративного сектора. Загалом державне регулювання як один з напрямів корпоративного управління виходить за межі безпосереднього управління державними підприємствами та корпораціями. Створюючи цілісну організаційно-правову базу функціонування економіки, держава різною мірою регулює напрями діяльності корпорацій. Це середовище включає законодавчу та нормативну базу, що ілюструє практичний досвід формування структур управління у країні, статут та внутрішні положення кожної корпорації.

Регулюють діяльність корпорацій органи загальної та спеціальної компетенції. Такий підхід характерний для всіх країн і означає, що на рівні законодавчих органів видаються

нормативні акти, які мають чинність закону і регламентують загальні засади функціонування корпоративного сектора. До таких актів належать насамперед Цивільний, Господарський та Податковий кодекси України, а також закони України «Про акціонерні товариства», «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Згідно з цими нормативними актами регулюється та контролюється господарська діяльність юридичних осіб і визначається порядок ведення звітності (бухгалтерської, статистичної, податкової) за результатами їх діяльності.

Органи спеціальної компетенції покликані забезпечувати регулювання та контроль діяльності корпорацій з урахуванням специфіки цього сектора, що полягає у реалізації державної політики у сфері випуску й обігу цінних паперів, створенні умов для мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів, фінансових ресурсів з урахуванням інтересів корпорації, публічному розміщенні інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати виробничо-господарської діяльності корпорацій та іншій інформації, що може впливати на формування цін на ринку цінних паперів для забезпечення рівних можливостей доступу емітентів, інвесторів і посередників на фондовий ринок.

До органів спеціальної компетенції належать Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку, Державна комісія з регулювання фінансових послуг, Фонд державного майна України та Антимонопольний комітет у межах наданих йому повноважень.

Крім зазначених державних структур у системі корпоративного регулювання важливе місце посідають саморегулівні організації – добровільні безприбуткові об'єднання професійних учасників фондового ринку. Вони створюються з метою захисту інтересів їх членів, сприяють організації і розвитку інфраструктури ринку цінних паперів, сумлінної конкуренції

суб'єктів фондового ринку, організовують методичне підтримання членів таких об'єднань. Оскільки вони входять до системи корпоративних відносин, їх реєструє Державна комісія цінних паперів та фондового ринку.

Внутрішні елементи корпоративного управління поділяються на організаційну та функціональні системи управління. Організаційна система управління залежить насамперед від наявності ефективних норм та процедур взаємовідносин власників та їх впливу на менеджмент. Такі норми і процедури, як проведення загальних зборів і прийняття ними рішень, визначення органів нагляду за діяльністю менеджерів у періоди між зборами, визначення компетенції укладання угод з різними вартісними величинами, належать до необхідних і надзвичайно важливих елементів корпоративного управління. Рівень світового господарства включає міжнародні фінанси, що відображають економічні відносини держав з формування фондів фінансових ресурсів. В основу забезпечення фінансовими ресурсами функціонування міжнародних фінансових відносин покладено національно-державні фінанси. Міжнародні фінанси відбивають економічні відносини, що виникають у результаті формування фінансових ресурсів та їх розміщення й використання для здійснення заходів світового чи міждержавного рівнів.

Національна фінансова система на макрорівні включає державні фінанси, обов'язкове державне страхування та фінансовий ринок.

Державні фінанси можна визначити як сукупність фондів фінансових ресурсів загальнодержавного призначення. За структурою це дуже складна та багатопланова складова фінансової системи. Державні фінанси охоплюють державний та місцеві бюджети; централізовані та децентралізовані фонди цільового призначення; фінанси підприємств і організацій державної та комунальної форм власності; державний кредит; державне особисте та майнове страхування. Провідне місце в державних фінансах посідають бюджети

різних рівнів, які об'єднуються у зведеному бюджеті держави. Страхування відіграє специфічну роль у фінансовій системі. Воно є сукупністю фондів фінансових ресурсів, основне призначення яких полягає в покритті втрат, що виникли з непередбачених причин, або фінансовому забезпеченні заходів, що не увійшли до планів фінансування, але важливі для держави [48, с. 165; 84].

Функціональні елементи управління виконують такі функції, як управління власністю і капіталом, виробничо-збутову, фінансово-економічну, управління інноваційним розвитком.

Управління власністю і капіталом передбачає облік майна, оформлення прав на нього; організацію ефективного використання майна; розподіл майна між організаційними підрозділами і структурами; бюджетне та податкове планування, бізнес-плани; банкрутство.

До найважливіших заходів виробничо-збутової системи належать обґрунтування обсягу виготовлення продукції певної номенклатури та асортименту відповідно до потреб ринку; формування маркетингових програм для окремих ринків і кожного виду продукції, їх оптимізація щодо виробничих можливостей корпорації; збалансування виробничої потужності та програми випуску продукції на поточний і кожний наступний роки прогнозного періоду; забезпечення виробництва необхідними матеріально-технічними ресурсами; розроблення й дотримання узгодження в часі оперативно-календарних графіків випуску продукції; дієва реклама і безпосередня організація збуту виготовленої продукції; розвиток системи товарних бірж; належне стимулювання покупців та післяпродажний сервіс.

Сутність управління інноваційною діяльністю полягає у сприянні генеруванню та реалізації нових комерційних ідей, здійсненні техніко-економічних, наукових розробок, проектів, освоєнні нових форм організації виробництва і праці, пошуку нових засобів задоволення потреб споживача, переході від

традиційних до нових форм господарювання, які не мають аналогів у господарській діяльності.

Фінансово-економічна діяльність підприємства охоплює такі функції: стратегічне та поточне планування, облік і звітність, ціноутворення, систему оплати праці, ресурсне забезпечення виробництва, розподіл фінансових ресурсів, фінансовий контроль, інвестиційну та дивідендну політику.

Запропонований системний підхід до корпоративного управління визначає корпорацію як відкриту систему. Він наголошує на взаємодії різних частин організації із зовнішнім середовищем, тому що вони спільно впливають на ефективність корпоративного управління. Максимізація критеріїв, продиктованих зовнішнім середовищем, забезпечує виживання корпорації в ринковому просторі [129, с. 215].

При системному підході кінцева мета не ігнорується, але вона є тільки одним з елементів у складнішому наборі критеріїв. Такий підхід більшою мірою спрямований на засоби досягнення мети, а не оцінювання безпосередньо мети.

Саме в цьому зв'язку наступним кроком ефективного корпоративного управління повинна стати внутрішня ефективність корпорації, стабільність, узгодженість усіх процесів, за якої поставлені завдання будуть досягнуті оптимальним способом за мінімальних витрат.

Мета фінансового управління корпораціями полягає в максимізації добробуту акціонерів шляхом підтримання високої ринкової вартості акцій. У західних фінансових публікаціях наголошується, що домінантою корпоративного управління є не прибуток і насичення ринку товарами та послугами, а максимізація ринкової ціни компанії. Саме така політика відповідає інтересам не лише акціонерів корпорації, а й суспільства загалом.

У великих багатогалузевих корпораціях фінансові питання зазвичай вирішує управлінський персонал [88, с. 28]. Структуру управління фінансами корпорацій показано на рис. 1.6.



Рис. 1.6. Структура управління фінансами корпорацій

До основних принципів побудови системи органів управління належать розмежування компетенції між органами управління, централізація функцій управління та контролю за діяльністю – забезпечення ефективного контролю за діяльністю правління з боку наглядової ради і підзвітність наглядової ради загальним зборам акціонерів, колегіальна побудова всіх органів управління.

Особливу роль в управлінні фінансами корпорації відіграють її вищі керівники – члени ради директорів. Вони вирішально впливають на результати діяльності корпорації.

Акціонери корпорації зацікавлені, щоб такі посади обіймали менеджери, які прагнуть та здатні досягти основної мети корпорації – підвищити її вартість. Саме за це акціонери готові встановлювати вищому керівництву високу заробітну плату.

Вище управління корпорацією незалежно від обсягу активів і прибутку здійснює директор департаменту фінансів. Він підзвітний безпосередньо президенту корпорації. Багато важливих питань вирішуються за погодженням із загальними зборами акціонерів корпорації. Рішення про виплату дивідендів, випуск цінних паперів, важливі інвестиційні рішення приймають тільки загальні збори. Основна позиція директора з фінансів свідчить про його зв'язок, з одного боку, з питаннями виробництва продукції, з іншого – з питаннями її збуту. Директору департаменту фінансів підпорядковуються фінансові відділи та служби, головний бухгалтер.

Фінансовий відділ розв'язує велике коло проблем з формування та розподілу капіталу корпорації. До його функцій входять планування (складання та організація виконання короткострокового фінансового плану; визначення перспективної програми розвитку; складання плану капітальних вкладень); прогнозування обсягу продажів; економічне оцінювання корпорації; аналіз процесів поглинання фірм; розроблення програм з формування капіталу; організація зв'язків і передавання інформації інвесторам; управління функціонуючим капіталом (грошовими фондами, вкладеннями в цінні папери, їх погашенням, управління власними коштами, дебіторською заборгованістю, інкасуванням, зберіганням і витрачанням коштів та цінних паперів).

Функцій головного бухгалтера так само багато: організація адміністративного обліку і внутрішнього аудиту; здійснення порівняльного аналізу планових і реальних витрат, доходів і прибутків від діяльності господарських одиниць, що входять до корпорації; організація страхування активів; управління податковими платежами; створення і використання інформаційних систем управління.

Основна мета управління фінансами корпорації полягає в тому, щоб у процесі управління капіталом його вартість підвищувалась. У ринковій економіці вартість може підвищитись лише в разі, якщо корпорація конкурентоспроможна. Конкурентна позиція кожної конкретної корпорації свідчить про її місце на ринку товару чи товарної групи, які вона виробляє. Вона детально визначає, за якими цінами корпорація реалізує власну продукцію, географічний ареал збуту, якість вироблених товарів та наданих послуг, можливості запровадження передових технологій та інформаційних систем для підвищення якості продукції, створення нових видів, які не мають аналогу на світових ринках.

1.3. Фінанси корпорацій у країнах з розвинутою і трансформаційною економікою

В економічно розвинених країнах основою національних економік є корпорації. Вони сприяють реалізації багатьох напрямів діяльності: концентрації капіталу та інвестуванню його в напрями, що забезпечують конкурентоспроможність на світових і національних ринках; пом'якшенню суперечностей між працею і капіталом; подоланню внутрішньої суперечності людини-власника і людини-працівника; формуванню корпоративної культури.

Капітал корпорації поділений на акції, які можна передавати або продавати.

Структура власності та контролю залежить від національного правового режиму корпорацій. У світовій практиці існують дві форми корпорацій – партнерства та акціонерні товариства. У партнерств кількість власників обмежується законом, а в акціонерних товариствах вона не обмежена – капітал можна збільшувати шляхом залучення нових вкладників.

Для кожної країни характерні певні історичні та соціальні чинники впливу на формування корпоративного сектору,

проте є багато спільних ознак функціонування корпорацій та їх фінансів [57, с. 81].

Структура управління корпорацією в конкретній країні визначається кількома чинниками: законодавством і нормативними актами, що регулюють права та обов'язки всіх сторін, що беруть участь в корпоративному управлінні; структурою управління у країні; статутом акціонерного товариства.

Дослідники вирізняють три основні моделі управління акціонерними товариствами на розвинених ринках капіталу: англо-американську, японську та німецьку.

Основними ознаками, або елементами, кожної моделі є ключові учасники корпорації, структура володіння акціями в конкретній моделі, склад ради директорів (або рад у німецькій моделі), законодавчі обмеження, вимоги до розкриття інформації для корпорацій, включених у лістинг, корпоративні дії, що потребують схвалення акціонерів, механізм взаємодії ключових учасників корпорації.

Процес формування певної моделі управління динамічний: структура корпоративного управління завжди відповідає умовам та особливостям конкретної країни.

У США термін «компанія» вживають переважно щодо некомерційних організацій. Для визначення комерційних фірм, що діють за принципом обмеженої відповідальності її власників, у США та багатьох інших країнах існує поняття «корпорація», що створюється відповідно до законів держави або місцевої влади, де передбачається її реєстрація. Так, у США діють закони штатів, кожний з яких має певні особливості, але спільними для них є дві умови: по-перше, адміністрація одержує комісійні за послуги, пов'язані з реєстрацією; по-друге, корпорації зобов'язані регулярно (раз на рік) подавати звіт про здійснену діяльність.

Законодавство постійно вдосконалюється: до 1908 р. корпорації США не повинні були публікувати власні балансові звіти, а у 1948 р. держава зобов'язала корпорації вести книги обліку, необхідні для одержання правдивої інформації про

стан справ у корпораціях, а також контролю. В окремих штатах встановлюються пільгові та простіші умови реєстрації нових корпорацій.

Засновники корпорації повинні подати до департаменту за місцем реєстрації підписану ними заяву разом з договором про інкорпорування, тобто надання згідно із законом групі осіб статусу юридичної особи корпорації. Цей документ повинен містити такі реквізити: назву корпорації, її мету, вид занять, вартість капіталу, кількість, суму та види цінних паперів, що свідчить про власність частини капіталу, місце знаходження головного офісу, запланований термін існування корпорації, кількість директорів, їх імена та адреси. У документі фіксують також правила внутрішнього правління майбутньою корпорацією, порядок обрання ради директорів (усіх членів ради переобирають щорічно або кожних три роки тільки одну третину), переваги власників капіталу корпорації при купівлі нових часток капіталу.

Акціонерна система, що випробована століттями за критерієм ефективного використання спільної власності, постійно вдосконалюється в управлінні та організації. Демократичність управління відображається у формулі «одна акція – один голос». За таких умов власники більшості акцій становлять більшість у корпорації. У цьому разі з'являється контрольний пакет акцій. Традиційно під контрольним розуміють пакет акцій, на підставі якого акціонеру належить 50% + 1 голос. Акціонер, що володіє контрольним пакетом акцій, має можливість ввести до складу ради директорів або правління будь-якого кандидата, висувати та проводити на зборах акціонерів будь-які пропозиції, впливати на напрями діяльності емітента, тобто можливість визначати подальшу долю емітента. З володінням контрольного пакету акцій великого поширення дістала система участі одних акціонерних товариств в інших. У такому разі одна корпорація може володіти контрольним пакетом кількох інших корпорацій. У результаті виникає система вертикальної фінансової залежності багатьох корпо-

рацій, на чолі яких стоїть головна фірма – холдинг – компанія, що контролює всю систему.

Акції американських компаній дуже подрібнені, причому велика кількість корпорацій не мають ні приватних, ні корпоративних акціонерів, що володіють більш як 1% випущених в обіг акцій. З огляду на це дрібні власники не можуть претендувати на переважне право представництва в корпорації. До того ж неіндивідуальні володіння зосереджені в пенсійних та взаємних фондах. Ці інституційні інвестори, що нині контролюють понад 50% американського ринку, переважно є тільки розпорядниками грошей; вони не домагаються представництва у правлінні й уникають відповідальності за власність, яку несе великий власник акцій в кожній окремій корпорації.

Значний поділ власності перешкоджає власникам контролювати управління, але надає їм можливість вибору, тобто продавати власні акції, що дуже важко зробити власникам великих паїв. Власники великих паїв не можуть легко продати власні акції, принаймні так, щоб не зазнати відчутних збитків – в умовах ринку продаж великої кількості акцій, як правило, знижує їх ціну. Отже, для великих власників зацікавленість у прибутковості корпорації однаковою мірою необхідна і вигідна, а власник мізерної частки корпоративного капіталу може розпродати власні акції дуже легко, тому він не так зацікавлений у внутрішньому контролі. Небезпека масового продажу акцій корпорації впливає на поведінку менеджерів ще й тому, що при цьому підвищується вартість нагромадження нового капіталу, а також виникає загроза активізації ринку контролю корпорацій.

Завдяки місткості, досконалості та дієвості фінансові ринки США відіграють важливу роль у розвитку фінансових ринків загалом; шляхом злиття, поглинання, приєднання і купівлі корпорацій ці ринки дають змогу інвесторам встановлювати контроль над корпоративним капіталом. Американські корпорації належать власникам корпоративних акцій, що

пов'язано з наглядовими привілеями, до яких належать, зокрема, право приймати рішення про використання капіталу корпорації у випадках, не контрольованих законом, або переданого іншим за контрактом. При цьому залишкові права обмежені: згідно із законодавством США права акціонерів впливати на поточні справи корпорації по суті зведені до вибору директорів корпорації, які потім ведуть справи корпорації від їх імені. Акціонери можуть голосувати за зміну статуту корпорації або правил внутрішнього розпорядку і схвалювати або відкидати важливі зміни, що призводять до ліквідації корпорації. Проте акціонери не мають жодних прямих прав приймати рішення про ведення справ корпорації, не беруть безпосередньої участі у встановленні дивідендів корпорації, найманні чи звільненні керівництва або визначенні напрямів важливих капіталовкладень корпорації.

Хоча номінально і юридично корпорації в США належать власникам акцій, юридичних прав у акціонерів небагато, а зобов'язань ще менше. Акціонери можуть давати доручення діючому керівництву або іншим представникам. За акціонерними сертифікатами США, які є іменними, ніхто інший не має права голосувати без належно оформленого доручення від власника, завіреного для кожного конкретного голосування з певного питання. Цей процес і зміст посвідчень про передання голосу регулює Комісія з цінних паперів і бірж (SEC), що має право інспекції всіх посвідчень про передання голосу [179, с. 31].

Пропозиції акціонерів не можуть стосуватися поточних ділових питань і взагалі не обов'язкові для керівництва.

Акціонери становлять єдину групу, прибутки якої не гарантовані контрактом, а є залишковими, тобто це сума, що залишається після сплати всіх видатків, боргів та інших зобов'язань. Завдання правління полягає в забезпеченні такого управління корпорацією, яке максимально підвищуватиме прибутковість акціонерів, що визначається такими фінансо-

вими показниками, як прибуток на інвестований капітал і ринкова вартість корпорації.

Правління корпорацій у США можуть враховувати інтереси окремих груп, що не володіють акціями. Закони, що визнають відповідальність приватних корпорацій перед суспільством, прийнято в більшості штатів. Проте більшість законів лише обмежують умови злиття корпорацій і жодний не зобов'язує правління корпорацій враховувати інтереси не акціонерів.

Згідно із законодавством США управляти справами корпорації повинна єдина рада директорів. Закон не розмежовує виконавчі та невиконавчі функції між директорами корпорації, а уповноважує правління як єдине ціле управляти корпорацією. Термін членства у правлінні внутрішніх і зовнішніх директорів встановлює безпосередньо корпорація. У правліннях корпорацій у США домінують зовнішні директори – дев'ять із дванадцяти членів у типовому правлінні. До правління завжди входить головний виконавчий директор корпорації, який у більшості корпорацій є також головою. Передбачається, що всі директори – і виконавчі, і не виконавчі – відіграють роль довірчих агентів корпорації та її акціонерів.

Згідно із законодавством США директори корпорації як довірчі агенти акціонерів зобов'язані бути сумлінними і справедливими, захищати інтереси акціонерів. До обов'язків правління корпорації належать нагляд за керівництвом, добір членів правління і спадкоємність, перевірка фінансового становища і розміщення фондів, нагляд за соціальними зобов'язаннями, забезпечення дотримання законів.

З огляду на історію функціонування економіки США за останні 50 років система правлінь зарекомендувала себе цілком позитивно хоча б тому, що не торкалась управлінських прерогативів. Проте роль правління за цей час істотно змінилась. Поступово правління почали перебирати на себе спостережні функції за фінансовою діяльністю, а також розширювати функції від довірчого нагляду до консультацій і

участі у виборі стратегії корпорації. Це пов'язано з тим, що з окремих стратегічних рішень інтереси корпоративних акціонерів і менеджерів можуть не збігатися і це спонукає останніх приймати рішення, що призводять до нераціонального використання ресурсів [106, с. 71].

Частиною акціонерного капіталу корпорацій США володіють пенсійні та пайові фонди. Більшість таких утримувачів не бере участі в управлінні корпораціями і не хоче брати на себе відповідальності. Акціонери або віддають голоси менеджменту корпорації, або висувають власні пропозиції. Корпорацією управляє унітарна рада директорів, на яку покладається низка обов'язків. Насамперед вона оцінює стратегію, фінансову діяльність та розподіл фондів, наглядає за виконанням соціальних обов'язків та законністю діяльності. Головний управляючий корпорації впливає на призначення членів ради директорів. Особливість володіння акціями у США полягає в тому, що жодний акціонер не має такої частки акцій, яка б надавала йому змогу істотно впливати на діяльність за правом контролю. Подрібненість акцій, а також розрив власності та влади негативно впливають на розвиток корпоративного сектору. Іноді суперечності між менеджерами та акціонерами призводять до зниження здатності корпорацій пристосовуватися до змін навколишнього середовища, що не лише не відповідає їх інтересам, а й негативно впливає на економіку країни загалом. Проте ця проблема характерна не лише для корпорацій США, а й європейських та українських.

Корпорації США економічно потужні, їх частка становить близько 20% загальної кількості підприємств, але при цьому на них припадає близько 90% обсягу продажу товарів та послуг. У США налічується близько 2,7 млн корпорацій, сумарний оборот яких становить 5700 млрд дол. США. З-понад 50 тисяч транснаціональних корпорацій, які діють у світовій економіці, значна частина припадає на корпорації США. Діловий обсяг найбільших 500 корпорацій становить близько

7,2 трлн дол., кількість зайнятих – 24 млн. Частка цих корпорацій у валовому внутрішньому продукті перевищує 70%.

З позицій власності корпоративний сектор США становить значну частину національного багатства.

Характерною ознакою корпоративної власності у США є відсутність домінантних інвесторів. Корпорації у США більшою мірою орієнтовані на зовнішній ринок, внутрішні механізми діяльності розвинені меншою мірою [57, с. 83].

Сучасний стан корпоративного сектору на прикладі Франції характеризується значною часткою корпоративного сектору в економіці країни. Власність в акціонерному капіталі спрямована на існування великого інвестора. Так, у 85% корпорацій Франції один акціонер володіє понад 25% акціонерного капіталу. Навіть у законі Франції «Про акціонування державних підприємств» (1986 р.) передбачено необхідність продажу не менше 25% акцій новоутвореного акціонерного товариства стратегічним інвесторам – великим компаніям, а ще 15–20% – іноземним покупцям. Основним джерелом розвитку більшості корпорацій Франції є позикові кошти, залучення яких вважається доцільнішим, ніж акціонерна емісія.

Банківсько-фінансові установи одночасно є власниками і кредиторами корпорацій, створюючи при цьому дуже складну систему корпорацій та корпоративних прав. Структура кредитної системи Франції вирізняє шість категорій кредитних установ: банки взаємного та кооперативного кредиту, банки, каси заощадження та соціального страхування, муніципального кредиту, фінансові товариства та спеціалізовані фінансові інститути.

Фінансовий ринок Франції, де здійснюються операції з цінними паперами, поступається за швидкістю обігу та розмахом аналогічним ринкам США та Великої Британії, хоча у другій половині 90-х років XX ст. обсяг операцій з цінними паперами різко збільшився. У Франції в 1984 р. вісім бірж об'єднались у Товариство французьких бірж, яке діє під

егідою Паризької фондової біржі разом з Національним депозитарієм Франції.

Акціонерно-командитне товариство регулюється положенням закону про акціонерні компанії та товариства. Мінімальний статутний капітал товариств, що оголошують публічну підписку, повинен становити 1500 тис. євро, а тих, що не оголошують підписку – 250 тис. євро. В усіх офіційних документах акціонерно-командитного товариства повинна зазначатись його правова форма. Товариство підлягає публічній звітності.

Згідно із законом про комерційні підприємства кількість засновників, а в майбутньому й кількість акціонерів акціонерного товариства не повинна бути меншою від семи. Право Франції не допускає існування акціонерного товариства, де всі акції належать одній особі. Акціонерами можуть бути юридичні особи.

Акціонерне товариство несе майнову відповідальність за власними зобов'язаннями в межах активів, які йому належать. Після виконання всіх формальностей з організації товариства у відкритій пресі повинні бути опубліковані кількість, категорії та номінальна вартість акцій, які товариство може випустити згідно з його статутом; кількість та номінальна вартість сплачених акцій; положення статуту про порядок розподілу прибутку та створення резервів; особливі привілеї акціонерів; порядок скликання і проведення акціонерних зборів та порядок прийняття рішень.

Органом управління справами акціонерного товариства є адміністративна рада, що може складатися з 3–12 членів. Раду очолює президент, що може мати заступника – генерального директора. Для контролю за виконавчою радою створюється наглядова рада, що призначає і розпускає виконавчу раду, а також затверджує рішення вищого керівництва. Перелік фінансових і корпоративних документів, що потребують затвердження наглядовою радою, обумовлюється у статуті корпорації. У Франції корпорації з понад 50 найманих

працівників зобов'язані вводити їх представників до складу наглядових рад. Ця вимога доволі вмотивована, тому що частка працівників у капіталі доволі висока. Кожний член виконавчої ради повинен бути власником акцій, кількість яких визначається статутом. Члени ради ведуть справи товариства і укладають угоди від його імені.

Загальні збори акціонерів скликаються за рішенням адміністративної ради. Вони також можуть бути скликані з ініціативи комісарів (ревізорів) або на вимогу акціонерів, власників акцій, які володіють не менше 1/10 статутного капіталу товариства. Збори акціонерів вважаються правочинними, якщо на них представлено 25% випущених акцій з правом голосу, при другому скликанні – незалежно від кількості акцій, що беруть участь. Для представлення інтересів власників облігацій можуть скликатись їх збори.

Передбачається також публічна звітність корпорацій. Характер відомостей та види звітів, що підлягають опублікуванню у пресі, встановлюються законом. З фінансової звітності обов'язковою для публікації за встановленою схемою підлягають баланс, рахунки прибутків та збитків, результатів [49, с. 47].

В Іспанії немає специфічного корпоративного законодавства, чинне законодавство включає закон про торгівлю Об'єднаного Королівства, прийнятий у 1929 р. (зі змінами) і Розпорядження про компанії 1984 р. (зі змінами). Законодавством також визначено, що мінімальна кількість акціонерів – одна фізична або юридична особа; при цьому дозволено введення номінальних акціонерів і володіння акціями за трастом. Відомості про акціонерів вносяться до єдиного реєстру, доступного третім особам.

Допускається випуск тільки іменних акцій з номінальною вартістю; випуск акцій на пред'явника неприпустимий.

Мінімальна кількість директорів корпорацій – один. Директори можуть бути фізичними або юридичними особами, резидентами будь-якої країни. Відомості про них заносяться

до єдиного державного реєстру акціонерів і директорів компаній. Компанія повинна мати секретаря – резидента Гібралтару. Наявність інших реєстраційних агентів не обов'язкова.

Корпорація повинна проводити щорічні обов'язкові збори акціонерів на території будь-якої країни; при цьому вказівок про місце збереження протоколів немає. Згідно з корпоративним законодавством Гібралтару вимог до обов'язкового проведення зборів директорів немає.

Акціонерне товариство може бути створено однією особою і складатися з однієї особи в разі, якщо всі акції товариства придбані одним акціонером. Мінімальний статутний капітал акціонерного товариства регламентується. При цьому на момент реєстрації товариства повинно бути оплачено не менше 25% номінальної вартості кожної розміщеної акції.

Корпорації в Іспанії – найвідповідніша форма створення великих підприємств, у зв'язку з чим ускладнюється їх правове регулювання порівняно з іншими господарськими товариствами. Учасники акціонерного товариства не відповідають за його зобов'язаннями.

Відмітні характеристики має також корпоративний сектор Швеції. Більшість корпорацій цієї країни створювалась з технічних та комерційних підприємств. Власники акцій, що володіють певною їх часткою, пов'язані з банківськими групами. Власники, банки та компанії у Швеції тісно взаємопов'язані. Відомі два види зв'язків між банками та власниками: внутрішні та зовнішні. Перші формуються на основі власності банків на певну частку акцій, другі встановлюються на розсуд власників, які вважають їх доцільними. Обидві ці сфери мають тісні комерційні ділові контакти. Доволі важко оцінити функції власників у компанії Швеції, а також їх вплив на економічну діяльність та політичне життя загалом.

У корпорації Швеції так само проводять щорічні збори акціонерів, проте на них діє особлива система преференцій. Існують акції різних категорій, які надають різну кількість голосів. Деякі корпорації практикують випуск акцій, що на-

дають тисячократну перевагу при голосуванні, тобто необов'язково мати велику частку, щоб впливати на прийняття рішень. У цій ситуації важливо регулювати обсяги емісії таких акцій. Для корпорацій Швеції видано Акт про компанії, де містяться правила про наявність певної кількості акцій у одного акціонера, а також випуск акцій. Загалом для корпоративного сектору Швеції характерно порівняно незначне державне регулювання, а економічна еліта, яка володіє системою зв'язків з банківською сферою, відіграє головну роль у розвитку корпоративного сектору Швеції. Дивіденди від шведських компаній не обкладаються податком, що є особливістю податкової системи цієї держави.

У Швейцарії доволі потужний корпоративний сектор. У країні діє розгорнуте та детальне законодавство, що регулює комерційну діяльність акціонерних товариств. Порушення законодавства пов'язано зі значними збитками. Основна форма підприємницької діяльності – акціонерна компанія з обмеженою відповідальністю. Ця форма має універсальний характер, оскільки у формі таких корпорацій у Швейцарії реєструються як великі, так і середні підприємства незалежно від специфіки та розміру. Акціонерна компанія з обмеженою відповідальністю може бути приватною або публічною.

У країні існує три форми акціонерних товариств. Перша і найпоширеніша приватна акціонерна компанія з обмеженою відповідальністю. Мінімальний сплачений установчий капітал такої компанії повинен становити 100000 шв. франків (CHF). Мінімальна номінальна вартість акції може становити 100 CHF. При реєстрації корпорація сплачує податок з капіталу за ставкою 3%. Корпорація повинна мати не менше трьох акціонерів; можна використовувати номінальних акціонерів. Повинен бути хоча б один директор – резидент Швейцарії; додатково може бути призначений директор-нерезидент, але більшість ради директорів повинні становити громадяни Швейцарії. Корпорація повинна щорічно надавати фінансовий звіт, підтверджений аудитором. Збори директорів

та акціонерів повинні проводитись у Швейцарії. При сплаті дивідендів сплачується зворотний податок за ставкою 35%.

У Швейцарії діють також публічні акціонерні компанії з обмеженою відповідальністю. Цей тип корпорацій має право на відкриту підписку на власні акції, для чого потрібно схвалення властей країни.

Особливою є приватна компанія з обмеженою відповідальністю без акцій. Цей тип корпорацій схожий на приватну акціонерну компанію з обмеженою відповідальністю, але не має акцій; частка володіння майном реєструється в Комерційному реєстрі. За потреби анонімності можуть бути використані номінальні власники. Деякі корпорації отримують у Швейцарії спеціальний податковий режим. Холдингові компанії не здійснюють іншої діяльності, крім управління власними фінансовими активами, вкладеними в зарубіжні компанії або компанії Швейцарії.

Корпоративний сектор Нідерландів характеризується значною активністю акціонерів та іноземних власників акцій голландських корпорацій. Внаслідок підвищення ролі корпоративного сектору у світі та інтернаціоналізації економіки Нідерландів у цій країні був створений Комітет з корпоративного управління. У Нідерландах обсяг випуску продукції компаній, а також ступінь інтернаціоналізації капіталу значно різняться. У компаніях Голландії діють спостережна рада, рада директорів та загальні збори акціонерів. До основних функцій спостережної ради належать контроль та відповідальність за політику управління, призначення ради директорів; в окремих компаніях спостережної ради дає рекомендації щодо складу ради директорів.

Основний принцип спостережної ради полягає в тому, що її члени повинні діяти самостійно та незалежно. До основних функцій ради директорів належить несення відповідальності за управління корпорацією, її стратегію, політику та досягнення окреслених цілей. Рада директорів подає спостережній раді звіт про цілі корпорації, її стратегію ризиків.

Члени ради директорів можуть бути акціонерами компанії на окремих умовах. У Нідерландах акціонери мають достатньо можливостей для реалізації власних прав, проте з певними обмеженнями.

У корпоративному секторі Бельгії переважають холдингові компанії. Особливість фінансового капіталу Бельгії полягає в тому, що впливовими акціонерами найбільших холдингових компаній є члени обмеженої кількості сімей. Існують чотири основні групи, що контролюють 70% компаній країни (промислових, банківських і страхових) та кілька сімейних холдингових компаній.

Якщо впливові акціонери приймають рішення про продаж аутсайдеру належного їм контрольного пакету акцій, утримати їх від цього неможливо. Це відкриває можливість для поглинання холдингових компаній Бельгії іноземним капіталом, що часто й відбувається всупереч бажанню більшості дрібних акціонерів або політиці оперативного управлінського персоналу.

Впливові акціонери прагнуть лише максимізувати власний прибуток, не турбуючись про розвиток компанії; для управлінського персоналу становить інтерес контроль над організацією діяльності, урахування тенденцій розвитку ринку, а також специфічних виробничих і комерційних процесів. Інтереси основних акціонерів і оперативних менеджерів компаній часто різняться.

Корпоративний сектор Австрії складається з товариств з обмеженою відповідальністю та акціонерних. Це переважно корпорації нафтохімічної групи, комерційні банки та інші відомі корпорації.

Мінімальний статутний капітал для відкриття товариства з обмеженою відповідальністю повинен становити 35 тис. євро, акціонерного товариства – 70 тис. євро.

Акціонерна корпорація починає існувати з моменту занесення до Торговельного реєстру. При реєстрації має бути оплачено мінімум 50% статутного капіталу. Акціонерний

капітал розподіляється на акції. Питання розподілу прибутку вирішується на щорічних зборах акціонерів, для яких правління розробляє пропозиції щодо розподілу.

Правління складається з одного або більше членів, що призначаються спостережною радою компанії на термін до 5 років. Правління представляє корпорацію в суді та на судових розглядах. Спостережна рада складається мінімум з трьох членів, тоді як максимальна кількість членів залежить від розміру статутного капіталу. Члени спостережної ради призначаються відповідно до резолюції зборів акціонерів на обмежений період.

Збори акціонерів скликає правління. Немає законодавчих обмежень щодо місця проведення загальних щорічних зборів акціонерів.

У Португалії існують акціонерні товариства закритого та відкритого типів з обмеженою відповідальністю. Акціонерне товариство закритого типу з обмеженою відповідальністю – найпоширеніша в Португалії форма організації бізнесу, популярна як серед дрібних підприємців, так і середніх та великих бізнесменів, які віддають перевагу безпосередньому та «прямому» контролю власної справи.

Мінімальна кількість учасників корпорації – два. Найчастіше члени корпорації мають не акції як такі, а частки, або квоти, у капіталі компанії, які зазначають у статуті, а не фіксують у вигляді сертифіката акцій. Проте ці частки, або квоти, дають їх власникам таке саме право, що й звичайні іменні акції; самі частки поділені на рівні частини.

Відповідно до Кодексу про компанії 1986 р. у Португалії акціонерне товариство закритого типу зобов'язано в інтересах третіх сторін або для компенсації втрат мати резервний фонд, що становить 20% статутного капіталу. Поки фонд не сформується повністю, до нього компанії повинні відраховувати щонайменше 5% прибутку.

Акціонерне товариство відкритого типу з обмеженою відповідальністю відкривається для здійснення великого бізнесу

з метою залучення позикових коштів усіх бажаючих брати участь у корпорації вкладників. У будь-якій юрисдикції корпорація такого типу припускає наявність великої фірми із солідним капіталом, звідки впливають жорсткіші вимоги влади, зокрема, щодо адміністративних і наглядових структур.

Акціонерами можуть бути не менше п'яти фізичних або юридичних осіб би. Проте якщо держава прямо або побічно контролює корпорацію й володіє контрольним пакетом її акцій, достатньо двох представників приватного капіталу.

У Фінляндії акціонерне товариство з обмеженою відповідальністю – єдина форма організації бізнесу для будь-яких компаній. Мінімальний капітал для відкриття товариства з обмеженою відповідальністю повинен становити 8 тис. євро, відкритого – 80 тис. євро. До 1 вересня 2004 р. був найпізніший термін, коли навіть діючі компанії повинні були збільшити власний капітал до зазначеного мінімального рівня. Крім мінімального капіталу навіть максимальний капітал може бути визначений у статуті таким, щоб акціонерний капітал можна було збільшувати або зменшувати передбачених статутом в межах без зміни власне статуту.

Засновниками товариства з обмеженою відповідальністю можуть бути одна або більше фізичних чи юридичних осіб. Після реєстрації відповідальність акціонерів обмежена внесеним капіталом. Центральний керівний орган корпорації – правління. Доки акціонерний капітал корпорації менший від 80 тис. євро, достатньо одного постійного та одного допоміжного членів правління. В усіх інших випадках правління повинно складатися мінімум з трьох осіб, щонайменше половина з яких повинні бути резидентами Європейського Союзу. Навіть при тому, що правління часто не працює в компанії безперервно, цей орган фактично відповідальний за управління справами корпорації, контролює директора і дає йому інструкції щодо виконання ним покладених на нього обов'язків.

У Греції багато корпоративних об'єднань мають форму фінансово-промислових холдингів. У структурі більшості

компаній країни передбачено одиничну раду, коли акціонери обирають директорів безпосередньо на річних або позачергових зборах акціонерів. Ці директори повинні проводити засідання не рідше як раз на місяць.

Акціонери використовують власні права на зборах акціонерів, які повинні відбуватися нерідше як раз на рік. Право голосу акціонера та рівень участі в загальних зборах відповідають кількості акцій, якою він володіє. На першому скликанні загальних зборів повинно бути 75% акціонерного капіталу корпорації персонально чи за довіреностями, щоб голосувати з питань суттєвих змін структури: збільшення чи зменшення капіталу корпорації, зміни її діяльності, а також правил розподілу дивідендів. На другому скликанні можливе менше 75% капіталу для затвердження таких заходів. Проте проста більшість приймає всі резолюції щодо поточних справ та не пов'язаних зі спором між сторонами, якщо інше не встановлено у статуті.

Викуп акцій корпорацією заборонений, проте з винятками. Корпорація має право скуповувати власні акції на Афінській фондовій біржі, щоб підтримати ціну акцій у разі, коли їх поточна вартість значно нижча від ціни акцій, що відповідає економічній ситуації та її перспективам. Таке рішення повинні затвердити загальні збори, і такий дозвіл діє протягом наступних 18 місяців. За такого дозволу корпорація може викупити до 10% акцій.

В Італії корпоративний сектор значно розвинений. Особливість великих корпорацій Італії – високий ступінь власності, причому більшість корпорацій сімейного типу. У країні поширені та мають велике значення об'єднання, в яких одна корпорація в будь-який спосіб контролює діяльність інших, або певна корпорація спеціально створює дочірні структури. Зокрема, йдеться про холдинги, фінансово-промислові, банківські групи та інші об'єднання компаній, що діють за ринкової економіки.

Холдинги поділяють на три групи: створені за законом, чинниками та контрактами. Якщо одна компанія має у статутному капіталі іншої компанії контрольний пакет, це дає їй на законних засадах вирішальний голос щодо управління справами останньої незалежно від інших обставин, таких як перерозподіл акцій між іншими акціонерами. Такий холдинг вважається створеним за законом.

В Італії формування холдингових об'єднань є важливим елементом сучасної підприємницької стратегії. Сфери застосування дочірніх компаній значно різняться. Створення дочірніх структур доступне не лише великим, а й малим та середнім фірмам.

Великим компаніям створення холдингових структур та фінансово-промислових груп дає змогу істотно збільшити власний інвестиційний та економічний потенціал, підвищити рентабельність та технологічний рівень виробництва. Дочірні компанії забезпечують здійснення внутрішньофірмових операцій, у результаті яких знижуються фінансові витрати та податкові платежі.

Економічний зміст холдингів набагато глибший і полягає не так у фактичному утриманні головною компанією великого пакета акцій дочірніх компаній, як в управлінні іншими компаніями та їх контролі.

Разом з тим у компаніях з великою кількістю акціонерів для контролю може виявитися достатньо 5–10% акцій. Такі холдинги в Італії доволі поширені, і більшість з них створюється саме в такий спосіб.

В економічній структурі Норвегії переважають акціонерні компанії. Відповідно до угоди між країнами – учасницями Європейського Співтовариства мінімальний статутний капітал при створенні закритих акціонерних товариств повинен становити 50 тис. норвезьких крон, відкритих – 1 млн норвезьких крон. Статутний капітал товариств може бути сформований повністю з іноземних інвестицій за умови, що 50%

управлінського персоналу є податковими резидентами країни протягом останніх двох років.

Дивіденди корпорацій оподатковуються на таких самих умовах, що й прибуток. Дивіденди, що виплачені акціонерам, оподатковуються також у їх одержувачів. Дивіденди, що отримані із зарубіжних джерел, оподатковуються так само, як прибуток корпорацій [137, с. 26].

Податок сплачують щокварталу авансовими платежами, які розраховують за прибутком, отриманим у попередньому податковому році, і перераховують рівними частками за два прийоми – 15 лютого і 15 квітня. Два платежі, що залишилися – 15 вересня і 15 листопада, розраховують за прибутком, отриманим за попередній квартал.

Корпоративний сектор Данії охоплює великі акціонерні холдингові компанії. Холдингові компанії в цій країні можуть бути зареєстровані у двох видах. Перший вид – відкрите акціонерне товариство, мінімальний статутний капітал якого при створенні повинен становити 500 тис. датських крон; до ради директорів повинно входити не менше трьох осіб, більшість з яких мають бути резидентами Данії чи іншої країни ЄС; менеджер компанії повинен відповідати таким самим вимогам резидентності. Другий вид – закрите акціонерне товариство, мінімальний статутний капітал якого при створенні повинен становити 125 тис. датських крон; ради директорів може не мати. Якщо раду призначено, до неї немає жодних вимог або обмежень щодо резидентності членів ради.

У 1998 р. у Данії було прийнято закон, що визначив статут холдингової компанії. Закон, який набрав чинності 1 січня 1999 р., надає можливість використовувати датську компанію як холдингову в міжнародній групі корпорацій. Отже, корпорація може отримувати дивіденди від дочірніх компаній, навіть якщо вони перебувають в офшорних юрисдикціях, та переводити ці дивіденди до зарубіжної материнської компанії, не зазнаючи податкової відповідальності в Данії.

Материнська компанія при цьому так само може перебувати в офшорній юрисдикції.

У корпорації може бути тільки один директор – фізична особа, яка є резидентом Королівства Данія. Мінімальна кількість акціонерів – один. Офіс повинен розташовуватись на території Данії та бути зареєстрований у Департаменті торгівлі та компаній Данії.

Щорічно кожна корпорація Данії повинна подавати фінансові звіти до Департаменту торгівлі та компаній, а також декларацію про прибутки. Аудит повинен здійснювати зареєстрований або державний аудитор.

Корпоративний сектор Канади має низку особливостей. Насамперед діяльність компаній регулюється законами федеральних та провінційних урядів. Отже, їх можливості певною мірою різняться. Корпорації повинні реєструватися на федеральному рівні, якщо прагнуть здійснювати діяльність у кількох провінціях або в усій країні. Для реєстрації необхідно подати певні документи до Управління зі справ корпорацій Міністерства у справах споживачів і корпорацій. Законом Канади не передбачений, на відміну від інших країн, мінімальний статутний капітал. Відповідальний за збитки корпорації її директор, який також наглядає за станом справ у корпорації. Директора обирають акціонери, перед якими він відповідальний за власну діяльність. Вищим органом корпорації є загальні збори акціонерів, що приймають рішення, які повинен виконувати директор. Як правило, директор – це фізична особа, яка є або стає власником компанії чи яку наймає власник.

Корпорації в Канаді, як і в багатьох інших країнах, є юридичними особами. Діяльність корпорації регулюється або федеральними законами, або законами провінції, на території якої розташована корпорація. У Канаді є два види корпорацій – відкриті акціонерні товариства та приватні корпорації. Обидва види корпорацій мають право випускати акції, проте приват-

ні, кількість акціонерів в яких не перевищує 50, не мають права здійснювати публічний продаж акцій.

Темпи зростання монополізації виробництва в Канаді надзвичайно високі та стабільні і не лише не знижуються, а й навіть випереджають аналогічний показник у США: лише за десятиріччя різниця часток 100 провідних корпорацій у промисловому виробництві Канади і США збільшилась ще на 5%.

Найважливіша причина такого випереджального зростання цілком очевидна: великі корпорації Канади «американського масштабу», тобто такі, що використовують технології та устаткування США, організовані переважно за таким самим принципом, що й корпорації США, орієнтуються на весь північноамериканський, а не лише канадський ринок, більшість з них містить американський капітал, обсяг їх виробництва набагато менший від аналогічного показника в американських галузях канадської промисловості.

Незважаючи на присутність у Канаді іноземного монополістичного капіталу, дотепер на економічний розвиток країни істотно впливають контрольовані національним капіталом найбільші корпорації, які змогли не лише відстояти, а й значно зміцнити позиції в економіці Канади.

У нефінансових галузях економіки Канади панують величезні за відносним і абсолютним масштабами корпорації. Потужність цих корпорацій базується на стійких монопольних позиціях, які вони займають водночас у багатьох галузях. Ці корпорації накопичують капітал на основі одержання гігантських прибутків. За фінансово-економічним потенціалом найбільші промислові корпорації Канади впритул наблизились до потужних кредитно-фінансових монополій. Традиційна схема взаємовідносин обох ланок фінансового капіталу Канади, в якій зазвичай переважали відносини залежності порівняно слабких промислових монополій від надпотужних банків, щодалі відходить у минуле.

Стрімкий економічний розвиток Кореї останніми десятиліттями, так зване корейське економічне диво, невіддільний

від історії величезних корейських концернів – чеболь. Ці концерни стали базою перетворення колись злиденної Південної Кореї на світову індустріальну державу, та й нині на них багато в чому тримається економіка країни. Концерни Кореї в сучасній українській термінології можна визначити як фінансово-промислові групи. Проте корейські чеболі та фінансово-промислові групи істотно різняться: чеболі не здійснюють банківського бізнесу, тому що це заборонено чинним законодавством.

Незважаючи на стрімкий розвиток чеболь і збільшення їх розмірів до гігантських, вони завжди були й залишаються по суті сімейними фірмами. Проблеми, що виникли наприкінці 90-х – на початку 2000-х років в економіці Південної Кореї, пов'язані також з певними недоліками в системі корпоративного управління.

Корпоративний сектор Японії так само має певні характерні ознаки. Насамперед донедавна він був недостатньо розвиненим через низку історичних умов. Тривалий час існували бар'єри для доступу до ринку капіталу корпоративного сектору і діяли обмеження щодо небанківського фінансування корпорацій. Проте на сучасному етапі корпоративний сектор Японії розвивається доволі стрімко. Специфікою цього сектору полягає у входженні корпорацій до специфічних фінансово-промислових груп.

Зовнішня регулятивна база корпоративного сектору Японії була практично скопійована з американської моделі корпоративного управління після Другої світової війни, проте набула характерних специфічних ознак, що зумовило створення японської моделі корпоративного управління.

У корпораціях Японії акціонери обирають раду директорів, яка здійснює функції управління та звітує перед акціонерами, хоча не завжди функції ради директорів та менеджера чітко визначені. Президент корпорації в Японії повинен мати певні особисті якості, зокрема, бути лідером та взірцем для колег, комунікабельним та відповідальним, особ-

ливо перед акціонерами. Між менеджерами та працівниками корпорації існує система характерних зв'язків. Для корпорацій країни важливе значення має рада директорів, що має всю необхідну інформацію й доводить точні та перевірені відомості до акціонерів. Інформація із зовнішнього середовища, що концентруватися в раді директорів, повинна бути якісною та своєчасною, надаватися не лише у формально визначений час, а й у непередбачуваних ситуаціях. Рада директорів зобов'язана збалансовувати інтереси різних груп учасників компанії, проте інтереси акціонерів насамперед. До ради обов'язково повинні входити незалежні неупереджені директори, що не обстоюють інтересів жодної певної групи. В корпораціях Японії проводяться збори акціонерів та інформативні, на яких вирішують нагальні питання. В Японії, на відміну від США, фінансові інститути мають набагато більше можливостей щодо придбання акцій різних компаній, а відповідно й встановлення контролю над ними. Згідно із законодавством вони мають менше обмежень, ніж корпорації США. Система корпоративного управління в Японії має певні особливості, що зумовило появу поняття «японська модель корпоративного управління» [57, с. 236].

Загалом система управління корпорацією в Японії подібна до американської. Корпорації Японії управляють службовцями так, щоб останні працювали якнайефективніше. Для цього корпорації використовують американську техніку управління кадрами, у тому числі ефективні системи заробітної плати, аналіз організації праці та робочих місць, атестацію службовців.

Разом з тим американське та японське управління істотно різняться. Так, корпорації Японії більше використовують відданість службовців компаніям. Значне ототожнення службовців з корпорацією створює міцну мораль і сприяє високій ефективності.

Японський службовець доволі тісно ототожнює себе з корпорацією, де працює; як вищі посадові особи, так і пересічні виконавці вважають себе представниками корпорації.

В Японії як робітники, так і службовці залучені до контролю за якістю продукції корпорації. Корпорація виходить з того, що значно дешевше усунути брак на робочому місці, ніж відбракувати готову продукцію, тобто є спрямованість на запобігання дефектам, а не виявлення шляхом контролю.

Наприкінці 80-х років минулого століття найбільші промислові корпорації Японії стали транснаціональними, повторивши шлях європейських та американських ТНК. Інвестиції в зарубіжне виробництво досягають 36–37% внутрішніх інвестицій у середньому у промисловості. Від філій за кордоном корпорації отримують близько 10% усіх прибутків – стіл таку саму частку, що й компанії США і Європи (10–11%).

Корпорації Японії щодалі більшою мірою перетворюються на багатогалузеві конгломерати – вони здійснюють диверсифікацію діяльності, не пов'язуючи нові напрями діяльності з попередніми. Пов'язана диверсифікація спирається на багатодивізіональну структуру корпорації. Непов'язаній диверсифікації більшою мірою відповідає форма холдингу. Основна перевага холдингу полягає у відокремленні управління компаніями як структурними одиницями групи та управління комплексом видів діяльності.

Глобальна конкуренція змушує корпорації Японії шукати шляхи укрупнення, і в цьому розумінні форма холдингу зручна як альтернатива злиття. Поступово вона змінить непрозорі вертикальні групи.

У Німеччині перші корпорації виникли у XVIII ст. і з того часу суттєво видозмінились.

До важливих суб'єктів підприємницької діяльності належать акціонерні товариства, яких на території Німеччини близько 2,8 тисяч.

Органами управління в корпораціях є правління, спостережна рада та загальні збори акціонерів. Їх діяльність

регулюється законом про операції з цінними паперами. У разі виникнення проблем корпорація несе відповідальність статутним капіталом, який поділений на частини відповідно до внесків учасників. Компаньйони не володіють майном акціонерного товариства, а є лише учасниками. Засновників акціонерних товариств у Німеччині може бути не менше п'яти. Процедура створення корпорації доволі складна, у такий спосіб законодавство намагається перешкоджати їх недобросовісному створенню.

За діяльністю акціонерних товариств здійснюється контроль. Вони зобов'язані звітувати, надаючи інформацію про прибуток та збитки. На відміну від України в Німеччині акціонерні товариства не поділяють на публічні та приватні.

Німецька модель корпоративного управління специфічна. Така модель управління характерна для німецьких та австрійських корпорацій. Деякі елементи цієї моделі використовують корпорації в Нідерландах та Скандинавії. З деякого часу окремі корпорації Франції та Бельгії так само почали застосовувати елементи німецької моделі корпоративного управління.

Банки є довгостроковими акціонерами корпорацій у Німеччині і подібно до японської моделі представників банків обирають до рад директорів. Проте на відміну від японської моделі, де представників банків залучають до ради лише у кризових ситуаціях, у корпораціях Німеччини представництво банків у раді постійне. Три найбільших універсальних банки в Німеччині відіграють основну роль; у деяких областях країни державні банки є ключовими акціонерами.

Більшість корпорацій у Німеччині віддає перевагу банківському фінансуванню перед акціонерним, тому капіталізація фондового ринку невелика порівняно з потужністю економіки Німеччини. Частка індивідуальних акціонерів у Німеччині мала, що відображає загальний консерватизм інвестиційної політики країни. З огляду на це структура управління акціонерним товариством у Німеччині зрушена в бік

контактів між ключовими учасниками, а саме банками та корпораціями.

У Німеччині корпорації є також акціонерами і можуть мати довгострокові вкладення в інших неафілійованих корпораціях, які не належать до певної групи взаємопов'язаних корпорацій. Такий тип схожий на японську модель, але відрізняється від англо-американської, де банки та корпорації не можуть бути ключовими інституційними інвесторами.

До 1995 р. корпорації в Німеччині повинні були оголошувати імена осіб, що володіють понад 25% акцій корпорації. У 1995 р. цю межу було знижено до 5%, що збігається зі стандартами США.

Дії корпорації, що потребують схвалення акціонерів – це розподіл чистого доходу, ратифікація рішень правління та спостережної ради за минулий фінансовий рік, вибори спостережної ради та призначення аудиторів.

Частка іноземних інвесторів доволі велика. Цей чинник істотно впливає на німецьку модель, тому що іноземні інвестори з країн Європейського Співтовариства та інших захищають власні інтереси. З поширенням ринку капіталу корпорації Німеччини змушені переглядати власну політику.

Двопалатне правління – унікальна ознака німецької моделі. Корпораціями в Німеччині управляють наглядова рада та правління. Спостережна рада призначає і розпускає правління, затверджує рішення керівництва і дає рекомендації правлінню. Наглядова рада зазвичай проводить наради раз на місяць. У статуті корпорації зазначаються документи, що потребують затвердження наглядовою радою. Правління відповідальне за щоденне управління корпорацією.

Правління корпорації складається виключно з працівників корпорації. До наглядової ради входять тільки представники робочих та акціонерів.

Кількість членів наглядової ради встановлюється законом. У невеликих корпораціях (з кількістю акціонерів до 500) акціонерів обирає спостережна рада. У середніх корпораціях

працівники обирають одну третину членів наглядової ради, що складається з дев'яти. У великих корпораціях працівники обирають половину членів наглядової ради, що складається з 20.

Існують дві основні відмінності німецької моделі від японської та англо-американської: кількість членів наглядової ради встановлюється законом і не змінюється; до наглядової ради входять представники робочих корпорацій.

Той факт, що до наглядової ради не входять «інсайдери», не означає, що до неї входять тільки «аутсайдери». Членами наглядової ради, яких обирають акціонери, зазвичай є представники банків і корпорацій – великих акціонерів – афілійовані аутсайдери.

Корпоративний сектор Великої Британії є одним з найстаріших у світі. Правова природа публічних корпорацій цієї країни така, що вони мають багато застосувань. Їх так багато, що вони є на всіх рівнях управлінської системи.

Корпорації у Великій Британії не мають єдиної характерної форми або одних характерних функцій, тому їх використовуються там, де зручно застосувати саме цю правову форму.

Корпорації – явище доволі старе. Вони відіграють важливу роль у системі управління протягом багатьох століть, але тільки в ХІХ ст. їх почали використовувати для здійснення нових адміністративних функцій. Таке їх використання остаточно затвердилось до початку ХХ ст.

Нині багато корпорацій є складовими механізму центрального уряду. Існують також інші урядові та квазіурядові корпорації, які є регулятивними агенціями. Після Другої світової війни публічні корпорації почали інтенсивно використовувати як спосіб залучення уряду до різних галузей промисловості. Корпорації, що були створені в націоналізованих галузях економіки, таких як залізниця, вугільна та електроенергетична галузі промисловості, формують більш-менш однорідну групу корпорацій.

Інша група складається зі звичайних комерційних компаній, в яких уряд був або залишається власником акцій чи контролює їх будь-яким іншим способом.

В окремих корпораціях ступінь участі та контролю уряду різняться такою мірою, що застосування до них терміна «публічна корпорація» стає спірним.

До 1979 р. уряд широко здійснював повноваження з придбання та участі у промислових корпораціях. Зокрема, уряд міг придбати частину великої корпорації, що перебувала у скрутному становищі, за допомогою спеціального законодавства або придбати акції чи інше майно або надати позику.

Основним інструментом здійснення останніх функцій була Національна підприємницька рада, заснована згідно із Законом про промисловість 1975 р.

З прийняттям Закону про промисловість у 1980 р. рада позбулася функції зі збільшення публічної власності. Нині вона розпоряджається майном.

Публічні корпорації не спричиняють великої кількості розбіжностей в адміністративному праві. Як засвідчує досвід, корпорації націоналізованих галузей промисловості не мають можливості протистояти міністерствам, які їх контролюють. Проблема цих корпорацій полягає в тому, що вони не повинні виходити за встановлені конституційні межі та водночас повинні встановити потрібний баланс сил з урядом і парламентом.

Публічна корпорація зазвичай створюється тоді, коли парламент вважає за потрібне надати певний рівень автономії. Вона є самостійною правовою категорією. Закон може надати їй такі функції, за яких діяльність корпорації може виходити за межі діяльності служб Корони. Звідси виникає можливість виконання багатьох урядових експериментів, під час яких центральний та місцевий контроль і незалежність можуть поєднуватись у будь-яких пропорціях.

Якщо корпорація здійснювала повноваження публічного правового характеру, її дії юридично можуть бути переглянуті в такому самому порядку, що й дії інших органів.

Історія корпорацій у Росії порівняно з історією корпорацій в інших країнах короткотривала. Типова корпоративна форма підприємництва виникла в Росії тільки в XVII–XVIII ст. з початком прагнення уніфікації російського законодавства з європейським правом. Цього часу виникають перші форми підприємницької діяльності компанії, артелі, прості та довірчі товариства. Купцям пропонувалося торгувати спільно з торговельними компаніями та із загального доходу платити податки до казни. Розвиток мануфактур, будівництва, фінансової сфери доволі активно підштовхував підприємців до нагромадження досвіду корпоративних об'єднань. Доволі швидко почали поширюватись різні організаційно-правові форми економічної діяльності.

Подальший поштовх у розвитку корпорацій визначив промисловий переворот на зламі XIX ст. Індустріалізація спричинила необхідність використовувати великий капітал, що органічно вписував в акціонерну форму організації складного виробництва. Швидкими темпами збільшувався притік іноземних інвестицій, що сприяло розвитку та розширенню окремих галузей економіки.

На початку XX ст. російське законодавство надало можливість вільно створювати корпорації через інститут явочного порядку. З'явилися нові правові форми торговельно-промислових підприємств – трести, синдикати, концерни, акціонерні товариства. Після 1917 р. розвиток корпоративних форм сповільнився, внаслідок чого загальна націоналізація акціонерних компаній надовго виключила з цивільного обороту корпоративні форми об'єднань. Почався період державно-планової економіки з властивими їй формами господарської діяльності.

Незважаючи на наявність у законодавстві (Цивільний кодекс РРФСР 1922 р.) розділу, присвяченого акціонерним

товариствам, подібна юридична форма була відкинута радянською державою до епохи панування державної власності. Повернення до використання організаційно-правових форм дореволюційної економіки відбулося під впливом економічних і політичних перетворень наприкінці вісімдесятих років через брак у законодавстві приватноправових форм господарювання. Потреба перегляду нормативної бази СРСР була продиктована формуванням економіки ринкового типу, що визначила розвиток приватного сектору через реформу власності.

Перший період розвитку корпоративного законодавства – зародження – почався з кінця 89-х років минулого століття і характеризувався відмовою від державної монополії на засоби виробництва.

Другий період розвитку корпоративного законодавства – становлення – тривав з 1991 до кінця 1994 р. Він характеризувався тим, що поступово основну роль почали відігравати не трудові колективи, а власники підприємств.

Третій період розвитку корпоративного законодавства – з кінця 1994 р. дотепер, протягом якого склалася сучасна система корпоративного законодавства. У Господарському кодексі Російської Федерації було опрацьовано впорядкування організаційно-правових форм юридичних осіб. Водночас були встановлені відносини власності: юридична особа є єдиним власником свого майна, за винятком державних підприємств і установ, які не є корпоративними утвореннями.

Підприємство за загальним правилом було оголошено не суб'єктом, а об'єктом цивільних прав. При цьому основним важелем, що сприяв відповідним змінам, була переорієнтація майнових засад діяльності підприємств і їх перехід до нових організаційно-правових форм [96, с. 14].

У межах реформування відносин власності в перехідний період основною ланкою стало створення юридичних осіб – приватних компаній, що становлять базу всіх перетворень. Різноманітність організаційно-правових форм, зазначених у

новому цивільному законодавстві, зумовило формування правової бази, необхідність детального їх регулювання.

Насамкінець у середині 90-х років минулого століття було прийнято основні акти – федеральні закони «Про акціонерні товариства», «Про товариства з обмеженою відповідальністю» та «Про виробничі кооперативи». Розвиток корпоративного права в Росії досяг нині доволі високого рівня: розроблено велику кількість законодавчих і підзаконних актів, постанов і розпоряджень Федеральної комісії з ринку цінних паперів, нагромаджено доволі велику судову практику. Разом з тим на певному етапі виявилось, що частина проблем не розв’язується за допомогою обов’язкових норм, тому що їх розв’язки перебувають поза правовим полем. Учасникам корпоративних відносин – не лише в Росії, а й багатьох інших країнах – ставало дедалі очевиднішим, що без взаємної довіри, дотримання певних етичних норм, прояву розумності та добросовісності розвиток у цій сфері може зупинитись.

Порівняльну характеристику основних моделей корпоративного управління різних країн наведено в табл. 1.3.

Проблеми акціонерного капіталу досліджували вчені-економісти багатьох країн. Вони становили інтерес для дослідників економічної життєдіяльності з того часу, як з’явилися перші акціонерні товариства. Поняття «акціонерний капітал» невідривно пов’язано з поняттям «капітал», тому доцільно розглянути думки деяких вчених про цю економічну категорію. Одним з перших явище акціонерного капіталу розглянув А. Сміт – представник класичної школи політекономії, один з найвидатніших економістів XVIII ст., який заклав підвалини для подальших економічних досліджень основних економічних категорій [29, с. 309].

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика основних моделей корпоративного управління та особливостей корпоративного управління різних країн

Чинник	Модель корпоративного управління розвинених ринків капіталу			Основні ознаки корпоративного управління			
	англо-американська	німецька	японська	Іспанії	Швеції	Швейцарії	України
Засновники корпорації	Велика кількість індивідуальних та інституційних акціонерів. Аутсайдери	Банки, фінансові організації та економічна еліта	Переважає більшість банків та частково корпорацій. Значна частка іноземних інвесторів (понад 20%) інсайдери	Один і більше резидент або нерезидент країни	Резиденти та нерезиденти країни	Більшість індивідуальних акціонерів	Резиденти та нерезиденти країни. Більшість міноритарних акціонерів
Ключові учасники корпорації	Менеджери, директори, акціонери	Банки та німецькі корпорації	Банки та фінансово-промислові організації (кей-рецу), правління та влада	Більшість індивідуальних акціонерів	Банки	Можуть бути номінальні акціонери, але не менше трьох	Акціонери
Структура володіння акціями	Більшість акцій у інституціональних акціонерів. Акції переважно іменні	Банки (близько 30%), корпорації (близько 45%), іноземні інвестори (близько 20%)	Переважає більшість акцій належить банкам – засновникам корпорацій	Згідно з розподілом акцій. Акції тільки іменні	Структура володіння акціями	Більшість акцій у інституціональних акціонерів. Акції переважно іменні	Більшість акцій у основних акціонерів, іноземні інвестори

Продовження табл. 1.3

Чинник	Модель корпоративного управління розвинених ринків капіталу			Основні ознаки корпоративного управління			
	англо-американська	німецька	японська	Іспанії	Швеції	Швейцарії	України
Управління	Внутрішнє управління (рада директорів). Обирається щорічно, іноді раз на 3 роки	Двоступенева система управління: наявність ради та виконавчої влади. До складу управління входять виключно працівники	Внутрішнє управління (рада директорів). На зборах акціонерів обов'язкова присутність представників влади	Мінімум один директор, який є власником акцій, обов'язково секретар – резидент країни	Економічна еліта, що володіє системою зв'язків з банківською сферою	Рада директорів, до якої входить хоча б один резидент Швеції	Рада директорів
Вимоги до розкриття інформації корпорації, включені до лістингу	Суворі вимоги до надання інформації. Вся інформація надається державним органам щоквартально. Обов'язково надається поіменна інформація про винагороду	Жорсткі вимоги. На кожних зборах (але не рідше як раз на півроку) необхідно надавати різну інформацію, включаючи фінансову, та обов'язково детальну інформацію про кожного кандидата до спостережної ради	Суворі. Двічі на рік надається певна інформація. Обов'язково надається інформація про сукупну винагороду менеджерам та директорам	Не регламентуються законодавством	Обов'язково. Щорічно	Обов'язково. Щорічно	Обов'язково. Щорічно

Закінчення табл. 1.3

Чинник	Модель корпоративного управління розвинених ринків капіталу			Основні ознаки корпоративного управління			
	англо-американська	німецька	японська	Іспанії	Швеції	Швейцарії	України
Спостережний нагляд за діяльністю корпорацій	Комісія з цінних паперів та бірж (SEC)	Федеральна агенція з цінних паперів	Спостережна рада	Не регламентується законодавством	Незначне державне регулювання	Державний нагляд	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку
Країни, де використовується модель КУ	США, Велика Британія	Німеччина, Австрія, Голландія, Скандинавія, частково Франція та Бельгія	Японія, Південна Корея	Іспанія	Швеція	Швейцарія	Україна
Фінансування	Емісія акцій	Банківське кредитування	Позичкові кошти (банківські кредити) та власний капітал	На момент створення (відкриття) повинно бути внесено не менше 25% статутного капіталу	Обов'язкова частина банківського капіталу	Приватний або іноземний капітал	Приватний або іноземний капітал. Емісія акцій
Особливості	Правління корпорацій мають право враховувати інтереси окремих груп, що не володіють акціями	Можна мати значний нерозподілений прибуток, що дає змогу занижувати вартість корпорації	Ототожнення службовців з корпорацією створює міцну мораль і сприяє ефективності	Відсутнє специфічне корпоративне управління. Акціонери не відповідають за зобов'язаннями корпорації	Дивіденди не підлягають оподаткуванню	При реєстрації сплачується податок у розмірі 3% статутного капіталу	

Визначним представником класичної школи, який досліджував проблеми та сутність акціонерного капіталу, був Дж. С. Мілль. У праці «Основи політичної економії» він дослідив причини появи великого виробництва. У той період доволі часто виробництво потребувало значно більше капіталу, ніж його мали навіть найбагатші тогочасні підприємці. Лише об'єднавши капітали, уміння, ідеї, вони могли здійснити певний масштабний проект. Внаслідок створення акціонерних товариств відбувалась економія праці. Для управління капіталом одного підприємця потрібно наймати працівника, а в акціонерному товаристві він управлятиме великим виробництвом. Дж. С. Мілль приділяв окрему увагу перевагам та недолікам акціонерних товариств. На його думку, існує дві основні переваги акціонерного капіталу. Перша з них полягає в потужності та ефективності такого виду товариств. Друга перевага акціонерних товариств – принцип гласності, на якому вони базуються. Основний їх недолік, на думку вченого, – незацікавленість менеджера в результатах діяльності корпорації. Загалом Дж. С. Мілль, порівнюючи акціонерні та приватні товариства, не надав якомусь з них остаточних переваг, оскільки обидві форми мають як недоліки, так і переваги. Запроваджуючи певну форму економічної діяльності за умов вільної конкуренції, необхідно враховувати ситуацію, яка на конкретний момент склалась на ринку. Учений доволі чітко сформулював думки щодо акціонерного капіталу і відвів йому важливе місце в дослідженнях [41, с. 248].

Видатний економіст ХІХ ст. К. Маркс у праці «Капітал» так само дослідив проблему акціонерного капіталу. За його словами, перехід грошового капіталу у промисловий спочатку загальмувався феодалізмом. Проте в ХVІІ ст. вже утворились перші акціонерні товариства. К. Маркс стверджував, що акціонерний капітал ХVІІ ст. відіграв важливу роль в економічній життєдіяльності тогочасної Європи. За допомогою величезних капіталів торговельні компанії контролювали

торгівлю з колоніями та отримували надприбутки. Учений вважав, що появу акціонерних товариств спричинив державний борг. За допомогою державного боргу, як стверджував К. Маркс, і створювались акціонерні товариства. Уряди здійснювали все більші позики, які не повертали. Разом з тим за їх рахунок держави нарощували могутність, і потім вже ніхто не міг вимагати від них повернення боргу. Така політика була доволі поширеною в тогочасній Європі, яка внаслідок цього стала наймогутнішим континентом. Саме це сприяло нагромадженню капіталу, що сприяло утворенню акціонерних товариств. Оскільки значно збільшились масштаби виробництва, окремі капітали не могли ефективно функціонувати в таких умовах. І тому це ще більшою мірою сприяло створенню об'єднаних капіталів. Разом з тим підприємства, що раніше були державними, перетворились на суспільні. Капітал, який за природою базується на суспільному способі виробництва і передбачає суспільну концентрацію капіталу, у такому разі перетворюється на безпосередньо суспільний капітал. Акціонерні підприємства колективні на противагу приватним. І це певною мірою порушення природи капіталу, який є приватною власністю. Крім того, звернув увагу К. Маркс, доволі суперечливе питання про отримання учасниками прибутку. Навіть якщо отримувані дивіденди з акцій включають відсоток, який отримується за умов приватного підприємства, вони не включають прибутку від створеної за допомогою капіталу продукції. Під цим оглядом дивіденди – це просто винагорода за володіння певною часткою капіталу. І ця винагорода відокремлена від реальних і природних функцій капіталіста. Цей прибуток становить привласнення додаткової праці управлінця, тобто відбувається відчуження справжніх виробників від капіталу. В акціонерних товариствах функції працівників відокремлюються від власності на капітал. Жодний пересічний працівник чи навіть менеджер не

володіє часткою капіталу, тобто їх праця відчужена від засобів виробництва [84, с. 479].

Австрійський та німецький марксист Р. Гільфердінг у праці «Фінансовий капітал» окремий розділ присвятив корпораціям та акціонерному капіталу зокрема. На думку вченого, політична економія шукала відмінності організаційних форм приватного підприємства та акціонерного товариства. Вона зазначала переваги та недоліки кожного з них, спираючись на суб'єктивні та об'єктивні моменти. Суб'єктивними моментами дослідник вважав ступінь інтересу керівників товариства в результативності власної діяльності, бажання завоювати контроль над товариством та ін. До об'єктивних моментів, на думку Р. Гільфердінга, належать «легкість залучення капіталу, більша чи менша можливість нагромадження» [50, с. 141]. Проте політична економія не приділяла належної уваги докорінним відмінностям цих організаційних форм, без розуміння яких неможливо зрозуміти їх природу й те, чому акціонерне товариство виграє порівняно з приватним.

На думку вченого, корпорації надали змогу капіталу змінити найвизначнішу функцію, чого ніколи б не сталося за умов приватного підприємства, а саме відбулося «звільнення промислового капіталу від функції промислового підприємця». Капітал, який стає власністю корпорації, набуває для підприємця характеру грошового капіталу, тобто він (підприємець) безпосередньо не стосується грошового капіталу, не бере участі у процесі виробництва, а лише надає певну частку грошового капіталу для функціонування акціонерного товариства, а потім отримує його назад з відсотками. Усі функції підприємців зводяться до виконання сукупності юридичних операцій. Учений також висвітлив функції акціонерів та процес отримання прибутку з акцій. У цьому питанні його погляди збігаються з поглядами інших учених, що досліджували питання акціонерного капіталу. Проте Р. Гільфердінг ще й порівняв капітал позичковий та акціонерний. Останній не

повертається у грошовій формі до власника, а також не передбачає, на відміну від першого, визначеного прибутку. Прибуток залежить від ефективності ведення справ корпорації. Проте вчений стверджує, що прибуток на акціонерний капітал не абсолютно невизначений. Акціонери, вкладаючи власний капітал, розраховують на певну вигоду, проте зазвичай вона не залежить від конкретних вимог вкладника. Рівень відсотка на акціонерний капітал залежить від пропозиції грошового капіталу, до якого й звертаються засновники товариств. Порівнюючи прибуток від позичкового та акціонерного капіталу, він зауважував, що на відмінність прибутку впливає також різна пропозиція капіталів. Рівень пропозиції акціонерного капіталу щодо позичкового відповідно визначає й курс цінних паперів. Отже, прибуток від акціонерного капіталу залежить від промислового прибутку, а останній визначається середньою нормою прибутку.

XX століття позначилось створенням великої кількості акціонерних товариств. Це відображено у працях вчених-неокласиків, які ґрунтовно досліджували проблему акціонерного капіталу. Зокрема, А. Маршалл, засновник неокласичної школи, видатний учений XIX–XX ст., у праці «Принципи економічної науки» при розкритті поняття «акціонерний капітал» наголошував на різних підходах до його визначення [161, с. 386].

А. Маршалл стверджує, що ризик, пов'язаний з діяльністю акціонерної компанії, покладається на акціонерів, хоча вони й не беруть участі в управлінні компанією. Як і Дж. С. Мілль, А. Маршалл зазначав про управлінців, які володіють незначною часткою акцій або не володіють ними: «Якщо у них є талант і порядність, вони принесуть підприємству успіх, але дуже часто вони не мають ніякого уявлення про галузь, в якій працюють. Корпорації відрізняються великою гнучкістю та можливостями до безмежного розширення, коли сфера їх діяльності дозволяє це, причому вони захоплюють позиції за

всіма напрямками. Але у них є також один великий недолік, який полягає у відсутності належних знань про конкретну діяльність фірми у акціонерів, які беруть на себе головний ризик» [161, с. 387]. А. Маршалл стверджує, що ризик беруть на себе переважно менеджери і власники найбільшої частки акцій. Дрібні акціонери так само ризикують, проте невеликими сумами. Могутність акціонерних компаній часто дає їм змогу встановлювати монополію в певних галузях економіки.

Сучасний неокласичний напрям наведено в окремих працях П. Самуельсона. Так, у праці «Економіка» він дослідив корпорації та функціонування в них акціонерного капіталу. Учений розкрив причини розширення масштабів корпорації. За його словами, що більшою і могутнішою стає корпорація, то більше їй потрібно капіталу, а власний капітал підприємця дуже швидко перестає існувати у формі готівки і перетворюється на товари чи обладнання для контор. Проте масштаби виробництва, що постійно розширюються, потребують залучення нового капіталу інших суб'єктів господарювання. Водночас вони будуть приєднані також до прибутку і збитків об'єднаної корпорації.

П. Самуельсон дослідив також недоліки корпорацій. На думку вченого, їх «учасники відповідальні в разі краху товариства і ризикують власними частками капіталу. Акціонерне товариство не зможе розширювати масштаб шляхом нових надходжень капіталу, якщо його справи йдуть не дуже добре, тому що жодна людина не захоче ризикувати власним капіталом, вкладаючи його в сумнівне товариство. Проте ці перешкоди все ж можна подолати» [56, с. 65].

Роль корпорацій посилюється не лише шляхом їх значної частки у виробництві промислової продукції та наданні послуг, а й відповідно виробництві валового внутрішнього продукту. Капітал корпорацій впливає на особливості соціально-економічних відносин за важливими напрямками.

Економічна функція корпорацій визначальна, тому що всі світові масштабні економічні здобутки отримано внаслідок розвитку акціонерних товариств. Акціонерний капітал впливає на суспільство загалом, оскільки діє практично в усіх країнах і функціонує як у національній, так й інтернаціональній сфері. Роль акціонерного капіталу в економічних системах не обмежується лише показниками виробництва і розподілу, акціонерний капітал впливає на важливі чинники політичного та соціального характеру. Від стану корпоративного сектору істотно залежить також соціально-економічний стан держав, а іноді й світової економіки загалом.

Світова практика функціонування корпорацій створила вагомую базу для напрацювання загальних принципів і рекомендацій у сфері корпоративного управління. Досвід розвитку корпоративного управління в США, Японії та європейських країнах дає можливість виявити сутність корпоративних відносин з урахуванням інтересів різних структурних категорій суспільства. Проте досягнення балансу інтересів учасників корпоративних відносин як бази прийняття ефективних корпоративних рішень пов'язано з низкою проблем, спричинених особливостями економічного та соціального розвитку українського суспільства, ступенем готовності українських громадян до сприйняття ідей корпоративного управління. У цьому зв'язку очевидно є необхідність застосування існуючих зарубіжних моделей корпоративного управління з урахуванням характерних ознак української ринкової економіки, культурних традицій і історичних умов, специфіки формування корпоративних взаємовідносин.

Зарубіжні корпорації використовують принципи корпоративного управління, що сприяють забезпеченню максимальної відкритості та справедливості корпоративного управління щодо всіх учасників корпоративних відносин, а саме: звітність, що передбачає підзвітність членів ради директорів і менеджменту корпорації акціонерам; відкритість щодо

інформованості акціонерів з питань стану справ у корпорації та способу дії адміністративної команди; нагляд, що забезпечує як можливість аналізу радою директорів ефективності діяльності менеджерів, так і аналогічну можливість інвесторів контролювати діяльність правління; прозорість для інвесторів щодо одержання достовірної інформації про ринок і компанії, з якими співробітничать; справедливість корпорації щодо всіх акціонерів, як вітчизняних так і зарубіжних; методику голосування (технології, підрахунок голосів, матеріали для акціонерів за дорученням), що повинна сприяти активній участі акціонерів у діяльності корпорації; кодекси принципів, що регламентують відносини з акціонерами, повинні мати обов'язковий характер як для директора, так і менеджменту корпорацій; стратегічне планування, що зумовлює превалювання стратегічних інтересів у діяльності корпорації для забезпечення підвищення акціонерної вартості.

На відміну від зарубіжних корпорацій, що відкрито заявляють про власну філософію та принципи, упровадження корпоративного управління у вітчизняних корпораціях супроводжується інформаційною закритістю та непрозорістю, небажанням афішувати місію і стратегію розвитку.

З одного боку, ця ситуація зумовлюється нестабільністю зовнішнього середовища, що породжує невпевненість реакцій акціонерів та інвесторів у разі порушення термінів виконання зобов'язань, з іншого боку, викликає сумніви у потенціальних акціонерів та інвесторів щодо доцільності вкладення капіталу та інвестицій.

Як вважають зарубіжні експерти у сфері корпоративного управління, основні зобов'язання корпорації повинні полягати в задоволенні потреб споживача в товарах і послугах, що превалює в діяльності корпорацій; одержанні достатнього рівня дохідності вкладів інвесторів, що є наслідком повної реалізації основного, першого зобов'язання; створенні нових цінностей, що є невід'ємною умовою одержання дивідендів;

соціальній відповідальності перед суспільством, що реалізується насамперед шляхом створення нових робочих місць; стимулюванні економічної діяльності шляхом демонстрування результатів ініціативної праці; сприянні винахідництву і новаторству як засадам підприємництва; диверсифікації інтересів населення шляхом розподілу практичних знань громадян за секторами суспільства.

Разом з тим потребуються відповідна адаптація і впровадження в діяльність вітчизняних компаній принципів, що становлять базу діяльності зарубіжних корпорацій протягом тривалого їх розвитку.

Першим кроком на цьому шляху повинно стати усвідомлення необхідності чіткого формулювання місії корпорації як основи розроблення і здійснення її стратегії. Як засвідчують дані статистики, близько 86% сучасних корпорацій США мають формальні стратегічні місії; для фірм-лідерів, як правило, характерніше чіткіше визначення місії, на відміну від фірм, що функціонують недостатньо ефективно.

Корпорації застосовують такі підходи до формування стратегічної місії: уникають чіткої орієнтації на конкретну групу споживачів; орієнтуються на певні сегменти ринку, виробництво конкретної продукції.

Як свідчить практика, на вибір підходу до формування стратегічної місії впливає низка чинників, пов'язаних зі ступенем стабільності навколишнього середовища, обсягом операцій на ринку, економічним станом корпорації. У міру нагромадження корпорацією ресурсів наявність формальних процедур щодо визначення її місії і стратегії розвитку перетворюється на необхідні умови здійснення корпоративного управління.

Світовий досвід розвитку корпоративного управління засвідчує, що корпоративна місія відіграє три важливі ролі: визначає напрям руху, обґрунтовує діяльність корпорації в конкретному бізнесі, мотивує [73, с. 81].

Визначаючи корпоративну місію, стратеги одержують можливість бачення напряму руху бізнесу, що сприятиме досягненню цілей і завдань корпорації шляхом побудови якнайефективніших і якнайдоцільніших бізнес-стратегій. Роль обґрунтованості діяльності корпорації в певному бізнесі реалізується за рахунок прийнятності її філософії зацікавленими особами як всередині корпорації, так і за її межами, у тому числі новими фінансовими інститутами, новими акціонерами та ін.

Мотиваційна роль корпоративної місії виявляється в ідентифікації працівниками себе з організацією, встановленні певного організаційного клімату, що спрямовує на спільну працю.

Основні мотиви корпорацій зарубіжних країн, що зумовлюють наявність у них сформульованої місії, полягають у тому, що остання забезпечує управління системою стратегічного планування; визначення обмежень бізнес-операцій; досягнення загальної мети чи напряму, які виходять за межі індивідуальних амбіцій і потреб окремих підрозділів; поширення відчуття загальних очікувань серед персоналу всіх рівнів, що сприяє побудові сильної організаційної культури.

Очевидно, що для ефективної реалізації принципів корпоративного управління на основі філософії, прийнятної для всіх учасників корпоративних відносин, потрібні управлінські кадри, що пройшли спеціальне корпоративне навчання, здатні визначати напрями розвитку корпорації в умовах нестабільності економіки, освоювати нові види бізнесу і нові ринки, гнучко управляти виробництвом і персоналом.

Результати аналізу досвіду корпоративного управління зарубіжних країн підтверджують можливість застосування низки принципів і елементів в умовах формування корпоративних відносин на тлі становлення ринкової економіки України.

У результаті дослідження досвіду корпоративного управління інших країн та вітчизняної практики доходимо висновку, що для ефективного розроблення української моделі

корпоративного управління, яка формуватиметься в міру підвищення ролі корпорацій у суспільно-економічній життєдіяльності країни, необхідно розв'язати проблему створення ефективної системи фінансового управління корпораціями. З огляду на це вітчизняні вчені та практики концентруються на пошуках шляхів залучення, ефективного використання і загалом свідомого управління фінансами українських корпорацій. Ці обставини зумовлюють необхідність широкого використання у вітчизняній практиці корпоративного управління теоретичних засад фінансового менеджменту.

Значна кількість керівників українських корпорацій ігнорують принципи корпоративного управління, недооцінюють роль стратегічного планування, зосереджуючи зусилля на короткостроковому горизонті планування. Основна причина цього полягає не у відсутності можливості та здатності застосування процедур і правил стратегії функціонування, а неусвідомленні ролі та важливості цих норм корпоративного управління.

У разі нечітко сформульованої місії корпорації неможливо спланувати майбутні показники її діяльності, глобальне призначення, спрямованість на задоволення певних ринкових потреб. До того ж менеджери і працівники позбавляються стратегічних орієнтирів, що призводить фактично до ігнорування основного зобов'язання корпорації у сфері корпоративного управління. Крім того, відсутність чіткої місії і корпоративної стратегії ставить під загрозу перспективи розвитку корпорації, відштовхуючи потенційних інвесторів, особливо іноземних, для яких наявність обґрунтованої стратегії є однією з основних умов ділового співробітництва та інвестування діяльності.

РОЗДІЛ 2. Система управління фінансами корпорацій

2.1. Інституційний підхід до прогнозування та планування діяльності корпорацій

З огляду на те що багато вітчизняних підприємств обрали акціонерну форму організації капіталу, позитивним є посилення їх інтересу до вдосконалення корпоративних прав, корпоративних відносин і корпоративного управління.

На необхідності розширення кола питань корпоративного управління в певних групах країн наголошують також зарубіжні вчені. Зокрема, Дж. Д. Саллівон [109, с. 15], аналізуючи особливості корпоративного управління в різних країнах, зауважив, що у країнах з перехідною економікою воно повинно охоплювати набагато ширше коло проблем, ніж у країнах з розвинутою ринковою економікою. Значною мірою це зумовлено необхідністю становлення на підприємствах саме системи управління фінансами.

На думку Г.В. Назарової [122, с. 27], досвід, накопичений західноєвропейськими економістами, сприятиме проектуванню адекватних організаційних структур, пристосованих як до перехідного періоду, так і ринкових відносин.

В Україні більшість зареєстрованих акціонерних товариств перебуває у фінансово-економічній скруті [117, с. 11]. Вихід з такої ситуації можливий лише за умови розвитку двох взаємопов'язаних процесів: удосконалення системи корпоративного управління і залучення інвестицій.

У західноєвропейських країнах нагромаджений великий досвід створення і розвитку корпорацій. Структура та характер цих високо інтегрованих об'єднань в різних країнах виявляють як схожі ознаки, так і значні відмінності. Вони значною мірою пов'язані з конкретно-історичними обставинами і визначаються індивідуально залежно від стану виробництва і ринку, але насамперед зумовлені специфікою законодавчого регулювання діяльності фінансових організацій, зокрема корпоративної власності та управління.

Більшість утворених в Україні акціонерних товариств, у тому числі у процесі приватизації державної власності, опинилась, за деяким винятком, недієспроможною. Причини їх неефективної діяльності такі самі, як і всіх інших суб'єктів господарської діяльності, а саме: відсутність власних оборотних ресурсів, затоварювання виробників у зв'язку зі зниженням платоспроможності ринку, непомірно високі відсоткові ставки за кредит банку і неможливість їх отримання на тривалий період, нераціональна податкова політика, відсутність попиту громадян – покупців товарів через неплатежі заробітної плати та пенсій.

Корпорації сприяють концентрації інвестиційного капіталу, забезпечують науково-технічний розвиток і безпосередньо впливають на розвиток виробництва, підвищення технічного рівня продукції та забезпечення конкурентоспроможності. Корпорація може мати форму як окремого великого підприємства, так і об'єднання кількох підприємств, а також функціонувати у формі як простого акціонерного товариства, так і об'єднання акціонерних товариств – холдингової компанії. Вона є однією з наймасштабніших форм інтеграції капіталу шляхом об'єднання акціонерних товариств та інших фірм різних сфер діяльності з метою розроблення узгодженої політики багатoproфільної діяльності.

Корпоративна форма підприємницької діяльності передбачає насамперед розподіл функцій володіння та управління. Саме відносини між власником та менеджментом є визначальною ознакою корпоративного управління.

Ефективний розвиток корпоративного сектору в Україні тісно пов'язаний з розвитком корпоративного управління, удосконалення якого забезпечує вітчизняному та іноземному інвестору надійний захист прав власності, виробництву – ресурси для розвитку, державі – ефективне управління процесами на ринку цінних паперів.

Розбудова корпоративного управління в Україні забезпечена набранням чинності Законом України «Про акціонерні

товариства», що увібрав світову практику корпоративних відносин.

Важливим моментом у впровадженні новацій корпоративного управління, запроваджених зазначеним законом, є приведення внутрішніх документів акціонерного товариства у відповідність до норм чинного законодавства. З цією метою нагальною є потреба напрацювання типових статутів публічних та приватних акціонерних товариств, положень про корпоративного секретаря, інформаційну політику акціонерного товариства та ін.

Акціонерні товариства в Україні формують систему корпоративного управління відповідно до Принципів корпоративного управління Організації економічного розвитку та співробітництва, Принципів корпоративного управління, Закону України «Про акціонерні товариства», інших нормативно-правових та методичних рекомендацій, документів у цій сфері, прийнятих Комісією з цінних паперів та фондового ринку України.

Аналізуючи стан корпоративного управління у вітчизняних корпораціях та підприємствах – емітентах облігацій, зауважимо, що згідно з даними, наданими емітентами, порівняно з минулим роком збільшилась кількість акціонерних товариств, що розкрили інформацію про стан корпоративного управління, так само як і кількість товариств, що провели загальні збори акціонерів. Так само про збільшення кількості таких товариств свідчить такий показник, як кількість товариств, де створено ревізійну комісію та які перевірено ревізійною комісією.

Позитивними є факти збільшення кількості корпорацій, що планують включити власні акції до лістингу фондових бірж та мають власний кодекс – принципи та правила корпоративного управління. Детальну інформацію про такі зміни наведено в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**Основні дані про стан корпоративного управління
акціонерних товариств (ПАТ і ПрАТ) у 2007–2011 рр.**

Показник	2007 рік	2008 рік	2009 рік	2010 рік	2011 рік
Кількість товариств, що розкрили інформацію про стан корпоративного управління	6113	6091	6104	4936	5479
Кількість товариств, де проведено загальні збори	3745	5029	4996	4067	5006
У тому числі позачергові	439	604	652	629	1844
Кількість зборів загальна	4544	5864	6125	4928	5848
У тому числі позачергових	695	809	1100	872	1379
Частка представників акціонерів, що володіють менше 10% акцій, у складі наглядової ради (% загальної кількості представників акціонерів)	64,56	71,48	70,38	58,68	57,12
Періодичність аудиторських перевірок акціонерних товариств зовнішнім аудитором протягом останніх трьох років (% загальної кількості товариств, що розкрили інформацію про періодичність аудиторських перевірок):					
– не проводились	0,82	0,82	0,81	0,76	0,74
– рідше як раз на рік	1,79	1,46	1,36	1,36	1,24
– раз на рік	83,58	86,20	86,73	87,09	87,03
– частіше як раз на рік	13,81	11,52	11,07	10,79	10,98
Частка акціонерних товариств, де ревізійна комісія перевіряла фінансово-господарську діяльність минулого року (% загальної кількості акціонерних товариств, що зазначили орган, який здійснював перевірку)	55,22	58,25	58,41	57,96	57,11
Кількість товариств, що планують включити власні акції до лістингу фондових бірж	144	250	478	546	775
Кількість товариств, що мають власний кодекс (принципи, правила) корпоративного управління	40	66	75	82	145

У 2011 р. серед 5479 корпорацій, що надали інформацію про стан корпоративного управління, у 5006 (91,37%) проводились загальні збори акціонерів, у тому числі позачергові – у 1844 (36,84% загальної кількості корпорацій, де проводились загальні збори акціонерів).

Контроль за реєстрацією акціонерів або їх представників для участі в останніх загальних зборах (за наявності контролю), що проводились протягом 2011 р., найчастіше здійснювали акціонери, які володіють у сукупності понад 10% (1680 корпорацій, або 30,66% загальної кількості корпорацій, що надали інформацію про стан корпоративного управління у 2011 р.).

У складі наглядової ради найчастіше створюються комітети стратегічного планування (у 43,17% загальної кількості корпорацій, що надали інформацію про склад наглядової ради у 2011 р.). Водночас у 2011 р. серед 5479 корпорацій у 795 (14,51%) було створено спеціальну посаду або відділ, відповідальний за роботу з акціонерами. Крім того, у переважній більшості корпорацій (88,58% загальної кількості корпорацій, що надали інформацію, як саме визначали винагороду членів наглядової ради) члени наглядових рад не отримують винагороди, а в 10,70% корпорацій винагорода фіксована.

Згідно із законодавством України виконавчий орган вирішує всі питання діяльності акціонерних товариств, крім тих, що входять до компетенції загальних зборів і наглядової ради товариств. У статутах 69,74% корпорацій міститься положення про обмеження повноважень виконавчого органу приймати рішення щодо укладення договорів, враховуючи їх суму, від імені товариства. Водночас у статутах або внутрішніх документах 23,98% корпорацій міститься положення про конфлікт інтересів, тобто суперечність між особистими інтересами посадової особи або пов'язаних з нею осіб та обов'язком діяти в інтересах корпорації.

Всередині корпорацій доволі поширена практика розроблення внутрішніх документів. Найчастіше додаткової регламентації у внутрішніх документах потребують положення про

наглядову раду (19,84%), ревізійну комісію (18,96%) та виконавчий орган (правління) (18,24%).

Використовуючи публікацію у пресі, оприлюднення в загальнодоступній інформаційній базі даних Комісії про ринок цінних паперів, 86,27% корпорацій надають можливість акціонерам отримати інформацію про фінансову звітність, результати діяльності акціонерного товариства. До найнепрозоріших належить інформація про винагороду посадових осіб акціонерних товариств та акціонерів, що володіють 10% та більше статутного капіталу.

В управлінні корпорацією важливими компонентами є аналіз, прогнозування і планування діяльності. При цьому аналіз поєднується з прогнозуванням перебігу різних процесів. Вони можуть бути контрольованими, тобто керованими суб'єктом, або неконтрольованими, на які суб'єкт не може впливати істотно.

Аналіз – це розподіл об'єкта на складові з метою визначення функцій, значущості кожного елемента, внеску елементів до загального вмісту і в поведінку об'єкта. Проте від аналізу ефективності діяльності корпорації потребується набагато більше – виявити недоліки та визначити шляхи вдосконалення як елементів, так і об'єкта загалом. При цьому недоліки можна зрозуміти та оцінити лише порівняно з чимось, просто недоліків, які немає з чим порівнювати, не може бути.

У передмові до праці «Дванадцять принципів продуктивності» Г. Емерсона процитовано відгук міжнародної ділової газети «Financial Times»: «Його принципи такі визначені, вірні й непорушні, що можуть бути прийняті за мірило. За їх допомогою може бути обстежено будь-яке виробництво, будь-яке промислове підприємство, будь-яка банківська операція. Успішність цих підприємств визначається і вимірюється ступенем відхилення їх організації від дванадцяти принципів продуктивності». І, зауважимо, незважаючи на те що минуло 100 років від дня видання зазначеної праці, наведені в ній принципи актуальні, проте з урахуванням зміни ситуації на

ринку і результатів, отриманих психологами, соціологами, кібернетиками та управлінцями, потребують доповнення.

Основна складність прогнозування діяльності корпорації полягає в тому, що кожна корпорація унікальна, і те, що є недоліком однієї корпорації, може навіть бути перевагою іншої. Тому в загальному вигляді можливо виявити тільки обмежену кількість явних недоліків, характерних для всіх корпорацій, явних недоліків, що знижують ефективність діяльності корпорацій з будь-якою системою управління, що діють на різних ринках.

І найголовніше: оскільки кожна корпорація унікальна, перш ніж починати аналізувати ефективність її діяльності, необхідно з'ясувати внутрішнє та зовнішнє середовище, основні цілі та політику, зрозуміти всі аспекти її діяльності та відповісти на питання, чому корпорація діє в цей момент саме в певний спосіб. Тому в підсумковому звіті за результатами аналізу діяльності корпорації повинно бути описано не лише «як є» (адже це тільки наслідок), а й зазначено причини, що спонукали корпорацію діяти саме таким способом.

Створення умов для реального піднесення економіки України залежить від ефективності діяльності корпорацій. Проблему ефективності функціонування будь-якої організації порушували ще на початку століття такі відомі дослідники, як М. Вебер, Ф. Тейлор, Е. Мейо, Ч. Барнард.

Нині методологія планування та прогнозування діяльності корпорацій перебуває в процесі становлення. Прогнозування діяльності корпорацій здійснюється переважно методами експертного оцінювання або з використанням трендових моделей, що не забезпечують кількісного оцінювання очікуваних результатів. Не реалізується підхід, що передбачає варіантні розрахунки, необхідні для вибору найвірогіднішого сценарію розвитку корпорацій з урахуванням можливої зміни умов функціонування. У результаті на рівні держави при розробленні заходів реструктуризації української промисловості, реалізації стратегій розвитку окремих галузей, а також

спрямованих на підвищення ефективності державного регулювання, створення та діяльності корпорацій, рішення приймаються скоріше за стереотипами, що склалися, ніж за об'єктивними тенденціями їх розвитку [164, с. 6].

Актуальними напрямками оцінювання діяльності корпорацій повинні бути аналіз виробничої діяльності, динаміка змін обсягів і структури інвестицій в нефінансові активи, аналіз фінансового стану та платоспроможності корпорацій, інвестиційна активність фінансово-кредитних установ, структура та джерела фінансування інвестицій, спрямованих на реалізацію інвестиційних програм, оптимальність організаційної структури та складу учасників корпорацій, а також ефективність внутрішньокорпоративного управління. Основний акцент необхідно зробити на використанні сучасних аналітичних методів аналізу тенденцій, структурних та якісних змін та здійснювати міжкорпоративні порівняння за динамікою найважливіших показників діяльності корпорацій і відносних коефіцієнтів, системно впорядкованих і взаємопов'язаних згідно з основними напрямками аналізу.

Аналіз ефективності передбачає порівняння корпорації та її елементів з певним загальним еталоном, характерним для групи корпорацій. Перевага такого еталону полягає в тому, що він загальний, недолік – у тому, що за його допомогою можна аналізувати тільки найзагальніші характеристики та елементи корпорації. Детальніший аналіз потребує точнішого визначення еталонних показників конкретної корпорації.

На базі конкретної корпорації необхідно побудувати бачення максимально ефективного об'єкта (моделі, еталону) у поточних умовах. Основне завдання – побудувати нову корпорацію з максимально наближеними до еталонних показниками, і порівняти її елементи з елементами функціонуючої корпорації. У такому разі можна виявити всі недоліки, оцінити їх значущість, визначити шляхи їх усунення та підвищення ефективності корпорації.

Коло проблем, що потребують розв'язання при розробленні механізму аналізу і прогнозування діяльності корпорацій, доволі широке і має принциповий характер – від розроблення концепції аналізу і прогнозування та формування відповідної системи показників до розв'язання проблем з інформаційного забезпечення, удосконалення статистичної звітності та організації моніторингу фактичних й очікуваних результатів функціонування корпорацій.

Механізм планування та прогнозування. Методи, напрями і склад показників цього механізму істотно різняться за цілями і рівнями реалізації. Діюча методична база орієнтована переважно на рівень підприємств і основну увагу концентрує на методах аналізу їх діяльності, а також методах бухгалтерського обліку та аудиту.

У методичному плані застосовується механізм, розрахований на управлінську ланку підприємств, який скоріше відповідає завданням стратегічного планування або вирішенню проблем формування фінансової звітності, ніж цілям фінансово-економічного аналізу їх діяльності. Прогнозування базується на системі показників і коефіцієнтів, що характеризують стан балансу підприємств, і обтяжено питаннями розрахунку показників бухгалтерської звітності. У свою чергу, при підготовці бухгалтерської звітності розв'язують завдання, пов'язані з правильністю обчислення бухгалтерських показників за основними статтями доходів та витрат і відповідністю використовуваних методів загальноприйнятим стандартам та існуючим статистичним критеріям обґрунтованості. Основна мета аудиту (аудиторських перевірок) полягає у використанні методів аналізу і контролю за фінансовою діяльністю підприємств та передбачає достовірність і відповідність її результатів, що відображаються в бухгалтерській звітності, існуючим вимогам та стандартам.

Загалом механізм прогнозування в межах існуючого методичного забезпечення непридатний для оцінювання діяльності корпоративного управління. Мало того, не існує чіткої

концепції фінансово-економічного аналізу та прогнозування діяльності корпорацій, що враховує їх специфіку, яку можна було б покласти в основу розроблення методологічного забезпечення – не визначено основних напрямів аналізу, складу та структури показників, відповідних цілей його здійснення; не існує моделі макроекономічного аналізу та прогнозування, адаптованої до великої кількості корпорацій, що не потребує складного математичного апарату, ефективною та придатною для практичного використання з метою формування державної політики розвитку корпоративного сектору економіки.

Нині основним джерелом первинної інформації, яке можна використовувати в аналізі діяльності корпорацій, є бухгалтерський баланс, а також зведені річні звіти поряд зі звітом про прибутки і збитки. Бухгалтерський баланс – це фінансовий документ та інструмент аналізу доходів і витрат (активів та пасивів), що не відповідає цілям корпорації і не містить усіх необхідних даних для її фінансово-економічного аналізу.

Для аналізу необхідні показники випуску продукції, а також дані про обсяг та джерела фінансування інвестицій, що спрямовуються на реалізацію інвестиційних проектів і програм, що не містяться у звітності. Деякі аспекти діяльності корпорацій неможливо проаналізувати за формою бухгалтерського балансу. Наприклад, це стосується аналізу складу і структури учасників, зміни динаміки чисельності зайнятих, аналізу структури та джерел статутних капіталів головних компаній. Мало того, низку показників (наприклад, обсяг продажів) наводять у балансі в узагальненому вигляді, а для повноти аналізу потрібно поділити за видами та сферами діяльності учасників і відповідно інформацію з неконсолідованих самотійних бухгалтерських балансів організацій, інтегрованих у складі корпорацій. Існують суперечності також щодо форматів подавання необхідної для аналізу інформації і бухгалтерського балансу, які мають різні цілі.

З цією проблемою пов'язана ще одна – щодо джерел інформації про діяльність кредитно-фінансових установ, які взаємодіють і входять до складу корпорацій – звітність про діяльність банківських структур має конфіденційний характер. У таких умовах неможливо також проаналізувати діяльність інтегрованих корпоративних структур.

Одразу постає питання про доцільність використання та поширення наявного досвіду і введення за аналогією з фінансово-промисловими групами єдиної уніфікованої форми статистичної звітності для корпорацій, що функціонують у промисловості. Незважаючи на те що такий захід однозначно спричинить негативну реакцію на корпоративному рівні (додаткове навантаження на органи управління), багато аргументів саме за такий підхід.

В основу формування уніфікованої форми статистичної звітності повинна бути покладена концепція аналізу та прогнозування діяльності корпорацій, що визначає склад і структуру найважливіших показників.

Одночасно з розв'язанням завдань з удосконалення системи статистичної звітності необхідно визначити коло суб'єктів господарської діяльності, що належать до великих корпорацій і відповідно є суб'єктами аналізу. Досі юридично не закріплено поняття корпорації як акціонерної форми підприємства; не існує чітких критеріїв оцінювання корпорацій за розмірами. До перелічених слід додати проблеми забезпечення повноти і достовірності інформації, від яких залежить якість аналізу.

У зв'язку із зазначеним за спроможністю корпорацій до реалізації державних пріоритетів, стабільності результатів, можливостей розвитку і розширення, а також збільшення внеску в розвиток різних сфер діяльності розрізняють такі критерії визначення потенційної результативності корпорацій:

– стійка динаміка збільшення основних виробничих показників діяльності, спроможність збільшувати обсяги

виробництва, здійснювати оптимальну цінову стратегію з одночасним зменшенням витрат на виробництво продукції;

- спроможність до оновлення виробничих потужностей, підвищення технологічного рівня виробництва та реалізації стратегії інноваційного розвитку як бази підвищення конкурентоспроможності продукції;

- стійкі фінансові результати діяльності та платоспроможність, поповнення джерел обігового капіталу, збільшення частки грошових коштів, скорочення бартеру і грошових сурогатів, підвищення ефективності використання власних коштів, спроможність взаємодіяти з кредиторами та обслуговування боргу;

- посилення інвестиційної активності, спроможність до реалізації стратегії залучення інвестиційних ресурсів з державних та позабюджетних джерел з метою фінансування інвестиційних проектів і програм, активізація діяльності банківських структур;

- ефективність інтеграції, оптимальність організаційної структури та складу учасників, спроможність до диверсифікації діяльності;

- ефективність внутрішньокорпоративного управління, можливість здійснення єдиної стратегії розвитку корпорацій на основі консолідації активів та взаємної участі в капіталах.

Зазначені критерії є базовими для вибору основних напрямів прогнозування та вибору показників, необхідних для оцінювання діяльності корпорацій.

Запропоновану схему основних напрямів прогнозування та планування діяльності корпорацій показано на рис. 2.1.

Аналіз виробничої діяльності. Передбачає аналіз результатів діяльності корпорації щодо перспектив розвитку виробничого потенціалу – досягнутого рівня та можливості збільшення обсягів виробництва та реалізації продукції і прибуткової діяльності в майбутньому.

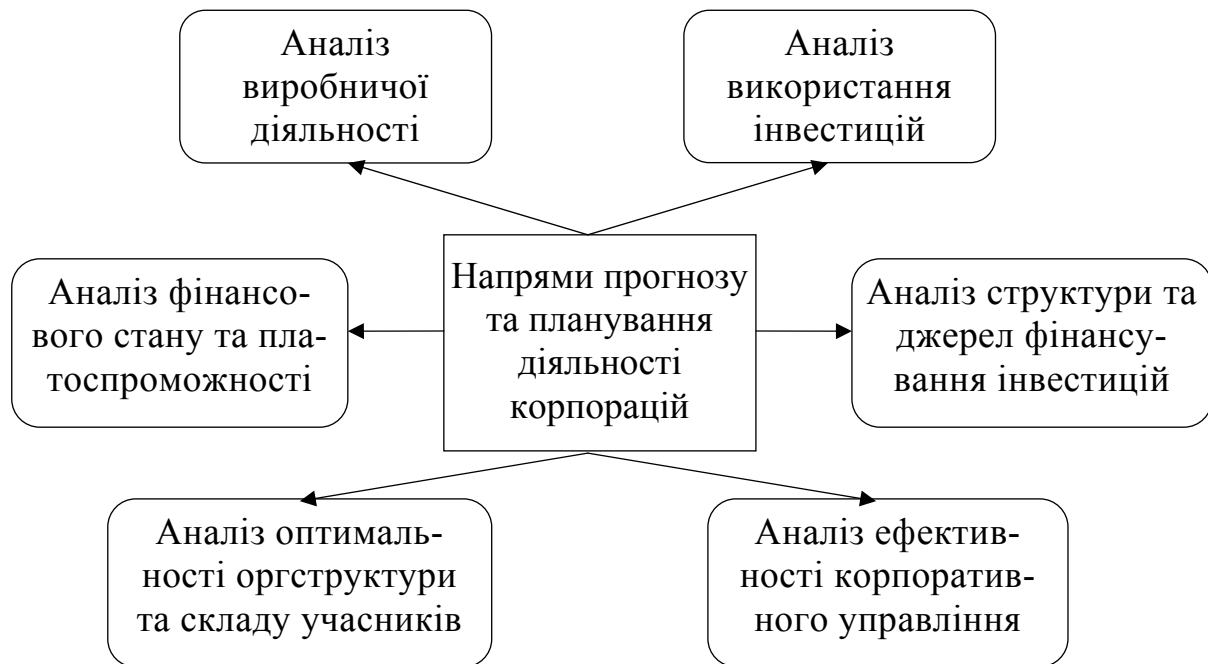


Рис. 2.1. Основні напрями прогнозування і планування діяльності корпорацій

Стан виробничої діяльності характеризують різні показники. В аналізі слід застосовувати найзначніші з них. Для цього пропонуємо здійснювати розрахунки за кількома напрямками.

Продукція. Відносну частку ринку визначають як відношення доходу від реалізації за даними кожного підприємства до максимального доходу від реалізації найбільшого конкурента.

Конкурентоспроможність продукції. Для оцінювання цього показника можна застосовувати матрицю конкурентного профілю; непряму характеристику конкурентоспроможності продукції. Конкурентоспроможність продукції визначають за формулою:

$$K_c = 1 - \text{ЗНП}_{\text{к.р}} / V_p, \quad (2.1)$$

де $\text{ЗНП}_{\text{к.р}}$ – залишки нереалізованої продукції на кінець року;
 V_p – річний обсяг випуску продукції.

Виробничий апарат. Характеристика стану виробничого апарату підприємства дуже важлива, тому що відбиває орга-

нізаційно-технічний рівень виробництва та сприяє кількісному та якісному оцінюванню сформованого виробничого потенціалу.

Методику оцінювання виробничого апарату підприємства наведено в табл. 2.2 [5, с. 45].

Таблиця 2.2

Методика оцінювання виробничого апарату

Показник	Розрахункова формула
<i>1. Методика оцінювання рівня організації виробничих процесів</i>	
Коефіцієнт використання робочого часу	$K_{в.ч} = Ч_{п.р} / Ч_{ф}$, де $Ч_{п.р}$, $Ч_{ф}$ – чисельність працівників відповідно розрахункова та фактична
Коефіцієнт використання виконавців за кваліфікацією	$K_{в.к} = K_{ср.оп} / K_{ср.п}$, де $K_{ср.оп}$, $K_{ср.п}$ – середній тарифний розряд відповідно операцій та працівників
Коефіцієнт використання обладнання	$K_{об} = \Sigma t_m / m\tau$, де Σt_m – сумарні витрати часу на технологічні операції, що виконуються на машинах, с; m – кількість машин та обладнання в потоці; τ – такт потоку, с
Коефіцієнт використання виробничої площі	$K_{в.п} = Ч_{ф} / Ч_{н}$, де $Ч_{н}$ – чисельність працівників, розрахована відповідно до площі, зайнятої потоком $P_{п}$, та норми площі на одного працівника відповідно до галузевої інструкції з визначення виробничих потужностей
<i>2. Методика оцінювання виробничого потенціалу</i>	
<i>2.1. Персонал</i>	
Кваліфікаційний рівень робітників	Середній розряд робітників підприємства / Середня заробітна плата
Коефіцієнт стабільності персоналу	Кількість працівників зі стажем роботи на підприємстві понад рік / Середньооблікова чисельність працівників
Середня заробітна плата	Фонд заробітної плати / Чисельність працівників
Коефіцієнт відданості персоналу	Кількість років, відпрацьованих на підприємстві всім персоналом / Кількість працівників

Закінчення табл. 2.2

Показник	Розрахункова формула
<i>2.2. Рівень прогресивності техніки та технології</i>	
Коефіцієнт прогресивності техніки	Питома вага обладнання нових поколінь / Питома вага обладнання нових поколінь за галузевою технічною документацією (до обладнання нових поколінь слід зараховувати обладнання з елементами автоматизації допоміжних прийомів, мікропроцесорами, швейні напівавтомати)
<i>2.3. Стан основних фондів (ОФ) та відтворювальні процеси</i>	
Коефіцієнт зносу ОФ	Сума зносу основних засобів / Первісна вартість основних засобів
Коефіцієнт оновлення активної частини ОФ	Вартість основних засобів, які надійшли / Вартість основних засобів на кінець періоду
Коефіцієнт використання потужності	Обсяг випуску продукції / Потужність підприємства
<i>2.4. Виробнича структура основних фондів</i>	
Гнучкість виробничої системи	1 – Втрати у випуску при зміні асортименту, % / 100%
Пропорційність виробничої структури	Потужність підготовчого цеху / Потужність випускаючих цехів

Аналіз використання інвестицій. Передбачає аналіз спроможності до реалізації стратегії технологічного зростання і підвищення конкурентоспроможності продукції шляхом підвищення ефективності використання інвестицій у виробничій діяльності, включаючи капіталовкладення в основні засоби, інвестиції в нематеріальні активи та виробничі запаси, а також оцінювання довгострокових фінансових вкладень, у тому числі інвестиції в акціонерний капітал дочірніх підприємств, на розвиток філіальної мережі та в активи фондового ринку – на придбання державних цінних паперів.

У цьому блоці рекомендується також розраховувати показники, аналіз яких спрямований на зниження кредитного ризику: коефіцієнт покриття відсотків (прибуток від об'єкта інвестування / сума погашення відсотків); коефіцієнт, що характеризує співвідношення дохідності інвестицій за рахунок кредиту і середньої дохідності підприємства; коефіцієнт покриття активами підприємства суми кредиту; репутацію позичальника.

Останній показник – репутацію позичальника – прийнято вважати неформальним, таким, що неможливо розрахувати, оскільки немає чітких вихідних даних, тому його оцінюють експертно. Підставою для позитивної чи негативної оцінки є насамперед кредитна історія підприємства, що відбиває попередні відносини позичальника з кредиторами. Зважаючи на те що основною характеристикою цих відносин є своєчасність повернення кредиту і сплати відсотків, доцільно перевести показник репутації позичальника з неформальних до формальних, визначаючи коефіцієнти ритмічності повернення кредитів ($K_{p.k}$) і сплати відсотків ($K_{p.v}$) за ретроспективними даними:

$$K_{p.k} = 1 - \frac{\text{Сума часових відхилень від графіка повернення боргу}}{\text{Термін кредиту}}; \quad (2.2)$$

$$K_{p.v} = 1 - \frac{\text{Сума часових відхилень від графіка сплати відсотків}}{\text{Термін кредиту}}. \quad (2.3)$$

Аналіз структури та джерел фінансування інвестицій. Передбачає аналіз інвестиційної активності кредитно-фінансових установ, у тому числі банків – учасників корпорацій, а також основних джерел фінансування інвестицій, які спрямовують на реалізацію інвестиційних проектів та програм, включаючи кошти бюджету, що надаються як державне підтримання.

Аналіз оптимальності організаційної структури та складу учасників. Оцінюють потенційні можливості корпорацій до розвитку інтеграційних процесів коопераційних зв'язків, у тому числі із зарубіжними країнами, а також спроможність до ефективної взаємодії у складі корпорацій різних сфер діяльності – промислових, фінансово-кредитних, науково-дослідницьких, проектних, торговельних та будівельних.

Аналіз ефективності корпоративного управління. Передбачає оцінювання рівня консолідації і структури капіталу головних компаній корпорацій за основними джерелами формування – залежно від сфер діяльності та географічної

структури організацій-засновників як бази для реалізації єдиної стратегії розвитку та реалізації інвестиційних програм.

Оцінювання рівня системи корпоративного управління. Передбачає розгляд стабільності, ефективності діяльності органів управління корпорації як чинника, що має не менше, а часто навіть більше значення, ніж фінансові показники та показники акціонерного капіталу. Набагато вища вартість акцій компаній, де діяльність наглядових рад і правлінь базується на принципах міжнародних стандартів, що дає інвесторам можливість контролювати діяльність керівників і впливати на прийняття найважливіших рішень.

Склад і сутність показників оцінювання системи корпоративного управління суто суб'єктивні, що залежить від мети інвестора, який здійснює оцінювання. Для досягнення ефективності функціонування корпорацій керівництво повинно зрозуміти глибинну сутність цілей зацікавлених сторін, намагатись якнайкраще узгодити їх інтереси. Це складне завдання, оскільки між різними групами учасників корпоративних відносин виникають цільові конфлікти.

Пропонується оцінювати ефективність системи управління як відповідність функціонуванню в ринковій економіці за допомогою рейтингової оцінки: повністю відповідає – 1; не відповідає – 0; не повністю відповідає – 0,5.

Рейтингове оцінювання одиничних показників експертами може базуватися на підході, подібному тому, який застосовують світові фінансові організації до визначення інвестиційної привабливості країни та галузей економіки за такою шкалою.

Підстава для експертного оцінювання значень одиничних показників	Мотивація інвестора	Рейтинг
Значно нижче (вище) гранично припустимого рівня	Відсутня	0
Нижче (вище) граничного рівня	Низька	1
Відповідає граничному рівню	Середня	2
Перевищує (нижче) рекомендоване значення	Висока	3

Отримані рейтингові оцінки одиничних показників рекомендується коригувати з урахуванням характеру їх динаміки в останні 5 років за відповідними коефіцієнтами:

$$K_{\text{к.п.д}} = 1 + \frac{\text{Середньорічне поліпшення показника}}{\text{Середнє значення показника}}, \quad (2.4)$$

де $K_{\text{к.п.д}}$ – коефіцієнт коригування при позитивній динаміці;

$$K_{\text{к.н.д}} = 1 - \frac{\text{Середньорічне погіршення показника}}{\text{Середнє значення показника}}, \quad (2.5)$$

де $K_{\text{к.н.д}}$ – коефіцієнт коригування при негативній динаміці;

$$K_{\text{к.н.п}} = 1 \pm \frac{\text{Середньорічна зміна показника}}{\text{Середнє значення показника}}, \quad (2.6)$$

де $K_{\text{к.н.п}}$ – коефіцієнт коригування при непевній динаміці.

Для врахування динаміки показників можна застосовувати спрощений підхід. Наприклад, за позитивної динаміки рейтинг підвищується, за негативної – знижується в 1,5 раза, за невизначеної застосовують коригуючий коефіцієнт – 0,8.

Аналіз фінансового стану та платоспроможності. Передбачається аналіз фінансової стійкості та платоспроможності корпорацій щодо достатності власних коштів, обігового капіталу, грошових коштів; оцінюється спроможність до функціонування за рахунок власних та запозичених ресурсів; аналізується рух готівки, пов'язаний з боргами та їх поверненням.

Для такого виду аналізу пропонується використовувати такі групи показників: платоспроможності; фінансової незалежності і стійкості; прибутковості та ділової активності.

Наведений підхід пропонується завершувати інтегральним оцінюванням інвестиційної привабливості, що дає змогу потенційному інвестору порівнювати підприємства як об'єкти інвестування і робити свідомий вибір, так само як з одиничними показниками, має орієнтуватись на певне коло інвесторів зі специфічними інтересами і пріоритетами, що відбиваються в коефіцієнтах вагомості окремих груп індикаторів, тобто

$$R_m = \sum_{j=1}^m R_{jm} K_{\text{в}jm}, \quad (2.7)$$

де m – кількість груп показників – індикаторів інвестиційної привабливості;

$K_{\text{в}jm}$ – коефіцієнт вагомості j -ї групи індикаторів для m -ї групи інвесторів.

Рейтингова оцінка окремих груп показників – індикаторів інвестиційної привабливості підприємства

$$R_{jm} = \sum_{i=1}^n R_{ij} K_{gij} K_{\text{в}ijm}, \quad (2.8)$$

де n – кількість показників у j -й групі;

R_{ij} – рейтингова оцінка i -го показника в j -й групі;

K_{gij} – коефіцієнт, що враховує динаміку i -го показника j -ї групи;

$K_{\text{в}ijm}$ – коефіцієнт вагомості i -го показника в j -й групі, визначений m -м колом інвесторів.

Пропонований підхід до прогнозування та планування діяльності корпорацій сприятиме підвищенню рівня обґрунтованості рішень, які приймають власники, інвестори та дрібні акціонери, шляхом якнайповнішого врахування чинників, що зумовлюють такі рішення, а також диференціювання інвесторів.

2.2. Оцінювання фінансової діяльності корпорацій

Ринкова економіка неможлива без фінансової діяльності суб'єктів господарювання. Ефективна фінансова діяльність є гарантом стабільності економіки та підвищення рівня життя громадян.

Значний внесок у проблематику фінансової діяльності корпорацій зробили вітчизняні дослідники І.А. Бланк [25; 26], М.Д. Білик [24], М.В. Грідчина [46], А.М. Поддєрьогін [101], І.Л. Сазонець [108], В.М. Суторміна [162], Н.С. Рязанова [161], О.О. Терещенко [167]. Проте в більшості публікацій висвіт-

люються лише окремі, хоча й фундаментальні аспекти здійснення фінансових операцій корпорацій, організації та здійснення фінансового контролю, формування капіталу, фінансових ресурсів, реалізації дивідендної політики, забезпечення самофінансування, практичні аспекти національного фінансового законодавства, окремі проблеми правового забезпечення фінансової діяльності на міждержавному та внутрішньодержавному рівнях.

В економічній літературі термін «фінансова діяльність» трактується у вузькому та широкому розумінні. У вузькому розумінні цей термін можна розглядати з позицій подання даних у Звіті про рух грошових коштів, де діяльність організації поділяється на фінансову, інвестиційну та поточну [129].

Згідно зі стандартами бухгалтерського обліку фінансовою є діяльність, що зумовлює зміни обсягу та складу власного і позикового капіталу підприємства. Дещо схожа за змістом позиція О.О. Терещенка, який вбачає основний зміст фінансової діяльності у фінансуванні, наголошуючи, що вона вирішально впливає на генерування вартості підприємства [166, с. 10].

Разом з тим термін «фінансова діяльність» можна розглядати ширше – як фінансово-господарську діяльність організації загалом.

А.М. Поддєрьогін зазначає, що «фінансова діяльність – це система використання різних форм і методів для фінансового забезпечення підприємств та досягнення ними поставлених цілей» [101, с. 15].

І.А. Бланк визначає фінансову діяльність як цілеспрямовану практичну реалізацію функцій корпорації, пов'язаних з формуванням та використанням її фінансових ресурсів для забезпечення економічного і соціального розвитку [26, с. 15].

Отже, проаналізувавши наведені визначення, констатуємо, що фінансова діяльність корпорації – це цілеспрямована організація руху її фінансових ресурсів з метою максимізації ринкової вартості корпорації та підвищення добробуту власників.

Основним джерелом інформації про фінансову діяльність корпорації є її щорічна, щоквартальна або щомісячна звітність. Таку інформацію використовують менеджери, акціонери корпорацій, численні контрагенти, державні органи регулювання, статистики і контролю, податкова адміністрація. Кожний з користувачів має специфічні цілі та напрями аналізу отриманих даних.

До фінансової звітності корпорації, на підставі якої можна скласти уявлення про її фінансову стійкість, борги чи власний капітал, ефективність використання активів, балансову вартість звичайних акцій та інші показники, належать управлінська та фінансова [104, с. 64].

Управлінська звітність корпорації не є публічною, тому вона конфіденційна.

Фінансова звітність корпорації відкрита: річні фінансові звіти публікуються у пресі, мережі Інтернет, інших засобах масової інформації. Корпорація щорічно видає книги з річною звітністю, що водночас є рекламою товарів, які вона виробляє, та послуг, які надає.

Управлінську звітність корпорація складає традиційними засобами та методами, які для неї зручніші та прийнятніші.

Фінансова звітність регламентується національними та міжнародними стандартами. Регламентація фінансової звітності уможливорює порівняння показників корпорації в динаміці, визначення перспектив її розвитку. Національні органи статистики за показниками фінансової звітності корпорацій одержують базу для розрахунку галузевих даних. Національні й міжнародні інвестиційні та інформаційні інститути на підставі фінансової звітності публікують аналітичні огляди економічного розвитку за країнами, регіонами, інтегрованими співтовариствами. Корпорація отримує право на публікацію фінансової звітності тільки за умови одержання звіту незалежного аудитора.

До обов'язкової фінансової звітності корпорацій належать Звіт про фінансові результати, Баланс, Звіт про рух грошових

коштів, Звіт про власний капітал, Примітки до наведених звітів, Звіт до ДКЦПФР.

Звіт про рух грошових коштів висвітлює зміни, що відбулись у фінансовій позиції корпорації. З цією метою порівнюють джерела і використання коштів протягом року. Звіт про рух грошових коштів корпорації складається з трьох блоків, кожний з них відбиває специфічні грошові потоки: операційні (поточні), інвестиційні та фінансові.

Форма звітності про зміни у власному капіталі визначена Міжнародними стандартами рахівництва (*International Accounting Standards, IAS*). Відповідно до цих стандартів у звіті повинен міститися мінімальний обсяг інформації про рух власного капіталу корпорацій.

Великий обсяг інформації міститься у Примітках до фінансових звітів корпорацій: це стосується облікової політики, а також інформації, що містить додатковий аналіз статей звітності, необхідний для забезпечення її зрозумілості та доцільності.

У Звіті до ДКЦПФР міститься така інформація (подається щорічно): основні відомості про емітента; відомості про цінні папери емітента; опис бізнесу; дані про майновий стан та фінансово-господарську діяльність емітента.

Ефективність фінансової діяльності є основним індикатором якості спектру фінансових рішень корпорації, що свідчить про результативність її діяльності.

Як параметри для оцінювання ефективності діяльності корпорацій найчастіше використовують окремі групи показників.

1. Показники оцінювання факторної продуктивності: сукупна факторна продуктивність, продуктивність праці, капіталовіддача. З позицій теорії найоб'єктивніший показник – сукупна факторна продуктивність. Цей показник використовували для оцінювання результатів діяльності компаній Д. Браун і Дж. Ерл [200], К. Юдаєва, К. Козлов, Н. Мелентьева та Н. Пономарьова [208]. Проте при його розрахунку виникають утруднення з визначенням основного капіталу.

Особливості оцінювання та переоцінювання первісної вартості основних засобів вітчизняних суб'єктів господарювання при їх корпоратизації так само викликають сумніви щодо відповідності ринковій вартості. Замість цього на практиці частіше використовують такий показник, як продуктивність праці. Проте цей показник є короткостроковою характеристикою, тому що базується на неявній передумові про незмінність основного капіталу [30].

2. Операційна ефективність та рентабельність. Ці показники більшість сучасних учених використовуює як індикатори ефективності, що найбільшою мірою залежать від динаміки та структури фінансових ресурсів корпорації. Так, Б. Робертс, Ю. Горков, Дж. Медіган [240] та А. Біван [191] додатково до продуктивності праці використовували відповідно рентабельність та обсяг продажів у розрахунку на одного працівника. Ці самі показники застосовували А. Муравйов, А. Талавера, О. Білик, Б. Гречанюк [102], Е. Коценда та Дж. Свейнер [218]. Рентабельність використовували також П. Кузнєцов та А. Муравйов [77]. А. Радигін та Р. Ентов [101] оцінювали масштаби фінансової діяльності підприємства за відношенням виручки до чисельності зайнятих, прибутку (та виручки) до основних фондів, виручки до чисельності виробничого персоналу. Проте основний недолік використання цих показників, на думку останніх зазначених дослідників, полягає в тому, що окрім високої інфляції, яка характерна насамперед для постсоціалістичних країн, звітні дані про прибуток потребують ґрунтовнішого аналізу у зв'язку з особливостями системи розрахунків та широким використанням подвійної бухгалтерії. Крім того, такий показник, як прибуток після сплати податків, не об'єктивний, оскільки існує практика ухилення від сплати податків.

Отже, суб'єктам господарювання вигідно зменшувати реальний прибуток з метою зменшення бази оподаткування. З огляду на це інвестиційні агентства оцінюють прибутковість вітчизняних корпорацій за прибутком до оподаткування (ЕВТ). Крім того, Р. Скалюк [144, с. 227] у розрахунках фінансової

результативності підприємств використовує фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування, який, на його думку, безпосередньо відображає ефективність, прибутковість (збитковість) процесу господарювання без урахування впливу відсоткової ставки податку на прибуток, що визначається особливостями чинного податкового законодавства.

3. Показник Q Тобіна. Цей індикатор часто застосовують зарубіжні вчені, проте доцільність його використання в оцінюванні ефективності національних корпорацій меншою мірою очевидна. Показник Q Тобіна розраховують як відношення ринкової вартості компанії до відновлювальної вартості її активів. Проте оскільки останній параметр важко оцінити, найчастіше його розраховують як відношення суми ринкової капіталізації компанії та балансової вартості позикового капіталу до балансової вартості її активів, оскільки ринкова оцінка позикового капіталу і відновлювальна вартість активів часто невідомі.

Теоретичну модель Тобіна не можна застосовувати в умовах, коли фінансовий ринок розвинений слабо і на нього впливає багато непрогнозованих чинників (спекулятивні дії учасників ринку, валютні коливання та ін.), що й характерно для вітчизняної економіки.

4. Системні показники ефективності. Деякі дослідники для аналізу діяльності корпорації пропонують використовувати інтегровані системи оцінювання, що базуються на обмеженій кількості кількісних та якісних показників діяльності (матриця вимірювання ефективності, система збалансованих показників, піраміда ефективності, бортове табло та ін.). Поширена також система ключових показників ефективності КРІ, за допомогою якої можна визначити індивідуальні параметри оцінювання досягнення стратегічних та тактичних цілей і контроль за діловою активністю працівників та компанії загалом у реальному часі.

До основних переваг зазначеного підходу належить комплексне оцінювання діяльності за кількісними та якісними показниками, зв'язок показників операційної ефективності

зі стратегією розвитку компанії. При цьому до суттєвих недоліків належать невідповідність діючим системам обліку підприємств, недосконалість методологічного інструментарію, складність вимірювання якісних показників. Крім того, з аналізу практики використання зазначених моделей оцінювання випливає, що найчастіше вони істотно змінюються при адаптації до умов конкретної корпорації й відповідно не можуть бути використані для порівняльного аналізу ефективності діяльності суб'єктів господарювання галузі чи регіону.

Інтегральні показники оцінювання фінансово-економічного потенціалу корпорації використовують для комплексного фінансового аналізу діяльності підприємства та уможливають органічне поєднання математичних, статистичних та аналітичних методів дослідження, обґрунтування та інтерпретування результатів. Так, дослідники пропонують розраховувати інтегральний показник шляхом визначення вагомості відносної частки цільового показника за групами ліквідності, рентабельності, ділової активності та фінансової стійкості. За такою методикою можна однозначно кількісно оцінювати економічний потенціал корпорації.

Деякі дослідники використовують такий інтегральний показник, як ефективність діяльності корпорації в її ринковій вартості, тому що при її визначенні враховують усі важливі фінансово-економічні параметри (інвестиції, чистий прибуток, амортизація, вартість кредитних ресурсів, кредиторська та дебіторська заборгованість, зміна запасів та ін.), які врешті-решт відображаються в обсягах грошових потоків, скоригованих на чинник часу.

У загальному вигляді інтегральну оцінку розвитку підприємства, а отже, й індикатор ефективності його функціонування розраховують як сума множників темпів зміни показників діяльності та відповідного обсягу внеску кожного в кінцевий результат. Дедалі частіше як показник оцінювання результативності діяльності компанії використовують економічний прибуток (EVA, MERCL, STVA). Вочевидь, інтегральні оцінки ефективності діяльності корпорації об'єктивніші,

проте й тут є певні обмеження, пов'язані з наявністю повної статистичної інформації, опрацюванням даних та інтерпретацією вихідної інформації, а також виникає проблема зі збільшенням похибки при використанні такого інтегрального показника для подальших досліджень за допомогою регресійного, компонентного та факторного аналізів.

Американський економіст І.Е. Альтман [31] для дослідження фінансового стану корпорації використовував мультиплікативний дискримінантний аналіз (*Multiple Discriminant Analysis*) платоспроможності корпорації. Сутність цього аналізу полягає в тому, що визначаються дві вибірки підприємств за обсягом продажу та видом діяльності або іншими ознаками. Перша вибірка включає підприємства, близькі до дефолту, друга – підприємства зі стійким фінансовим станом. У кожній з вибірок виокремлюють підприємство з кращими показниками. Потім за допомогою прийомів дискримінантного аналізу складають формулу, що може бути інструментом для прогнозування неплатежів. Кожний елемент формули є добутком двох коефіцієнтів: показника функції та фінансового коефіцієнта.

Показники функції відповідно до методу Альтмана визначені в такий спосіб: працюючий капітал / активи; нерозподілений прибуток / активи; прибуток до сплати процентів і податків / активи; ринкова вартість акціонерного капіталу / балансова вартість усіх зобов'язань; продаж / активи.

І.Е. Альтман встановив критичні значення показника Z :

$Z < 1,81$ – висока ймовірність банкрутства;

$Z > 3$ – мала ймовірність банкрутства;

$Z > 5-10$ – ймовірності банкрутства немає.

На думку І.Е. Альтмана, модель Z може передбачити в 94% випадків банкрутство фірми, у 95% випадків зарахувати корпорацію до банкрутів або небанкрутів, доволі точно передбачити банкрутство за два роки наперед.

У західній літературі зазначається, що за моделлю Альтмана можна одержати інформацію про погіршення фінансового стану підприємства. Проте обмежуватись цим

показником недоцільно. У цьому зв'язку всі дослідники зауважують, що крім показника Z необхідно постійно й докладно вивчати фінансові потоки.

Деякі зарубіжні вчені вважають, що сама собою модель Альтмана має обмеження.

По-перше, фінансові коефіцієнти вибирають суб'єктивно.

По-друге, добір груп підприємств зі стійким та нестійким фінансовими станами так само суб'єктивний.

По-третє, фінансова звітність не завжди відбиває справжній стан речей.

Отже, зауважимо, що питання вибору показників оцінювання загальної ефективності функціонування корпорації широко висвітлюється в науковій літературі. Проте щодо оцінювання ефективності фінансової діяльності корпорації доцільно, по-перше, ідентифікувати чинники впливу на кругообіг фінансових ресурсів корпорації, по-друге, виявити показники результативності, які більшою мірою відображають зв'язок цих чинників з ефективністю фінансової діяльності корпорації. Крім того, необхідно визначити користувачів фінансового аналізу: зовнішніх або внутрішніх, і згідно з цим поділяти інформацію на зовнішню (відкриту) та внутрішню.

Таким чином, аналізувати фінансову діяльність доцільно в такій послідовності.

1. Оцінювання фінансового стану корпорації.

Для оцінювання фінансового стану корпорації доцільно визначити рівень ліквідності балансу; платоспроможність корпорації; джерела збалансованості доходів і витрат; ступінь фінансової стійкості корпорації; досягнутий рівень ефективності використання майна.

Узагальнюючу оцінку фінансового стану і його зміни дають такі показники: коефіцієнт поточної ліквідності, зміна цього коефіцієнта у відповідні періоди – до і після реалізації певного обсягу операцій у процесі господарської діяльності; коефіцієнт загальної платоспроможності, ступінь і характер зміни за аналізований період часу – попередній і майбутній; коефіцієнт фінансової незалежності та оцінка зміни за

рахунок дії відповідних чинників; тривалість обороту всіх активів та її зміна у процесі господарської діяльності, у тому числі за рахунок дії встановлених чинників; рентабельність майна та її зміна за аналізовані періоди, у тому числі внаслідок дії відповідних чинників.

Зазначені показники призначені для поглибленішого, деталізованішого оцінювання фінансового стану підприємства за напрямками аналізу і зміни цього стану внаслідок дії відповідних чинників.

Пропонуємо такі показники першого рівня:

- ліквідності підприємства – коефіцієнти абсолютної та швидкої ліквідності;

- платоспроможності – коефіцієнти платоспроможності за рахунок поточної, інвестиційної, фінансової діяльності та поточної платоспроможності;

- фінансової стійкості – коефіцієнт незалежності у формуванні запасів і витрат; коефіцієнт маневреності власного капіталу; коефіцієнт постійного активу; коефіцієнт співвідношення залучених і власних засобів; коефіцієнт довгострокового залучення;

- ефективності діяльності – окремі показники оборотності: тривалість обороту необоротних активів; тривалість обороту запасів; тривалість обороту дебіторської заборгованості; тривалість обороту грошових коштів; окремі показники рентабельності: рентабельність власного та позикового капіталу; рентабельність необоротних та оборотних активів.

2. Аналіз платоспроможності за потоками грошових коштів. Платоспроможність корпорації виявляється у збалансованості потоків грошових коштів у будь-який час. Такий аналіз дає змогу контролювати достатність грошових коштів для своєчасної сплати за зобов'язаннями та здійснення інших поточних витрат; скласти висновок про здатність підприємства генерувати грошові кошти, необхідні для здійснення платежів; вживати оперативних заходів стабілізації платоспроможності; оцінювати можливості довгострокових інвестицій; обґрунтованіше розроблювати політику розподілу прибутку.

Використання результатів аналізу платоспроможності сприяє досягненню основної мети діяльності корпорації – збільшити прибуток, що підвищує вартість капіталу корпорації.

До основних принципів, на яких базується аналіз платоспроможності руху потоків грошових коштів, належать виокремлення притоку, відтоку та сальдо потоку грошових коштів і структурування всередині кожної категорії; розподіл грошових надходжень і виплат у результаті господарської діяльності на категорії з виокремленням потоків і сальдо за поточною, інвестиційною та фінансовою діяльністю; облік розривів у часі одержання доходів і здійснення видатків; основна мета аналізу платоспроможності підприємства – виявити рівень збалансованості надходжень та витрат грошових коштів за обсягом і в часі.

Під час аналізу платоспроможності руху потоків грошових коштів реалізуються такі основні завдання: оцінювання досягнутого стану платоспроможності на кожному кроці досліджуваного періоду – до і після реалізації певних операцій у процесі господарської діяльності та відповідних змін, що відбулися, або майбутніх; виявлення причин досягнутого стану та його змін; виявлення резервів підвищення ефективності руху потоків грошових коштів та розроблення відповідних заходів мобілізації та резервів.

Аналізувати платоспроможність доцільно в такій послідовності.

На першому етапі розрахувати узагальнюючий показник платоспроможності та частинні показники.

Проаналізувати динаміку показників, вплив зміни окремих показників на зміну узагальнюючого показника платоспроможності, а також визначити вплив зміни надходжень за поточною, фінансовою та інвестиційною діяльністю, загального відтоку грошових коштів на зміну загальної платоспроможності корпорації.

На другому етапі проаналізувати потоки грошових коштів за видами діяльності; вивчити динаміку сальдо потоку грошових коштів як найважливішого результативного показ-

ника фінансової діяльності корпорації та індикатора рівня платоспроможності (збалансованості потоків грошових коштів) загалом.

Особливу увагу на цьому етапі аналізу платоспроможності слід приділити вивченню структури залучення грошових коштів (співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел) і структури витрат грошових коштів корпорації загалом та за видами діяльності. Зокрема, встановити ступінь достатності амортизаційних відрахувань з позицій необхідного оновлення довгострокових активів.

На третьому етапі дослідити негрошові потоки і визначити ступінь їх впливу на показники потоків грошових засобів. Розкрити негрошові причини характеру зміни сальдо грошових коштів найдоцільнішим способом – непрямим методом аналізу потоків грошових коштів. Для цього побудувати факторні моделі. Аналіз здійснити по корпорації загалом та за основними видами господарської діяльності.

Четвертий етап аналізу платоспроможності – вибір заходів прискорення (уповільнення) потоку грошових коштів, спрямований на підвищення ефективності управління потоками грошових коштів у майбутньому періоді.

Основне завдання цього етапу полягає в досягненні збалансованості потоків грошових коштів, тобто загальної платоспроможності з найбільшою ефективністю для корпорації, а також збільшенні сумарного сальдо потоку грошових коштів, що генерується господарською діяльністю підприємства.

Зовнішні користувачі фінансової звітності нині не мають інформаційної бази для аналізу платоспроможності підприємства, внаслідок чого змушені оцінювати реальну можливість підприємства сплачувати витрати інтуїтивно або за допомогою показників ліквідності.

3. Удосконалення інформаційної бази шляхом розмежування рекомендацій щодо публічної та внутрішньої звітності.

Інформаційна база зовнішніх користувачів обмежена, тому рекомендується надавати додаткові дані. Зокрема, для об'єктивного оцінювання стану платоспроможності корпора-

ції слід зробити публічними дані форми № 3 Звіту про рух грошових коштів; підвищити аналітичну цінність бухгалтерського балансу і надавати додаткові відомості: про первісну вартість основних засобів та нематеріальних активів; при складанні бухгалтерської фінансової звітності доцільно додатково розкрити дані за групами основних засобів, частка яких в загальних активах істотна ($> 5\%$) (транспортні засоби, інструменти); про основні засоби у складі показника «незавершене будівництво»; про вартість запасів за методом ФІФО, або середньої вартості, якщо в балансі відповідно до облікової політики відображено залишки запасів за ФІФО; про прострочену дебіторську заборгованість у загальному її складі; для підвищення аналітичної цінності форми № 2 Звіту про фінансові результати доцільно розкрити інформацію про виручку як «за нарахуванням», так і «за касовим методом»; окремо подавати відомості про чистий та нерозподілений прибуток, оскільки зазвичай вони різняться.

Внутрішній аналіз фінансового стану підприємства слід починати з використання інформації балансу і супутніх форм звітності. У цьому разі підвищенню аналітичності звітності сприятимуть складання форми № 3 частіше, ніж раз на рік (кожного кварталу, місяця або частіше залежно від необхідності інформаційного забезпечення управління); відображення у складі інвестиційного потоку у формі № 3 довгострокового фінансового потоку; складання зведених звітних форм з нормування та планування основних показників господарської діяльності корпорації.

Внутрішній аналіз проводять фінансово-економічні служби корпорації, аудитори та консультанти.

Аналіз фінансового стану корпорації – це дослідження економічної інформації з метою встановлення запланованого надходження грошових коштів, раціонального витрачання коштів на виробничі потреби, розміщення власних і позикових коштів так, щоб забезпечувалось безперервне функціонування корпорації, прискорення оборотності коштів, максимізація ефективності використання майна, виключалось банкрутство.

Мети внутрішнього аналізу досягають внаслідок розв'язання певного взаємозалежного комплексу аналітичних завдань: об'єктивного оцінювання досягнутого рівня фінансового стану корпорації, а також зміни цього рівня порівняно з попереднім (майбутнім) періодом, бізнес-планом або нормативними значеннями; виявлення чинників впливу на фінансовий стан та його зміну; оцінювання характеру і ступеня впливу чинників; виявлення резервів поліпшення фінансового стану корпорації, підвищення її платоспроможності, фінансової стійкості та ефективності використання капіталу, авансованого в майно; розроблення заходів для прийняття управлінських рішень з мобілізації резервів.

Основні етапи методики аналізу фінансового стану корпорації для внутрішніх користувачів такі.

Збирання, оцінювання та опрацювання необхідної інформації – законодавчих та нормативних актів з регулювання господарської діяльності корпорації; бухгалтерської звітності; даних реєстрів бухгалтерського фінансового обліку, первинних бухгалтерських документів; управлінського обліку; нормативних даних та даних бізнес-плану корпорації.

Аналіз фінансового стану корпорації включає попередній перегляд бухгалтерської звітності, тобто вивчення основних джерел залучення коштів, напрямів їх вкладення, джерел отриманого прибутку, надходжень і витрат грошових коштів, застосовуваних методів обліку і змін до них, організаційної структури корпорації та напрямів її діяльності, дивідендної політики тощо; оцінювання рівня узагальнюючих та частинних показників фінансового стану корпорації і характеру теперішніх або майбутніх їх змін; детальний аналіз причин негативних відхилень фінансового стану корпорації та його змін; визначення впливу різних чинників на відхилення і зміну фінансового стану корпорації; виявлення резервів поліпшення фінансового стану корпорації, у тому числі підвищення ефективності використання капіталу, авансованого в майно.

4. Підготовка висновків про реальний або можливий фінансовий стан корпорації на основі інтерпретації опрацьованих даних і заходів коригування, зміни фінансового стану.

Запропонована методика аналізу фінансового стану корпорації для внутрішніх користувачів має низку переваг: дає змогу чітко вирізнити область аналізу, необхідну та достатню для оцінювання фінансового стану корпорації; забезпечити можливість аналізу фінансового стану за техніко-економічними чинниками за запропонованою класифікацією показників; визначити взаємозв'язок показників, за допомогою яких можна виявити вплив на узагальнюючі показники як чинники першого порядку (частинні показники) та інших; оцінити реальну платоспроможність корпорації на основі збалансованості доходів і витрат підприємства; розрахувати реальні доходи від мобілізації резервів підвищення фінансового стану корпорації.

Методики аналізу фінансового стану для зовнішніх та внутрішніх користувачів принципово різняться за метою, об'єктами та методами дослідження. Так, основна мета дослідження для внутрішніх користувачів полягає у виявленні резервів та техніко-економічних чинників відхилення фактичних значень показників від їх проектних значень, для зовнішніх – інвесторів і кредиторів – в оцінюванні інвестиційної привабливості корпорації, для податкових органів, підприємців, служб та органів фінансового оздоровлення – в оцінюванні потенційних та реальних можливостей банкрутства корпорації.

Об'єктом дослідження для внутрішніх користувачів зазвичай є одна корпорація, для зовнішніх – кілька в одній галузі або одному регіоні.

Різняться також методи аналізу фінансового стану корпорації для внутрішніх та зовнішніх користувачів. Так, для перших використовують метод порівняння і аналіз за технічними чинниками, для других – метод порівняння та порівняльний аналіз. До того ж внутрішні користувачі використовують для аналізу індивідуальні нормативи, розраховані безпосередньо корпорацією за технічними нормами, зовнішні

нормативи, якими є або показники еталонної корпорації, або загальні для всіх корпорацій, що мають, наприклад, міжгалузевий характер.

Основні завдання аналізу фінансового стану корпорації для зовнішніх користувачів – оцінювання досягнутого рівня фінансового стану та зміни цього рівня за аналізований період; виявлення причин відхилення фінансового стану від нормативного і характеру зміни фінансового стану корпорації в динаміці; підготовка висновків і рекомендацій щодо можливості та умов відносин з аналізованою корпорацією.

Методика аналізу фінансового стану для зовнішніх користувачів передбачає кілька основних етапів.

1. Збирання необхідної інформації та оцінювання її достовірності (як правило, з використанням результатів незалежного аудитора і доцільно службами, що фінансуються окремо від корпорації).

2. Аналіз фінансового стану корпорації, що включає розрахунок узагальнюючих показників ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості та ефективності використання капіталу, авансованого в майно; порівняння фактичних значень показників з нормативними для оцінювання фінансового стану корпорації; порівняння фактичних узагальнюючих показників фінансового стану в динаміці для оцінювання характеру змін фінансового стану корпорації; розрахунок окремих показників ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості та ефективності використання капіталу, авансованого в майно для деталізованого аналізу фінансового стану корпорації. За результатами такого аналізу можна виявити характер, ступінь і причини відхилень фактичних значень показників від нормативних.

3. Оцінювання можливостей і умов відносин з аналізованою корпорацією.

Запропонована методика аналізу фінансового стану для зовнішніх користувачів уможливорює узагальнене оцінювання фінансового стану корпорації за даними звітності, що публікується (особливо актуально для оцінки фінансового стану

великої кількості контрагентів); виявлення причин зміни фінансового стану корпорацій першого та другого порядку і встановлення впливу відповідних чинників; оцінювання реальних можливостей корпорації розраховуватись за зобов'язаннями за умови публічності форми № 3 Звіту про рух грошових коштів.

2.3. Структурно-функціональна модель системи управління фінансами корпорацій

Останніми роками питання фінансового управління стали предметом жвавих дискусій учених і практиків як в Україні, так й інших державах. Актуальність цієї проблеми в Україні очевидна.

Управління фінансами корпорації є складовою загального управління, основна мета якого – підвищити вартість капіталу і добробут акціонерів. Фінансовому управлінню надається особливе значення. Як зауважують зарубіжні вчені, управління фінансами є наріжним каменем, основою господарської діяльності будь-якого підприємства – і корпорації, і малого індивідуального підприємства [29, с. 60].

Під управлінням фінансами розуміється вироблення політики формування та розподілу капіталу корпорації, прийняття рішень відповідно до цієї політики, планування фінансової діяльності, складання і аналіз фінансової звітності, організацію контролю за виконанням рішень. Управління фінансами – це управління обмеженими грошовими коштами і їх витрачанням за невизначеності ринкових відносин і ризику.

У великих багатогалузевих корпораціях фінансові питання зазвичай вирішує управлінський персонал.

Під системою розуміється впорядкована сукупність певною мірою взаємопов'язаних елементів [38]. Будь-яка система охоплює скінчену кількість елементів, що відокремлюються. Виокремлюють та будують систему так: спочатку встановлюють мету та визначають функцію, що забезпечує досягнення цієї

мети, а потім створюють структуру, що забезпечує виконання функції.

Жодна система не є абсолютно замкненою. Взаємодія системи та середовища виявляється в зовнішніх зв'язках, які поділяють на вхідні та вихідні. На вході система будь-що отримує від середовища, на виході, навпаки, середовище отримує будь-що від системи.

Як вхідні, так і вихідні зв'язки поділяють на інформаційні та ресурсні. Мета на будь-якому рівні її конкретизації – це інформація, а речовина та енергія, що необхідні для втілення мети в кінцевий продукт, – це ресурси. Інформаційний вхід системи – це інформаційна мета, ресурсний – необхідні для реалізації мети матеріали та енергія. Ресурсний вихід системи – це результат її діяльності, що певною мірою відповідає інформаційній меті, інформаційний вихід – інформація про ступінь такої відповідності.

Будь-яку систему можна вивчати з двох позицій: ззовні та зсередини. Вивчення системи ззовні означає розгляд взаємодії системи із зовнішнім середовищем, або розгляд функції системи. Разом з тим можна вивчати як система влаштована, тобто її структуру.

Під структурою розуміють сукупність функціональних елементів та їх відносин, необхідних і достатніх для досягнення системою певної мети. Функція системи – це її властивість у динаміці, що сприяє досягненню мети.

Система управління – це комплексна система, заснована на визначенні та реалізації мети корпорації за допомогою певних інструментів та з урахуванням впливу чинників зовнішнього та внутрішнього середовища. При цьому управління є не лише певною структурою, а й процесом, необхідним для досягнення мети і завдань корпорації (рис. 2.2).

Система управління передбачає мету, яку можна встановити шляхом аналізу зовнішнього середовища, а також ресурси, необхідні для функціонування цієї системи (людські, технічні, фінансові), які отримують за даними аналізу внутрішнього середовища та звітною інформацією про досягнення встановленої мети.



Рис. 2.2. Структурно-функціональна модель системи управління фінансами корпорацій

Функція системи управління – це розроблення стратегії, спрямованої на досягнення встановленої мети. Функціонування системи виявляється в її переході з одного стану в інший або збереженні будь-якого стану певний період.

Структуру системи управління становлять мета і функції.

При побудові системи управління корпоративними фінансами слід урахувати кілька обставин.

Будь-яка система будується так, щоб її складові були необхідні та достатні для досягнення певної мети, тобто для її задовільного функціонування потрібно враховувати всі зовнішні характеристики.

Внутрішні умови, що забезпечують функціонування системи – це склад елементів та їх взаємодія.

Мета використання системи управління фінансами корпорацій – визначити місію та мету, розробити та забезпечити виконання певних функцій як інструментів забезпечення стратегічних та тактичних цілей діяльності, що становить базу для забезпечення конкурентоспроможного існування в середньо- та довгостроковій перспективі.

Структурно-функціональна модель системи управління фінансами корпорацій складається з двох взаємопов'язаних підсистем: керуючої та керованої.

Керуюча підсистема відображає вплив зовнішнього середовища, зокрема, державного регулювання, механізмів ринкового контролю, ресурсів та інформації на апарат управління корпорацією та її звітність перед вищою системою.

Розглянемо зовнішні елементи системи управління корпоративними фінансами.

Насамперед корпоративне управління здійснюється на рівні державних органів, які створюють норми і правила корпоративного контролю, відповідальність суб'єктів корпоративного бізнесу. У цьому зв'язку державне регулювання є важливим зовнішнім елементом корпоративного управління. До важливих зовнішніх елементів належить механізм ринкового контролю. Очевидно, що управління, його дієвість визначаються досягненням певного соціально-економічного статусу корпоративного підприємства. Для власників важливим

наслідком корпоративного управління є отримання частини прибутку, підвищення курсової ціни акцій корпорації. З огляду на це для корпоративного управління основну роль відіграють ринки продукції, а також фінансові. Ринки продукції є чіткими індикаторами правильності корпоративної стратегії та тактики фірми і спричиняють ліквідацію неефективно діючих структур.

Фінансові ринки, у свою чергу, є показниками шляхом котирування корпоративних цінних паперів стану корпорації. Наявність фінансових ринків дає змогу власникам корпоративних прав позбутись їх у разі неефективного корпоративного управління. Звісно, це крайній захід, який власники застосовують найчастіше тоді, коли випробували всі інші можливі методи впливу на корпоративний менеджмент.

Третім важливим елементом зовнішнього впливу на апарат управління є громадські організації та засоби масової інформації, що впливають на корпоративну стратегію і тактику. Існує доволі розвинена система захисту інвесторів-акціонерів, яка крім державних органів репрезентована громадськими організаціями, що здійснюють певний нагляд за розвитком корпоративного сектору, впливають на прийняття рішень, особливо через засоби масової інформації. Корпоративну стратегію та культуру висвітлюють у пресі та на телебаченні, що доволі часто стають орієнтирами для власників корпоративних прав щодо здійснення відповідних дій – позбавляться від цих цінних паперів, збирати органи управління чи певним способом впливати на їх діяльність, застосовувати інші заходи забезпечення їх корпоративних прав.

У свою чергу, апарат управління корпорацією звітує перед вищою системою (державою або головною компанією, якщо йдеться про корпорацію, що входить до складу іншого підприємства).

Керована підсистема включає структуру, мету та функції ефективного управління фінансами корпорацій.

Мета управління фінансами корпорацій – побудувати ефективну систему управління, спрямовану на досягнення стратегічних та тактичних цілей діяльності корпорації.

Фінанси виконують відтворювальну, регулюючу, розподільчу, стимулюючу та контрольну функції, але не відображають їх специфіки як вартісної категорії, оскільки індивідуальний кругообіг фондів обслуговують не лише фінанси, а й гроші, кредит, оборотні засоби.

З огляду на зазначене в умовах ринкової економіки доцільно визнати за фінансами корпорацій такі функції: формування капіталу, грошових доходів та фондів фінансових ресурсів; розподіл і використання капіталу, грошових доходів та фондів фінансових ресурсів; регулювання грошових потоків; контроль.

Перша функція є необхідною умовою безперервності процесу відтворення. Внаслідок первинного розподілу виручки від продажу товарів утворюються спеціальні фонди корпорацій, які відображають у фінансових планах (бюджетах).

Відповідно до нормативних документів з бухгалтерського обліку в бухгалтерському балансі залишки фондів споживання та накопичення, що утворені згідно з установчими документами за рахунок нерозподіленого прибутку за результатами річної діяльності, окремо не відображають. Відповідні розшифрування, що характеризують використання чистого прибутку, наводять у поясненнях до бухгалтерського балансу та звіту про фінансові результати діяльності.

Внаслідок перерозподілу виручки від продажу за рахунок всіх її елементів формуються такі доходи держави: за рахунок фонду відшкодування сплачуються податки, які включають до витрат виробництва та обертання (за використання надр, екологічний податок та ін.); від фонду оплати праці сплачуються податки до Пенсійного фонду та фонду соціального страхування; за рахунок прибутку в бюджет вноситься податок на прибуток з фонду виплати дивідендів, сплачується податок на прибуток з дивідендів на акції.

Призначення функції формування капіталу полягає у формуванні капіталу корпорації шляхом залучення його з фінансового ринку. Це також фінансова функція, оскільки практично передбачає розроблення фінансової політики корпорації і наступне прийняття рішень менеджерами. У свою

чергу, прийняття рішень визначається мотивацією та цілями – як стратегічними, так і короткостроковими, які висуває корпорація.

Капітал корпорації формується залежно від стану фінансового ринку. Це зумовлює тісний взаємозв'язок фінансів корпорацій і фінансового ринку. Менеджери корпорації приймають рішення про емісію установчих акцій при створенні корпорації. У міру розширення підприємницької діяльності вони приймають рішення про зміну структури капіталу, тобто співвідношення акціонерного капіталу і зобов'язань. Вибір джерел фінансування передбачає вивчення фінансового ринку, руху цін (курсів) акцій і облігацій, процентних ставок та ін. Так, при формуванні зобов'язань постає низка питань, зокрема, що краще (тобто ефективніше і дешевше): узяти позичку в банку чи випустити короткострокові цінні папери; як повинні співвідноситись поточні та довгострокові зобов'язання; які облігації доцільніше випустити: конвертовані чи неконвертовані, на яких фінансових ринках їх розмістити: національному чи міжнародних. Для того щоб правильно розв'язати фінансові проблеми, менеджери корпорації повинні добре знати фінансовий ринок, закономірності його розвитку, рух курсів цінних паперів, процентних ставок та ін.

Основна мета визначення структури капіталу корпорації – досягти оптимальної структури, за якої ціна капіталу буде найнижчою, а вартість корпорації найвищою.

Для корпорації як юридичної особи всі залучені фінансові фонди платні. Своєрідною платою за залучений акціонерний капітал є виплачені дивіденди; за боргові зобов'язання кредиторам виплачуються проценти. Звідси впливає завдання досягти такої структури капіталу, за якої його ціна, тобто плата за залучений капітал, буде мінімальною. Водночас корпорація повинна прагнути, щоб курс (ціна) її акцій на ринку капіталу був високим, тобто капіталізація корпорації на фінансовому ринку максимальною, що свідчитиме про високу вартість корпорації.

Ціна капіталу визначається попитом і пропозицією, які залежать від багатьох чинників. Особливе значення при фор-

муванні ціни капіталу мають ризики, що зумовлює необхідність вивчення можливостей зниження їх впливу на підприємницьку та фінансову діяльність.

Використання капіталу, грошових доходів і фондів фінансових ресурсів на передбачені у фінансовому плані (бюджеті) корпорації цілі становить економічний зміст другої функції корпоративних фінансів.

При використанні доходів підприємства вони поділяються на елементи; перерозподіляються при виплаті податку на прибуток до бюджетної системи країни; використовують грошові фонди, утворені за рахунок прибутку, що супроводжується зустрічним рухом вартості в товарну та навпаки.

При реалізації функції розподілу і використання фінансових ресурсів відбуваються оптимізація вкладення капіталу та залучених коштів до оборотних і необоротних активів, забезпечення платежів до бюджету і позабюджетних фондів, вкладення вільних грошових ресурсів у найліквідніші активи, використання грошових доходів для розвитку. Реалізація такої функції забезпечує розвиток підприємства, інтересів трудового колективу та акціонерів, а її призначення полягає в розподілі та використанні капіталу, тобто інвестуванні відповідно до планів підприємницької діяльності. Цю функцію можна назвати також інвестиційною, тому що вона пов'язана з розробленням інвестиційної політики корпорації та подальшим прийняттям рішень менеджерами. Прийняття рішень визначається окресленою метою – одержати прибуток, тобто збільшити капітал.

Інвестиційна політика спрямована на ефективне використання активів. Менеджери корпорації приймають рішення про структуру активів, тобто співвідношення поточних та довгострокових активів, а також співвідношення інвестицій в окремі об'єкти (будівлі, землю, устаткування, НДДКР). Особливу увагу приділяють інвестиціям у НДДКР, інноваціям. Сучасна корпорація складає стратегічні плани фінансування високих технологій. Під впливом науково-технічного прогресу в активах корпорації збільшується частка невідчутних (нематеріальних) активів: патентів та торговельної марки.

Раціональне, тобто прибуткове, вкладення капіталу забезпечує його збільшення і можливість формування внутрішніх джерел фінансування.

Функція регулювання грошових потоків відображає специфіку суспільного призначення фінансів корпорацій і пов'язана з формуванням та використанням фінансових ресурсів, що опосередковується відповідними грошовими потоками. Результуючий ефект полягає в забезпеченні збалансованості грошових та матеріальних потоків і формуванні фінансових ресурсів, необхідних для забезпечення статутної діяльності, виконання відповідних зобов'язань.

При виконанні зазначених функцій управління фінансами корпорацій зазвичай здійснюється контроль (як функція будь-якого управлінського процесу) грошових потоків та формування капіталу, грошових доходів і фондів.

Таким чином, ще одна функція фінансів – контроль за дотриманням вартісних і матеріально-речових пропорцій при утворенні та використанні доходів корпорацій і держави.

Ця функція базується на русі фінансових ресурсів та надає можливість державі впливати на кінцеві фінансові результати діяльності корпорацій. Інструментом реалізації контрольної функції є фінансова інформація, яку відображають у бухгалтерській звітності.

Фінансовий контроль у народному господарстві здійснюють фінансова та бухгалтерська служби корпорації, банки та податкові органи.

Контрольна функція зумовлена наявністю у фінансів корпорацій інших функцій, з якими вона тісно пов'язана. Балансовий метод ведення господарства передбачає досягнення рівності між доходами і витратами. Призначення контрольної функції полягає в забезпеченні збалансованості між сформованим капіталом і його витрачанням, тобто інвестиціями корпорації. Ці основні фінансові потоки не збігаються в часі, крім того, визначені у планах розвитку суми можуть неодноразово змінюватися в умовах економіки, що динамічно розвивається. Фінансові фонди корпорації

обмежені, тому рішення про їх використання залежить від можливостей формування капіталу.

На підставі контрольної функції розвивається контроль як функція управління корпорацією. Важливість контрольної функції зумовлюється тим, що фінансові фонди будь-яких агентів ринкових відносин обмежені, тому їх треба витратити ефективно в умовах невизначеності та ризику. Немоżliвий як надлишок капіталу, так й інвестиції без джерел фінансування. Якщо частину сформованого капіталу корпорація не використовує для вкладень у реальні активи, вона купує цінні папери. У разі ускладнення кон'юнктури фінансового ринку, підвищення процентних ставок і неможливості залучення корпорацією необхідних сум вона переглядає інвестиційні плани.

Деталізація функцій фінансів корпорацій доволі умовна, оскільки всі функції тісно взаємопов'язані та здійснюються одночасно. Відповідальність за їх конкретну реалізацію покладається на фінансові служби і фінансових менеджерів. Негативні наслідки незадовільного фінансового управління можуть виявитись у вигляді як суто фінансових втрат, витрат і втрачених вигод, так і зниження якості бізнесу загалом.

Зарубіжні вчені наголошують на необхідності координувати фінансову та інвестиційну політику. Особливого значення набуває координація прийняття рішень при визначенні джерел фінансування та напрямів інвестицій, формуванні оптимальної структури капіталу з метою забезпечення його приросту.

З функцій фінансів впливають прагматичні дії фінансового менеджменту. Насамперед розробляють основні принципи коротко- та довгострокової (стратегічної) політики. З огляду на фінансову функцію визначають загальний напрям політики щодо формування капіталу корпорації, його ціни і структури. Функція розподілу та використання капіталу є основою для інвестування, визначає його стратегічні напрями. Згідно з фінансовою та інвестиційною політикою приймають рішення, що визначають оптимальну структуру капіталу і його оптимальний розподіл з метою приросту капіталу корпорації і поліпшення добробуту акціонерів.

Взаємозв'язок функцій корпоративних фінансів, фінансової та інвестиційної політики, а також процесу прийняття відповідних рішень показано на рис. 2.3.



Рис. 2.3. Взаємозв'язок функцій фінансів корпорації, фінансової та інвестиційної політики і прийняття фінансових та інвестиційних рішень

Прийняття рішень про фінансування та інвестування зумовлює рух грошових потоків. Капітал корпорації постійно рухається. У фінансовій звітності корпорації формування та використання капіталу фіксуються на певну дату і виражаються, як показано на рис. 2.3, у класичному економічному рівнянні

$$\text{Активи} = \text{Зобов'язання} + \text{Власний капітал}. \quad (2.9)$$

Фінансова політика – це сукупність фінансових (розподільчих та перерозподільчих) заходів, які здійснює держава через фінансову систему.

Основне завдання фінансової політики полягає в забезпеченні реалізації певної державної програми відповідними фінансовими ресурсами.

Основні напрями фінансової політики корпорації – формування активів і структури капіталу; управління прибутком і витратами; залучення фінансових ресурсів (кредитна політика); управління обіговими коштами, кредиторською та дебіторською заборгованостями; аналіз фінансово-економічного стану корпорації. Формування фінансової політики корпорації має переважно багаторівневий характер.

Важливою складовою структури управління фінансами корпорації є інвестиційна політика – форма реалізації інвестиційної ідеології та інвестиційної стратегії корпорації за найважливішими аспектами інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення.

На відміну від інвестиційної стратегії загалом інвестиційна політика формується лише за конкретними напрямками інвестиційної діяльності корпорації, що потребує забезпечення якнайефективнішого управління для досягнення основної стратегічної мети цієї діяльності.

Методологічні принципи організації інвестиційної політики корпорації збігаються із загальними принципами, що не залежать від організаційно-правової форми. Різняться тільки деякі підходи до їх практичної реалізації.

За спрямованістю інвестиційну політику можна поділити на два основних типи: внутрішню та зовнішню. Уточнення розкриття до існуючих схем спрямованості інвестиційної політики, зокрема, детальніший підхід до спрямованості внутрішнього та зовнішнього розвитку корпорації, показано на рис. 2.4.

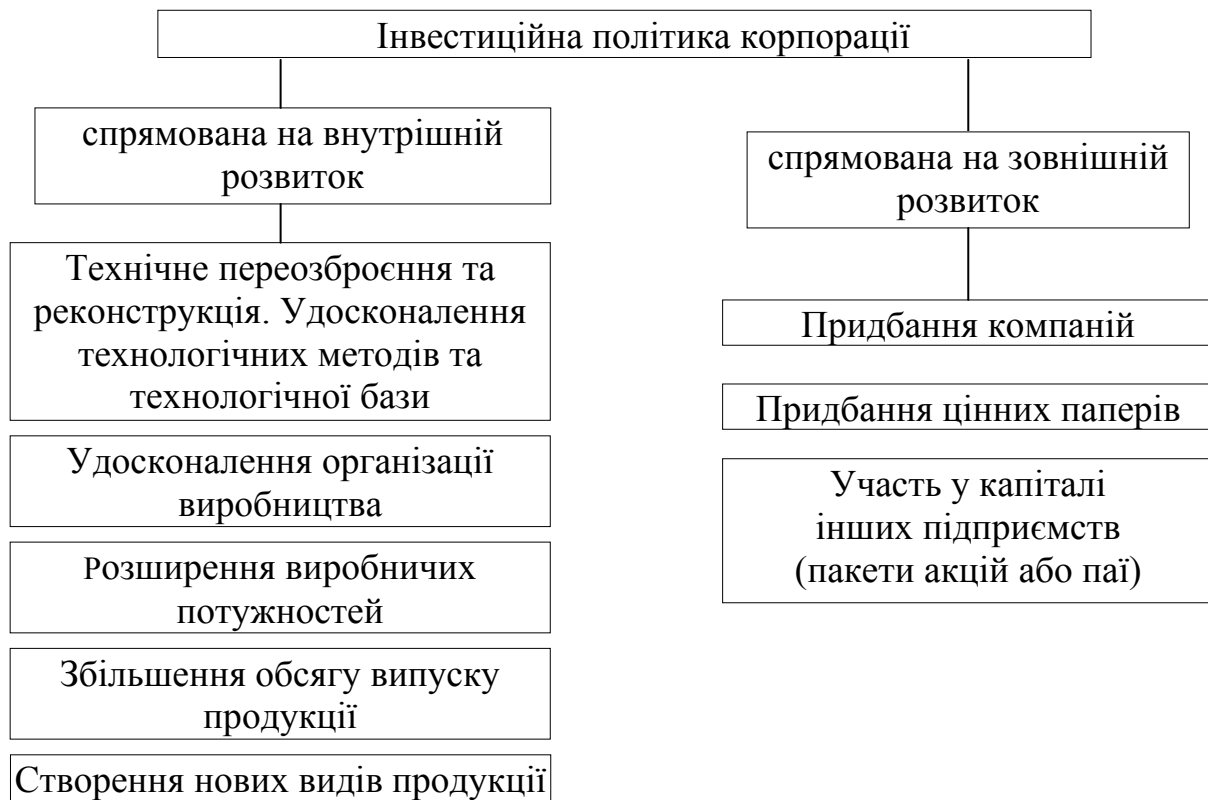


Рис. 2.4. Спрямованість інвестиційної політики корпорації

Технічне переозброєння і реконструкцію здійснюють з метою переходу до нових технологій, заміни діючого парку обладнання на сучасніше. Це сприяє зменшенню витрат виробництва на одиницю продукції, що випускається, збільшенню прибутку та підвищенню ефективності виробництва. Удосконалення технологічних процесів дає змогу корпорації поступово нарощувати обсяги виробництва конкурентоспроможної продукції, що має попит на ринку, і це зумовлює поліпшення фінансових показників.

Раціональна організація виробництва надає можливість ефективно поєднувати основні елементи виробництва (основні засоби, персонал, предмети праці) у виробничому процесі, що забезпечують його функціонування. Удосконалення організації виробництва корпорації сприяє кращому маневруванню матеріальними та людськими ресурсами, істотному зниженню економічного ризику, пов'язаному з виробництвом

і реалізацією на ринку нових видів продукції корпорації, підтримуванню на належному рівні її фінансової стабільності.

Розширення виробничих потужностей уможливлює збільшення потенціалу корпорації та обсягу випуску існуючої продукції, перехід до випуску нової і, зрештою, збільшення прибутку.

Збільшення обсягу випуску продукції дає змогу отримувати більші доходи за рахунок збільшення прибутку і, крім того, завоювати більшу частку ринку, тим самим впливаючи на ринок.

Випуск нової продукції сприяє збільшенню прибутку, диверсифікації виробництва, що зумовлює зниження ризику, пов'язаного з коливаннями попиту на окремі види продукції, що випускається.

Цінні папери корпорації придбавають з метою вкладання коштів для отримання стабільного доходу без здійснення будь-якої діяльності. Ця стратегія меншою мірою ризикована, проте й не така прибуткова.

Участь у власному капіталі інших підприємств дає змогу отримувати частку доходу цих підприємств без здійснення господарсько-фінансової діяльності. Доцільно брати участь у капіталі високоприбуткових підприємств, фінансово стійких та з низьким рівнем ризику.

Таким чином, інвестиційна політика корпорації завжди спрямована на підвищення ефективності її діяльності та в кінцевому підсумку на збільшення доходу.

РОЗДІЛ 3. Розвиток корпоративних фінансових відносин в Україні

3.1. Становлення фінансового механізму в системі корпоративного управління

Економіка ринкового типу характеризується становленням нових фінансово-економічних відносин. У системі цих відносин функціонують корпорації з різним рівнем економічного розвитку. Закони ринкової економіки змушують корпорації постійно шукати ефективні форми і методи господарювання.

Динамічний розвиток ринку, посилення конкуренції як на національному, так і міжнародному ринку потребують від корпорацій заходів, спрямованих на підвищення результативності діяльності, забезпечення гнучкості та динамічності поведінки суб'єкта господарювання у взаємодії із зовнішнім середовищем.

Перетворення, що відбуваються в економіці, передбачають вирішення важливих питань у сфері управління діяльністю корпорацій, що потребує поєднання фінансових, організаційних та соціальних методів господарського управління, застосування нових підходів до виявлення та використання потенціалу корпорацій.

Фінансова політика є особливою сферою економічної діяльності корпорації, що спрямована на мобілізацію фінансових ресурсів, її раціональний розподіл та використання для забезпечення виконання функцій корпорації.

Основні завдання фінансової політики корпорації – забезпечення умов для формування максимально можливих фінансових ресурсів; встановлення раціонального розподілу та використання фінансових ресурсів; організація регулювання та стимулювання економічних і соціальних процесів фінансовими методами; розроблення фінансового механізму та його розвиток відповідно до змін мети і завдань стратегії;

створення ефективної та максимально ділової системи управління фінансами.

Завдання фінансової політики корпорації реалізуються за допомогою її фінансового механізму.

Фінансовий механізм – найдинамічніша частина фінансової політики корпорації. Він змінюється у зв'язку з розв'язанням різних тактичних завдань, а тому чутливо реагує на всі особливості поточної ситуації в економіці та соціальній сфері країни. Одне й те саме фінансове рішення держава може організовувати по-різному. Так, відносини, що виникають між державою та юридичними особами з формування бюджету, можуть будуватися на основі сплати податків або неподаткових платежів. Система податків може включати різний перелік прямих і непрямих, загальнодержавних та місцевих податків. Кожний з них має особливий суб'єкт, об'єкт обкладення, ставки, пільги та інші елементи, що змінюються з розвитком податкового законодавства.

Фінансовий механізм відіграє важливу роль у діяльності корпорацій. В умовах ринкових відносин його значення не лише стає вагомим, а й якісно змінюється. З пасивного розподільчого механізму новоствореної вартості він перетворився на основний регулятор господарської діяльності.

Фінансовий механізм корпорації – це система управління фінансами, сукупність форм і методів, за допомогою яких корпорація забезпечує себе необхідними коштами, досягає нормального рівня стабільності та ліквідності, забезпечує рентабельну діяльність і отримання максимального прибутку.

За допомогою фінансового механізму здійснюється управління діяльністю корпорацією.

Процес управління діяльністю корпорації базується на певному фінансовому механізмі – системі організації, планування та використання фінансових ресурсів.

Фінансовий механізм – це система основних елементів, що регулюють розроблення та реалізацію управлінських рі-

шень у фінансовій сфері, тобто система управління фінансами корпорації.

Фінансовий механізм повинен сприяти якнайповнішій ефективній реалізації фінансами покладених на них функцій, їх взаємодії. Таким чином, якщо фінанси – економічна категорія, що відображає існуючі грошові відносини щодо формування і розподілу грошових фондів, то фінансовий механізм – це система управління фінансами.

В економічній літературі поняття «фінансовий механізм» доволі поширене, проте єдиної думки щодо його визначення та складових не існує. Серед різних визначень і підходів вчених та практиків до тлумачення поняття «фінансовий механізм» на найбільшу увагу заслуговують два аспекти, два підходи до розуміння його суті.

Перший підхід полягає в тому, що під фінансовим механізмом розуміють функціонування власне фінансів суб'єктів господарювання. Матеріальним відображенням фінансових відносин є грошові потоки. Організація цих потоків, порядок їх здійснення відбуваються за певними правилами та напрямками. Такий підхід до визначення фінансового механізму відображає внутрішню організацію функціонування фінансів корпорацій. Проте зазначене цілком точно відображено в понятті «організація фінансів», і ототожнювати це поняття з фінансовим механізмом недоцільно.

Другий підхід до розгляду поняття «фінансовий механізм» полягає в тому, що його розуміють як сукупність методів і форм, інструментів, прийомів і важелів впливу на стан та розвиток корпорацій. Цей підхід відображає зовнішню дію функціонування фінансів корпорацій, характеризує фінанси як вирішальний чинник впливу апарату управління на економічний стан корпорації. З огляду на такий аспект сутності фінансового механізму необхідно чітко визначити його складові, структуру, засади та принципи формування.

В економічній літературі країн СНД превалює перший підхід до визначення фінансового механізму як способу організації фінансових відносин [62; 107], що складається з елементів та інструментів впливу. Проте російський економіст В.К. Сенчагов [146, с. 29], здійснюючи чітку структуризацію фінансового механізму, вважає, що цей механізм включає три підсистеми: фінансово-кредитне планування; фінансово-кредитні важелі; організаційні структури і правовий режим фінансово-кредитної системи.

Засадам та принципам формування механізмів управління фінансовою діяльністю присвячено дослідження таких зарубіжних науковців, як М. Абрютін, І. Балабанов, П. Бароле, В. Бочаров, Р. Брейлі, А. Грачов, Ж. Депалян, Ж.-П. Жобарт, Є. Коєн, Б. Коласс, В. Леонтьєв, О. Стоянова, А. Рой, І. Романе, Е. Нагашев, Ж. Франпіон.

На необхідності розв'язання теоретико-методологічних, організаційних та практичних проблем системи управління фінансовою діяльністю вітчизняних корпорацій та її подальшого реформування наголошують вітчизняні вчені В. Андрущенко, М. Білик, О. Білоусова, І. Бланк, В. Забродський, А. Поддєрьогін, Т. Смовженко, В. Суторміна, О. Терещенко.

Зарубіжні вчені не вирізняють фінансовий механізм як відокремлений об'єкт вивчення, проте всебічно і ґрунтовно досліджують фінансові методи впливу на корпорацію, державу і суспільство.

У результаті огляду теоретичних аспектів формування та функціонування фінансового механізму управління сучасною корпорацією дозволили було визначено трактування сутності категорії «фінансовий механізм» вітчизняними та зарубіжними вченими.

Узагальнюючи думки вчених, доходимо висновку, що фінансовий механізм – це система взаємопов'язаних методів та видів фінансових відносин, форм фінансових ресурсів, процесу управління та забезпечення засобів спрямованого

впливу на інтереси корпорації, що постійно динамічно трансформуються під впливом зовнішніх та внутрішніх умов.

Отже, фінансовий механізм є доволі складною системою впливу на різні аспекти фінансової діяльності корпорацій. Основним вектором цього впливу є взаємовідносини держави, що формує і реалізує фінансову політику, із суб'єктами господарювання, що забезпечують виробництво ВВП. Під цим оглядом фінансовий механізм управління діяльністю корпорації необхідно розглядати в сукупності з фінансовим механізмом на рівні держави та фінансовими методами і формами, інструментами та важелями впливу на соціально-економічний розвиток суспільства.

Фінансовий механізм корпорації будується відповідно до вимог економічних законів. Засади цього механізму встановлює держава для розв'язання певних завдань на різних етапах розвитку. Фінансовий механізм становить систему визначених державою форм та методів організації фінансових відносин.

З огляду теорії побудови структури фінансового механізму випливає, що існують різні підходи до визначення кількості елементів, проте доцільно вирізнити п'ять взаємопов'язаних структурних ланок, що включають основні елементи фінансового механізму: фінансові методи; форми фінансових ресурсів; види фінансових відносин; забезпечення правове, нормативне та інформаційне; процес управління фінансовим механізмом корпорації. Структуру фінансового механізму корпорації показано на рис. 3.1.

Методи фінансового механізму корпорації – це способи впливу фінансових відносин на господарський процес, формування і використання грошових фондів. Розрізняють такі фінансові методи: забезпечення, що відображають способи забезпечення відповідних економічних процесів необхідними фінансовими ресурсами, та регулювання – способи цілеспрямованого впливу на такі процеси.



Рис. 3.1. Структура фінансового механізму корпорації

Методи фінансових відносин доцільно розглядати на рівні держави – зовнішні та на рівні корпорації – внутрішні.

Функції фінансів у сфері виробництва та обігу тісно пов'язані з комерційним розрахунком, що означає порівняння у грошовій формі витрат та результатів господарської діяльності. Мета застосування комерційного розрахунку полягає в отриманні максимальних доходів або прибутку за мінімальних витрат капіталу в умовах конкурентної боротьби. Реалізація зазначеної мети потребує порівняння вкладеного (авансованого) у виробничо-торговельну діяльність капіталу з фінансовими результатами цієї діяльності. При цьому необхідно розрахувати і порівняти різні варіанти вкладення капіталу за наперед прийнятим критерієм вибору (максимум доходу або прибутку на вкладений капітал, мінімум грошових і фінансових втрат та ін.). Дія фінансових методів виявляється в утворенні та використанні грошових фондів.

До зовнішніх фінансових методів належать планування та прогнозування діяльності галузі, інвестування та фінансування галузі, ціноутворення, оподаткування, страхування, фінансовий облік та фінансовий аналіз.

До внутрішніх методів фінансових відносин належать розроблення стратегії діяльності корпорації, фінансове планування, кредитування, ціноутворення, інвестування, страхування, фінансовий облік та фінансовий аналіз.

Складові методів – фінансове управління; кредити і позики; процентні ставки; дивіденди та ін.

Найпоширенішим ефективним методом фінансового механізму є фінансовий аналіз, удосконалення якого сприятиме зниженню видаткової частини бюджету корпорації і підвищенню дохідну.

Фінансовий аналіз – це дослідження фінансового стану та основних результатів фінансової діяльності корпорації з метою виявлення резервів підвищення її ринкової вартості та забезпечення ефективного розвитку. До найважливіших умов

ефективного управління корпорацією належить аналіз її фінансового стану. Фінансовий стан корпорації характеризується сукупністю показників, що відображають формування і використання її фінансових коштів. У ринковій економіці фінансовий стан корпорації відображає кінцеві результати її діяльності. При цьому кінцеві результати діяльності корпорації становлять інтерес не лише для її власників та працівників, а й партнерів з економічної діяльності, державні, фінансові та податкові органи. У цьому зв'язку фінансовий аналіз є істотним елементом управління діяльністю корпорації.

Організація фінансового механізму – це система заходів, спрямованих на раціональне поєднання праці, засобів виробництва і технології в управлінні фінансами.

До організаційних процедур належать створення органів управління фінансами; побудова структури апарату управління; розроблення методик, інструкцій, норм та нормативів.

Організація фінансового механізму відображає тісний взаємозв'язок системи фінансових важелів та інструментів і фінансових ресурсів. Цей взаємозв'язок виражається через координацію і регулювання. Координація означає узгодженість діяльності всіх ланок системи механізму, апарату управління і фахівців. Регулювання означає вплив механізму на фінансові ресурси, за допомогою якого досягають стійкості фінансової системи в разі виникнення відхилень від заданих параметрів. Регулювання охоплює поточні заходи усунення відхилень, що виникли, від встановлених норм і нормативів, графіків, планових завдань [56].

Планування – це процес напруження планових завдань, складання графіка їх виконання, розроблення фінансових планів і програм, забезпечення їх необхідними ресурсами і робочою силою, контроль за виконанням.

Насамперед планування становить процес адміністрування, тобто має директивний характер.

Стимулювання виражається у використанні фінансових стимулів для підвищення ефективності виробничого та торговельного процесів [95]. До фінансових стимулів належать ціни, кредит, використання прибутку та амортизації для самофінансування, податки, відсоткові ставки, дивіденди, премії, фінансові санкції та ін.

Внутрішній фінансовий контроль – це організовані корпорацією перевірка виконання і забезпечення реалізації всіх управлінських рішень у сфері фінансової стратегії та попередження кризових ситуацій, що призводять до її банкрутства. Створення систем внутрішнього контролю є невід’ємною складовою побудови системи управління корпорацією з метою забезпечення ефективності її діяльності. Системи внутрішнього контролю в корпорації створюють за лінійним та функціональним принципом або за обома цими принципами одночасно. В основу зазначених систем покладено розподіл контрольних обов’язків окремих служб та їх менеджерів. Органічною складовою цих традиційних систем внутрішнього контролю є система фінансового контролю. Останніми роками у практиці країн з розвиненою ринковою економікою поширена нова прогресивна комплексна система внутрішнього контролю – контролінг.

Фінансовий контролінг – це контролююча система, що забезпечує концентрацію контрольних дій на найпріоритетніших напрямках фінансової діяльності корпорації, своєчасне виявлення відхилень фактичних її результатів від передбачених та прийняття оперативних управлінських рішень, що забезпечують її нормалізацію. Таким чином, до системи фінансового менеджменту входить як інформаційне забезпечення, так і управління фінансами за отриманою інформацією. У складі фінансового механізму важлива роль відводиться системам і методам внутрішнього фінансового контролю.

Форми фінансових ресурсів – економічна категорія ринкової економіки, тобто будь-який контракт, згідно з яким

одночасно збільшуються фінансові активи одного підприємства та фінансові зобов'язання іншого.

Фінансові активи включають грошові кошти; контрактне право отримати від іншого підприємства грошові кошти або будь-який інший вид фінансових активів; контрактне право обміну фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно вигідних умовах; акції іншого підприємства.

До фінансових зобов'язань належать контрактні зобов'язання: виплатити грошові кошти або надати інший вид фінансових активів іншому підприємству; обмінятися фінансовими інструментами з іншим підприємством на потенційно невідповідних умовах (зокрема, така ситуація може виникнути при вимушеному продажу дебіторської заборгованості).

Операцію можна кваліфікувати як фінансовий інструмент, якщо в її основу покладено активи та зобов'язання або операція має форму договору (контракту).

Фінансові інструменти поділяють на первинні (грошові кошти, цінні папери, кредити, кредиторська і дебіторська заборгованості за поточними операціями) та вторинні, або похідні – контракти та цінні папери, які випускають на основі первинних контрактів та цінних паперів.

Існує й більш спрощене розуміння сутності поняття «фінансовий інструмент». Відповідно до нього розрізняють три основні категорії фінансових інструментів: грошові кошти (кошти в касі та на розрахунковому рахунку); кредитні інструменти (облігації, форвардні контракти, ф'ючерси, опціони та ін); способи участі у статутному капіталі (акції і паї).

Фінансові важелі корпорації поділяють на зовнішні та внутрішні.

До зовнішніх фінансових важелів належать державні інвестиції, пільгові кредити, податки, субвенції та дотації, ціни або тарифи, до внутрішніх – прибуток, дивіденди, інвестиції, амортизаційні відрахування, економічні фонди цільового призначення, відсоткові ставки за позиками, депозитами, облігаціями та інші фінансово-кредитні важелі.

Забезпечення фінансового механізму здійснюють у межах правового, нормативного та інформаційного поля.

Правове забезпечення фінансового механізму становить чинне законодавство, що регулює підприємницьку діяльність. Складність фінансової діяльності корпорацій в умовах становлення ринкової економіки спричиняє необхідність її державного регулювання, що здійснюється за такими напрямками: регулювання фінансових аспектів створення підприємницьких організацій; податкове регулювання; регулювання порядку амортизації основних засобів і нематеріальних активів; регулювання грошового обігу та форм розрахунків між корпораціями та іншими підприємствами і організаціями; регулювання валютних операцій корпорації; регулювання інвестиційної діяльності корпорації; регулювання кредитних операцій; регулювання процедур банкрутства.

Законодавство, що регулює фінансову діяльність корпорації, включає закони, укази Президента, постанови Уряду, накази і розпорядження міністерств та відомств, інструкції. Вони створюють засади державного регулювання різних аспектів фінансової діяльності корпорацій.

Нормативне забезпечення функціонування фінансового механізму створюють інструкції, нормативи, норми, тарифні ставки, методичні роз'яснення, інша нормативна документація.

Інформаційне забезпечення фінансового механізму складається з різних видів економічної, комерційної, фінансової та іншої інформації. До фінансової інформації належать інформування про фінансову стійкість і платоспроможність партнерів і конкурентів, ціни, курси, дивіденди, відсотки на товарному, фондовому та валютному ринках; повідомлення про стан справ на біржовому та позабіржовому ринках, фінансову та комерційну діяльність суб'єктів господарювання; інші відомості. Управління інформацією означає управління майбутнім, а управління майбутнім є по суті управлінням бізнесом загалом. Інформація може бути одним з видів інтелек-

туальної власності, внеском до статутного капіталу корпорацій або товариств.

За видами фінансових відносин фінансовий механізм поділяють на директивний та регулюючий. Директивний розробляють для фінансових відносин, в яких безпосередньо бере участь держава. До його сфери включаються податки, державний кредит, витрати бюджету, бюджетне фінансування, організація бюджетного устрою та бюджетного процесу, фінансове планування. Держава детально розробляє систему фінансових відносин, що є обов'язковою для всіх учасників. В окремих випадках директивний фінансовий механізм може поширюватись також на інші види фінансових відносин, в яких держава безпосередньо не бере участі. Такі відносини або мають велике значення для реалізації загальної фінансової політики (ринок корпоративних цінних паперів), або одна зі сторін цих відносин – агент держави (фінанси державних підприємств).

Регулюючий фінансовий механізм визначає основні завдання конкретного сегменту фінансів і не стосується інтересів безпосередньо держави. Такий його вид характерний для організації внутрішньогосподарських фінансових відносин у корпораціях. У цьому разі встановлюється лише загальний порядок використання фінансових ресурсів, що залишаються після сплати податків та інших обов'язкових платежів. Корпорація самостійно розробляє форми, види грошових фондів та напрями їх використання.

Ефективний механізм фінансового управління дає змогу в повному обсязі реалізувати цілі та завдання корпорації, сприяє результативному здійсненню функцій фінансового управління. Таким чином, фінанси впливають на економіку корпорації через фінансовий механізм – складову господарського механізму, сукупність фінансових стимулів, важелів, інструментів, форм і способів регулювання економічних процесів та відносин.

3.2. Фінансова результативність корпоративного сектору економіки

До чинників фінансової діяльності корпорації належать ліквідність, фінансова стійкість, оборотність та рентабельність. Для досягнення поставлених цілей топ-менеджерам доводиться вибирати певне співвідношення між названими характеристиками. Так, обсяг прибутку залежить від рентабельності капіталу та його елементів, які, у свою чергу, пов'язані з ліквідністю та фінансовою стійкістю. Наприклад, підвищення фінансової стійкості, як правило, супроводжується зниженням рентабельності, оскільки довгострокові джерела, що підвищують стійкість фірми, дорожчі, ніж короткострокові. Оборотність активів тісно пов'язана з їх розміром, і її підвищення так само може призвести до зниження рентабельності через необґрунтоване збільшення витрат на стимулювання продажів.

Результати аналізу показників фінансової діяльності корпорацій, що здійснювався за результатами наданих 5936 регулярних річних інформацій корпорацій за 2011 р., у тому числі 174 банки, 2347 суб'єктів малого підприємництва засвідчили про таке.

Чистий прибуток корпорацій становив 42,68 млрд грн, чистий збиток – 46,45 млрд грн. Загалом негативне сальдо становило 3,77 млрд грн. Чистий прибуток корпорацій у 2011 р. (без урахування банків та суб'єктів малого підприємництва) становив 37,42 млрд грн, чистий збиток – 44,87 млрд грн негативне сальдо – 7,45 млрд грн.

Порівняно з 2010 р. у 2011 р. чистий прибуток корпорацій збільшився на 18,15 млрд грн. Найбільший прибуток у 2011 р. мали акціонерні товариства м. Києва – 20,54% загального чистого прибутку, Дніпропетровської області – 30,38%, Донецької – 4,55% та Запорізької – 6,94%.

У 2011 р. чистий прибуток суб'єктів малого підприємництва становив 491,75 млн грн, чисті збитки – 1,58 млрд грн. У цьому самому році чистий прибуток суб'єктів малого

підприємництва на 114,92 млн грн перевищив цей показник у 2010 р., чисті збитки зменшились на 185,39 млн грн. У 2011 р. чистий прибуток банків становив 4,76 млрд грн, у 2010 р. – 2,17 млрд грн.

Капіталізація банківського сектору зростає, у тому числі за рахунок додаткової емісії цінних паперів.

Активи акціонерних товариств (крім банків) за 2011 р. збільшились на 178,87 млрд грн і наприкінці року становили 1096,05 млрд грн. Власний капітал акціонерних товариств того року збільшився на 11,08 млрд грн і наприкінці року становив 418,66 млрд грн, у тому числі суб'єктів малого підприємництва – 13,0 млрд грн.

Дебіторська заборгованість за товари, роботи та послуги акціонерних товариств (крім банків) у 2011 р. порівняно з 2010 р. збільшилася на 24,79 млрд грн і наприкінці 2011 р. становила 147,56 млрд грн.

Кредиторська заборгованість за товари, роботи та послуги акціонерних товариств (крім банків) наприкінці 2011 р. становила 150,76 млрд грн, що на 24,74 млрд грн перевищувало цей показник у 2010 р.

Найважливіше завдання корпорації полягає у збільшенні вартості для її власників. Від політики виплат власникам капіталу, основою якої традиційно є дивідендна політика, залежить, якою мірою динаміка розвитку корпорації відображає зміну добробуту її власників.

Якщо аналізувати дивідендну політику вітчизняних корпорацій, тобто розподіл прибутку між власниками їх акцій, то у зв'язку з доволі складним фінансовим становищем вітчизняних суб'єктів господарювання більша частина з них останніми роками реінвестувала майже весь прибуток у розвиток бізнесу або не розподіляла прибуток взагалі.

Дивідендна політика є одним з основних інструментів забезпечення інвестиційної привабливості корпорацій, оскільки для інвесторів значущі два ключових параметри: зміна курсової вартості акцій на фондовому ринку і прибутковість акцій.

Дивідендна політика – це комплекс правил, що регулюють процес напрацювання рішень з розподілу чистого прибутку на той, що капіталізується, і споживаний акціонерами у вигляді дивідендів.

У практичній діяльності на параметри дивідендної політики впливають багато чинників.

Існує низка теорій дивідендної політики, оскільки вона становить інтерес для зарубіжних економістів вже понад 50 років; у результаті теорії можна поділити на групи.

Перша група теорій розглядає дивіденди як чинник позитивного впливу на ринкову вартість акцій; друга група засвідчує, що дивідендні виплати негативно корелюють з ринковими цінами; третя група наголошує на нерелевантності дивідендної політики та ринкової вартості акцій.

Моделі повної інформації базуються на податковому чиннику. Моделі, що вивчають податкові чинники, передбачають, що інвестори очікують на більші дивідендні виплати внаслідок податкових зобов'язань. Інвестори поділяються на групи (клієнти) за їх податковими статусами, вони не можуть уніфікувати власні інвестиційні вкладення. Якщо податкові зобов'язання за дивідендами збільшуються, дивідендні виплати зменшуються, водночас реінвестування збільшується і навпаки.

Моделі асиметричної інформації, сигнальні теорії. Зменшення інформаційної асиметрії між менеджерами та акціонерами за допомогою несподіваних змін дивідендної політики – наріжний камінь сигнальних теорій. Згідно з теорією агентських витрат дивідендна політика є механізмом порівняння інтересів акціонерів і менеджерів. У разі виплати дивідендів зменшується кількість активів, якими можуть управляти менеджери. Багато вчених будували моделі корпоративної дивідендної політики, вважаючи, що вона є показником ефективності діяльності корпорацій, а використання дивідендів як сигналів для інвесторів найдієвіше з усіх інших сигналів [204, с. 3].

Теорія агентських витрат. Ще А. Сміт [146] виявив, що менеджери перших акціонерних товариств часто поводитись небездоганно, а спроби контролювати їх з боку акціонерів рідко були успішними в результаті насамперед великих витрат. Сучасна агентська теорія намагається пояснити структуру капіталу як результат спроб мінімізувати витрати розподілу власності та контролю.

Агентські витрати менші в корпораціях з великою участю менеджерів у власності та з мажоритарним акціонером, який має більше можливостей контролювати менеджмент. Дивідендна політика так само зумовлює зменшення агентських витрат шляхом посилення контролю з боку ринків капіталу, оскільки великі дивідендні виплати знижують інвестиційні можливості корпорації і потребують виходу на ринки капіталу.

Поведінкові теорії. На поведінку інвесторів значною мірою впливають соціальні норми і очікування, проте ці мотивації не включають до фінансових моделей через складність, хоча їх включення до аналізу сприяло б розширенню теорії дивідендної політики.

Звичайні інвестори стикаються не з ризиком, а більшою мірою з невизначеністю. Дивіденди повинні бути виплачені, щоб «заспокоїти» інвесторів і в такий спосіб посилити фінансову стійкість корпорації.

Стабільні дивідендні виплати знижують негативні реакції інвесторів навіть у кризових ситуаціях.

Теорія ірелевантності дивідендів. Гіпотезу ірелевантності дивідендів висунула група економістів [45]. Ця теорія базується на таких припущеннях: на досконалих ринках не існує трансакційних витрат і податків, на ринкові ціни не впливають окремі продавці та покупці, вони мають безкоштовний доступ до інформації; раціональна поведінка всіх учасників, у тому числі інвесторів; визначеність щодо інвестиційної політики корпорації і точне уявлення про грошові потоки; менеджери – досвідчені агенти.

Проте очевидно, що як мінімум одна з цих умов не може бути виконана [45].

Розрізняють кілька основних чинників дивідендної політики.

Вимоги законодавства.

До таких вимог належать обмеження на оголошення і виплату дивідендів згідно із законом України «Про акціонерні товариства», а також не оплачений повністю статутний капітал; не викуплені всі акції, які повинна викупити корпорація; якщо на день прийняття рішення про виплату дивідендів корпорація відповідає ознаками неспроможності (банкрутства) або якщо такі ознаки з'являться в результаті виплати дивідендів; якщо на день прийняття рішення про виплату дивідендів вартість чистих активів корпорації нижча від її статутного капіталу і резервного фонду.

Законом встановлено також жорсткі вимоги до джерел дивідендних виплат, форми і послідовності дивідендних подій; макроекономічні показники: система оподаткування дивідендів; рівень інфляції; стадія економічного циклу; внутрішньокорпоративні чинники: структура акціонерного капіталу; наявність опрацьованих інвестиційних проектів; фінансові результати діяльності корпорації.

Типи дивідендної політики, їх переваги та недоліки наведено в табл. 3.1 [57].

Таблиця 3.1

Типи дивідендної політики, їх переваги та недоліки

Тип дивідендної політики	Переваги	Недоліки
Консервативна – нарахування дивідендів за залишковим принципом після формування достатніх резервів для розвитку, виплата дивідендів акціями	Забезпечення максимально можливих темпів зростання	Нестабільність, невизначеність майбутніх дивідендів – негативний чинник для потенційних інвесторів

Закінчення табл. 3.1

Тип дивідендної політики	Переваги	Недоліки
Помірно консервативна: – підтримання довгострокового цільового нормативу коефіцієнта дивідендних виплат – стратегія «гарантований мінімум + додаткові дивіденди»	Прогнозованість рівня майбутніх дивідендних виплат Можливість гнучко збільшувати дивіденди при збільшенні прибутку і не скорочувати їх при його зменшенні. Заохочує інтерес акціонерів у підвищенні прибутковості корпорації	Заважає швидкому зростанню корпорації
Агресивна – максимізація поточних дивідендів	Уможливорює залучення некваліфікованих інвесторів	«Проїдання» прибутку, відсутність ресурсів для довгострокового розвитку

Підвищити вартість корпорації для її власників можливо шляхом досягнення низки цілей: розширення діяльності; збільшення прибутку; нагромадження капіталу; підвищення ринкової вартості капіталу; збільшення доходів акціонерів, поліпшення їх добробуту.

Останньої із зазначених мети можна досягти шляхом підвищення курсів акцій та збільшення дивідендів, здійснення ефективної дивідендної політики.

Дивідендна політика істотно впливає на положення корпорації на ринку капіталу, а саме на динаміку ціни його акцій. Дивіденди становлять грошовий дохід акціонерів і визначально сигналізують про те, що діяльність комерційної організації, в акції якої вони вклали кошти, ефективна.

Дивідендна політика – це концептуальний підхід і система практичних дій з формування фонду виплати дивідендів, що забезпечують оптимізацію пропорцій частин чистого прибутку: тієї, що споживається, і тієї, що капіталізується, з

метою максимізації добробуту власників акцій і забезпечення високого рейтингу корпорації на фондовому ринку.

Основна мета дивідендної політики – встановити оптимальні пропорції між поточним використанням прибутку власниками і майбутнім зростанням корпорації, що максимізує її ринкову вартість та забезпечує стратегічний розвиток.

Нині в Україні не існує дивідендної політики з таких важливих причин: основною умовою функціонування і розвитку корпорації є наявність фондового ринку, який в Україні слабо розвинений; кожна корпорація повинна розробляти власну дивідендну політику з огляду на властиві їй особливості та відповідно до інтересів її акціонерів, проте вітчизняні корпорації не мають інструмента розроблення дивідендної політики.

Приймаючи рішення про виплату дивідендів, акціонери розв’язують складне завдання – оптимізувати пропорції розподілу прибутку для забезпечення гармонізації поточних та перспективних інтересів, що певною мірою суперечливі.

Поточні інтереси акціонерів зумовлюються поточним споживанням, отже, ступінь їх реалізації визначається обсягом фонду виплати дивідендів. Якщо певний період ці інтереси не враховувати, частина акціонерів (для яких ці інтереси визначальні) втратить інтерес щодо продовження інвестування, що спричинить ініціювання продажу належних їм акцій та зниження курсової вартості акцій (як наслідок перевищення пропозиції над попитом).

Перспективні інтереси акціонерів пов’язані з підвищенням курсової вартості акцій та отриманням курсового доходу в разі їх продажу на вторинному ринку.

Такі міркування концептуальні для визначення формалізованого критерію методу, що сприяє вибору ефективної дивідендної політики і означає, що таким критерієм повинен бути сукупний дохід акціонерів, як власників, так й інвесторів. Означений підхід цілком збігається з основною метою фінансового менеджменту – максимізувати доходи

власника. Отже, щодо наслідків дивідендної політики критерій матиме такий загальний вигляд:

$$ДА = (\PhiВД + \DeltaРВА \times K_{p.a.}) \rightarrow \max, \quad (3.1)$$

де ДА – сукупний дохід акціонера внаслідок застосування певної дивідендної політики, грн;

ФВД – фонд виплати дивідендів, грн;

$\DeltaРВА$ – приріст ринкової вартості акцій, грн;

$K_{p.a.}$ – коефіцієнт, що враховує ступінь ризику вкладання коштів в акції підприємства.

Для того щоб визначити ризик вкладання коштів в акції підприємства, пропонується використовувати метод оцінювання ризику, який часто використовують професійні оцінювачі. Цей метод опублікований у бюлетені «Новости стоимости бизнеса» та рекомендований для широкого використання при оцінюванні премії за ризик для конкретної корпорації.

Галузевий (економічний) ризик оцінюють за інтервалом значень з ризику і становить 1–3%, державний (політичний) – 3–6%, ринковий – 1–4%, фінансовий – 3–6%, ризик менеджменту – 2–4%, ризик технологій – 2–4%, достатня прибутковість – 2–3%, ліквідності пакету акцій – 2–3%.

Наведені дані зазвичай використовують як ризикові надбавки до безризикової європейської відсоткової ставки, а конкретні премії за ризик для певної корпорації залежать від того, який конкретний зміст для неї мають наведені види ризику, тобто характеризуються як чинники впливу на них.

Оскільки різниця між мінімальною та максимальною преміями за видами ризику невелика (1–3%), після опису дії ринкових чинників вважаємо припустимим оцінювати ризик, диференціюючи його як низький, середній та високий, і призначати розмір премії на межі інтервалу відповідно нижній, середній та верхній.

У такому разі кумулятивну ризикову надбавку можна визначити за формулою:

$$KPH = \sum_{i=1}^n PR_i, \quad (3.2)$$

де n – кількість видів ризику;

PR_i – премія за ризик i -го виду.

Коефіцієнт, що враховує ступінь ризику вкладання коштів в акції підприємства, можна визначити так:

$$K_{p.a} = (1 - KPH) / 100. \quad (3.3)$$

На нашу думку, застосування зазначеного критерію передбачає таку процедуру методу оцінювання варіантів дивідендної політики, яку показано на рис. 3.2.

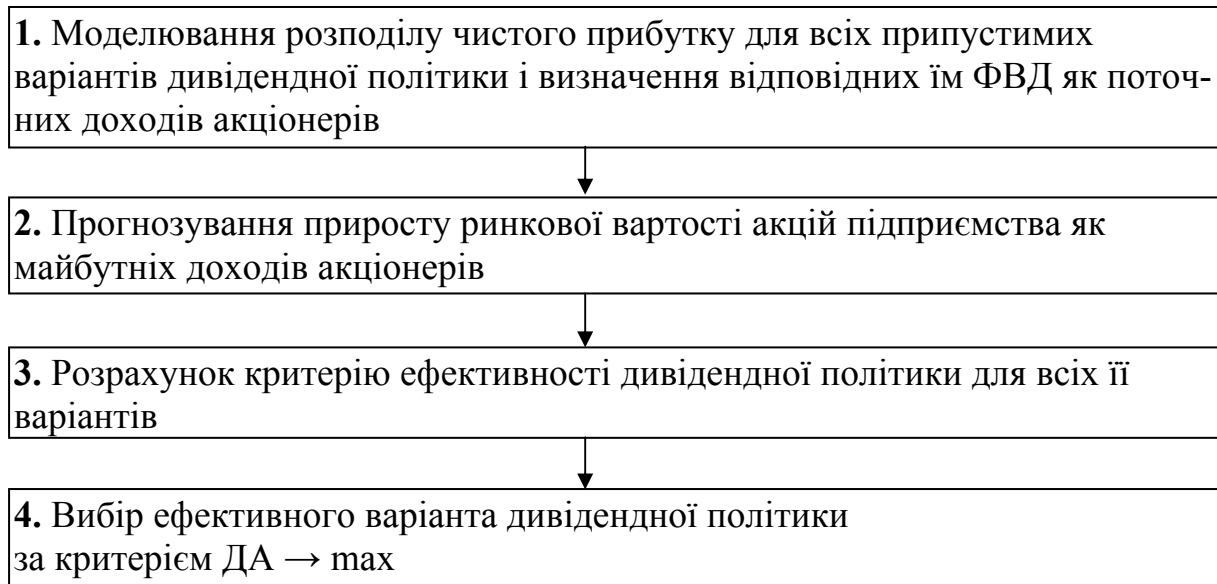


Рис. 3.2. Алгоритм максимізації доходів акціонерів

Чистота експерименту з варіантами дивідендної політики за цим методом повинна забезпечуватися незмінним обсягом чистого прибутку та відносною часткою в ньому напрямів використання, що не стосуються дивідендних виплат і виробничого розвитку (резервний фонд, фонди матеріального та соціального розвитку). За такої умови варіанти різнитимуться тільки співвідношенням коштів, що спрямовуються на виплату дивідендів та реінвестуються, отже, не зазнава-

тимуть жодних сторонніх впливів, крім особливостей певної дивідендної політики.

Прогнозування майбутніх (відкладених) доходів акціонерів через підвищення ринкової ціни акцій виявляється доволі складною проблемою, що не має однозначного вирішення.

Для вирішення цієї проблеми пропонується підхід, що базується на оцінюванні вартості бізнесу і застосовується у світовій практиці як для визначення реалістичної суми коштів, яку може сплатити інвестор для придбання цілісних майнових комплексів (незалежно від форми власності та організаційно-правової форми господарювання), так і спеціалістами-оцінювачами для визначення стартової ціни, за якою можуть бути виставлені на продаж певні пакети акцій. Такий підхід використовується у вітчизняній практиці при продажу, наприклад, державної частки акціонерного капіталу публічних акціонерних товариств. Застосування цього підходу зумовлює таке визначення очікуваного приросту ринкової вартості акцій корпорації:

$$\Delta PBA = VB_{d1} - VB_{d2} = PBA_{d2} - PBA_{d1}, \quad (3.4)$$

де VB_{d1} , PBA_{d1} – вартість відповідно бізнесу і ринкова акцій в умовах, що передують переходу до іншого варіанта дивідендної політики;

VB_{d2} , PBA_{d2} – вартість відповідно бізнесу і ринкова акцій після переходу до іншого варіанта дивідендної політики.

Для визначення вартості корпорації у країнах з розвинутою ринковою економікою використовують кілька методів.

Метод додаткових доходів. Процедура цього методу в загальному вигляді може бути такою: визначається вихідна вартість корпорації як вартість її активів (ВА); розраховуються додаткові витрати інвестора (V_d) як ціна відмови від вибору альтернативних об'єктів реального та фінансового інвестування; визначаються можливі чисті річні надходження

як середнє значення за ретроспективою 3–5 років (\bar{N}_p); розраховуються додаткові річні доходи ($\text{ДД} = N_p - B_d$); визначаються вартість корпорації і водночас ринкова вартість її акцій ($\text{ВБ} = \text{РВА} = \text{ВА} + \text{ДД} \times K_{п.р}$, де $K_{п.р}$ – кількість найбільш прибуткових років, для яких $\bar{N}_p \leq N_p$).

Метод додаткових доходів доволі логічний, тому що враховує не лише вартість активів, а й дохідність корпорації, тобто інтегрує майновий та дохідний підходи. Проте слід наголосити на певній умовності додаткових витрат і недостатній обґрунтованості майбутніх чистих надходжень (на рівні тих, що склалися фактично). Подібною до описаної є модель Ольсона (*Edwards-Bell-Ohlson valuation model*, модель ЕВО), що так само поєднує майновий та дохідний підходи [35, с. 29]. Згідно з цією моделлю вартість корпорації виражається через поточну вартість її чистих активів та дисконтований потік, що перевищує доходи (відхилення прибутку від «нормального», тобто середнього в галузі).

Метод майбутніх доходів, що передбачає прогнозне оцінювання доходів на кожний з п'яти майбутніх років експертно (групою експертів), тобто визначення консолідованої прогнозної оцінки для кожного з п'яти років за імовірнісною формулою:

$$D_i = (\text{Песимістичний прогноз} + 4\text{Реалістичний прогноз} + \text{Оптимістичний прогноз}) / 6, \quad (3.5)$$

де песимістичним прогнозом є найменша з експертних оцінок, оптимістичним – найбільша, реалістичним – найпоширеніша.

Перевага цього методу полягає в орієнтації на майбутні доходи, тобто не на минуле, а на майбутнє, що очікує інвестора, суттєві недоліки – у суб'єктивності, складності врахування ризику, необґрунтованості кількості прогнозних років.

Ринковий метод базується на показнику «ціна–дохід», що дорівнює відношенню ринкової вартості акцій до обсягу дивідендів, виплачених на одну акцію. Процедура цього методу така: пошук подібних підприємств, чії акції вільно обертаються на ринку цінних паперів і кількість яких зумовлює рівень обґрунтованості оцінки (такими вважаються підприємства однієї галузі та наближені за асортиментом продукції); визначення коефіцієнта «ціна–дохід» для кожного з підприємств і середнього його значення для всієї вибірки ($\bar{K}_{ц-д}$); розрахування ринкової вартості корпорації за формулою

$$\bar{K}_{ц-д} \times \text{Чистий річний прибуток підприємства (річний, на момент оцінювання)}. \quad (3.6)$$

На перший погляд ринковий метод доволі простий, але складність, а здебільшого неможливість його використання в реаліях економіки України пов'язані з такими причинами, як обмеженість публічної інформації про діяльність корпорацій, нерозвиненість фондового ринку, невикористання багатьма корпораціями емісії і продажу акцій як інструменту залучення інвестиційних ресурсів.

Метод капіталізованих доходів поширений і доволі простий. Згідно з цим методом ринкову вартість корпорації та її акцій визначають як чисту приведену (теперішню) вартість чистих грошових потоків, яку ще називають економічною, або капіталізованою.

Цей метод передбачає розрахунок чистого грошового потоку (його річного елемента на момент оцінювання); визначення процентної ставки доходу на капітал, вкладений у корпорацію (рентабельність власного капіталу, дивідендна віддача, дохідність акцій); визначення капіталізованої вартості корпорації за формулою

$$KB = \text{Чистий грошовий потік} / (\text{Ставка доходу на капітал} / 100\%). \quad (3.7)$$

Принциповий підхід, на якому базується метод капіталізованих доходів, може бути закладений у визначення очікуваної ринкової вартості акцій з певними уточненнями. Оскільки в чистому грошовому потоці при фінансовому інвестуванні відсутні амортизаційні відрахування (на відміну від реальних інвестицій), а основу грошового потоку за такими інструментами фінансового інвестування, як акції, становлять дивіденди, як базову модель ринкової вартості акцій взяти модель оцінювання вартості простої акції при її використанні невизначений період [3; 9]:

$$РВА_1 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Д_t}{(1 + НП)^t}, \quad (3.8)$$

де t – кількість включених у розрахунок періодів;

$Д_t$ – дивіденди на акцію, що передбачається в t -му періоді;

НП – норма прибутковості (дохідності) за акціями, виражена десятковим дробом, мінімально прийнята для інвестора.

У такому разі очікуваний приріст ринкової вартості всього пакету акцій корпорації

$$\Delta РВА = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\Delta ФВД_t}{(1 + НП)^t}, \quad (3.9)$$

де $\Delta ФВД_t$ – збільшення фонду виплати дивідендів в t -му періоді порівняно з попереднім.

Такий підхід відповідає так званій сигнальній теорії дивідендів, згідно з якою саме збільшення або зменшення дивідендних виплат сигналізує інвесторам про фінансовий стан корпорації, створюючи відповідну мотивацію щодо вкладання коштів в акції в неї.

Більшість вітчизняних корпорацій останніми роками здійснювала консервативну дивідендну політику, реінвестуючи майже весь прибуток у розвиток бізнесу або не розподіляючи прибутку. Проте у 2011 р. ситуація дещо змінилась. За даними

фінансової звітності нараховані акціонерними товариствами дивіденди у 2011 р. становили 19,08 млрд грн. Водночас за підсумками 2011 р. акціонерні товариства сплатили дивідендів на загальну суму 175,76 млн грн, що порівняно з 2010 р. значно більше, а саме на 175,06 млн грн.

Отже, використовуючи запропонований механізм визначення ефективної дивідендної політики, корпорації зможуть забезпечити збільшення доходів акціонерів; враховувати інтереси власників дрібних і великих пакетів акцій; забезпечити необхідний баланс між споживанням у вигляді дивідендів та інноваційним розвитком; підвищити інвестиційну привабливість корпорації для потенційних інвесторів.

3.3. Напрями розвитку системи фінансово-кредитного забезпечення діяльності корпорацій

Особливу роль в економіці ринкового типу відіграє її основа – банківська система, покликана бути стабілізатором господарських процесів за рахунок здійснення міжрегіонального та міжгалузевого перерозподілу грошового капіталу. Комерційні банки так само, як виробничі корпорації, є необхідним елементом ринкової системи господарювання. Взаємодія корпорацій і банків базується на нормах вітчизняного законодавства. При цьому найважливішим чинником, що визначає характер взаємовідносин представників виробничого та фінансового капіталу, є їх договірні відносини. Структура фінансово-кредитної системи, незважаючи на формування ринкової системи господарювання сучасної України, по суті склалась. До її складу входять законодавчі та виконавчі органи влади – Верховна Рада України, Національний банк України, Кабінет Міністрів України, Міністерство фінансів України та Національна комісія з цінних паперів. Поряд з державними підприємствами склалась система комерційних фінансово-кредитних організацій та установ: біржі,

банки, фінансові, інвестиційні та страхові компанії, кредитні спілки, споживчі товариства, громадські організації та некомерційні партнерства. Їх багатофункціональність покликана забезпечити структурні зміни в напрямі від централізованої, державно-монополізованої кредитно-фінансової системи до мобільної, такої, що динамічно розвивається, об'єднує інтереси державного, промислового та фінансового капіталу, системи кредитних установ. У СРСР основу фінансово-кредитної системи становили виключно державні установи. Банки були частиною державного апарату і призначалися для контролю та нагляду за економічною діяльністю підприємств і організацій, що по суті забезпечувало єдність економічних інтересів держави і банків та зумовлювало зрощення державного апарату з банківським. Розпочаті в 1985 р. політичні та соціально-економічні перетворення торкнулися також кредитно-грошової системи. Проте остання реформувалась певною мірою спонтанно в межах організаційних заходів, що забезпечують загальну динаміку економічних змін.

Ринкова економіка поставила нові завдання перед фінансово-кредитною системою країни.

Фінансово-кредитна система сучасної України становить складний механізм, що складається з фінансових і кредитних інститутів, покликаних забезпечувати розподіл та перерозподіл національного доходу держави з метою розв'язання її стратегічних завдань. Важливу роль у фінансуванні реального сектора економіки відіграє саме ця система. Вона покликана сприяти формуванню інфраструктури залучення та ефективного використання прямих комерційних інвестицій для розвитку економіки та соціальної сфери, а також державних фінансів для підтримання прогресивних процесів трансформації вітчизняної економіки.

Модернізація фінансово-кредитного механізму в умовах трансформації вітчизняної господарської системи зумовила необхідність забезпечення взаємної адекватності всіх взаємо-

пов'язаних процесів. Великі ресурси підприємств і комерційних банків, які не використовують повною мірою як інвестиції, не стають основним капіталом. Значні фінансові кошти домогосподарств перебувають у населення. Причини неефективності фінансово-кредитної системи розвитку економіки багато в чому визначені ліберальною політикою, не адекватною процесу трансформації господарської системи. Якщо на першому етапі реформ до середини 90-х років минулого століття було сформовано фінансово-кредитну систему країни, здатну функціонувати в ринковій економіці, то подальші кроки її реформування не сприяли вдосконаленню фінансово-кредитного механізму, що відіграє провідну роль у вирішенні проблем економічного зростання.

Обґрунтування напрямів забезпечення адекватності фінансово-кредитного механізму щодо активізації чинників економічного зростання потребує аналізу проблем, що залишаються невирішеними.

У сучасних економічних умовах діяльність кожної корпорації є прикладом уваги широкого кола учасників ринкових відносин, зацікавлених у результатах її функціонування. Найчастіше вітчизняні корпорації стикаються з проблемою реструктуризації дебіторської заборгованості. У свою чергу, це негативно позначається на економічному потенціалі країни загалом. У середньому по промисловості дебіторська заборгованість перевищує 50% загальних оборотних коштів. Розроблення кредитної політики є потужним інструментом у системі правил вибудовування відносин із замовниками, куди входить також процедура стягнення заборгованості. У результаті значно зменшується дебіторська заборгованість корпорації.

Кредитна політика корпорацій – це система заходів і правил, спрямованих на реалізацію контролю за наданням і використанням кредитів, які надають компанії або банки. Положення кредитної політики можна відобразити у великому за обсягом документі з викладенням докладних

інструкцій або розмістити лише на одній сторінці. Багато що залежить від корпоративної культури корпорації.

Кредитна політика повинна включати певні складові.

Насамперед складовою кредитної політики повинна бути виважена робота з клієнтами, що охоплює правила сегментування типів замовників і правила роботи з кожним сегментом; розподіл всередині корпорації роботи із взаємодії з боржниками; процедуру стягнення боргів внутрішніми силами; опис ситуацій, коли борг передається для стягнення колекторському агентству; опис ситуацій, коли на боржника подають до суду.

Найпоширеніша така структура кредитної політики.

Відповідність стратегії.

Мету кредитної політики корпорація розробляє і встановлює самостійно. Сформульована мета повинна відповідати основним стратегічним цілям. Так, якщо стратегічна мета – завоювати ринкову нішу, то мета кредитної політики може полягати в побудові надійних взаємовідносин з клієнтами та збиранні (вилученні) заборгованості; при цьому торговельні відносини не повинні піддаватися небезпеці.

Оптимальність (тип кредитної політики).

Залежно від жорсткості умов кредитування і виконання платежів вирізняють три типи кредитної політики: агресивну, консервативну та помірну. При виборі оптимальної кредитної політики корпорація повинна постійно порівнювати потенційні вигоди від збільшення обсягу продажів з вартістю надання торговельних кредитів, а також ризиком можливої втрати платоспроможності.

Індивідуальні умови (стандарти оцінювання покупців).

Покупці продукції або послуг корпорації мають різні можливості щодо обсягу закупівель та своєчасності оплати. Необхідно розробити алгоритм оцінювання покупців і визначити індивідуальні умови комерційного кредитування для кожного з них. Цей алгоритм, у свою чергу, включає такі етапи: вибір показників, за якими оцінюватиметься кредито-

спроможність контрагента; визначення принципів присвоєння кредитних рейтингів клієнтам корпорації; розроблення кредитних умов для кожного кредитного рейтингу. До показників кредитного рейтингу належать, зокрема, ціна реалізації, термін надання кредиту, максимальний розмір комерційного кредиту, система знижок і штрафів.

Розмежування повноважень.

Слід розмежувати повноваження і відповідальність між підрозділами, залученими до управління дебіторською заборгованістю (фінансовою службою, відділом продажів, юридичною службою).

Кадри (дії персоналу корпорації).

Дії працівників, задіяних в управлінні дебіторською заборгованістю.

Оформлення.

Форми документів, які використовують у процесі управління дебіторською заборгованістю. При розробленні кредитної політики корпорації особливу увагу необхідно приділяти основним кількісним елементам кредитної політики, які встановлено в розд. 3 «Стандарти оцінювання покупців». У цьому розділі наводять часовий проміжок, за який покупець зобов'язаний здійснити оплату; розмір знижки, що надається покупцям за оплату до завершення її терміну; часовий проміжок, за який покупець має право скористатися знижкою.

Варіювання значеннями наведених елементів і є зміною кредитної політики корпорації, а отже, механізмом управління дебіторською заборгованістю.

Одним з поширених видів оцінювання покупців є сегментування. Воно полягає в такому: для того щоб визначити дії щодо різних типів замовників, потрібно впорядкувати інформацію про них. Здійснювати сегментацію слід насамперед за відомими про клієнтів даними. Необхідно, щоб ця система відображала специфіку бізнесу корпорації і була по можливості простою і зрозумілою.

Один тільки розмір кредиту не повинен бути критерієм для прийняття рішення про посилення чи пом'якшення підходу в системі повернення боргів, причиною передавання боргу для стягнення колекторському агентству.

Звісно, потрібно враховувати загальний обсяг боргу, кількість і суму окремих рахунків (боргів), а також графік їх погашення. Основним критерієм оцінювання перспективності стягнення боргу повинен бути термін виплати заборгованості. Затверджена система розподілу замовників за групами не повинна бути стабільною. Залежно від поточної ситуації замовників потрібно диференціювати і переводити з однієї групи до іншої. Якщо новий замовник підтвердив обов'язковість, збільшив обсяг постачання, його слід перевести із середньої за ступенем ризику групи до більш привілейованої. Водночас стабільний покупець з позитивною платіжною історією може раптово зіткнутися з проблемами на ринку і стати ризиковішим.

Отже, кредитна політика корпорації – це система заходів і правил, спрямованих на реалізацію контролю за проведенням і використанням кредитів, які надають компанії або банки. Кредитна політика корпорації крім іншого може включати систему правил вибудовування відносин із замовниками, куди входить також процедура стягнення заборгованості. Для кожної корпорації правильно вибудована кредитна політика здатна не лише зменшити її дебіторську заборгованість, а й поліпшити економічне положення країни загалом.

РОЗДІЛ 4. Інвестиційна політика як складова системи управління фінансами корпорацій

4.1. Інвестиції корпорації як складова системи управління фінансами

Постійна мінливість ринкового середовища зумовила необхідність застосування стратегічного підходу до системи господарювання на підприємстві. Термін «політика» виражає сукупність цілей та завдань стратегічного і тактичного характеру, а також механізму їх реалізації в будь-якій сфері діяльності.

Механізм управління інвестиційною політикою становить систему основних складових, що регулюють процес розроблення та реалізації інвестиційних рішень корпорації.

Стратегія – це генеральна комплексна програма дій, що визначає пріоритетні для підприємства проблеми, його місію, основні цілі та розподіл ресурсів для їх досягнення.

Згідно зі стратегією формулюють цілі та способи їх досягнення так, щоб визначити певний (такий, що об'єднує всі його підрозділи) напрям розвитку підприємства [34, с. 112]. За змістом стратегія є довгостроковим плановим документом.

Перше, найсуттєвіше і визначальне рішення за стратегічним плануванням – вибір цілей. Основну мету підприємства називають місією. Місію корпорації вибирають з урахуванням чинників зовнішнього середовища.

Згідно із загальною місією формулюють інші стратегічні цілі. Реальність та ефективність стратегії корпорації буде забезпечено, якщо стратегічні цілі будуть конкретними та вимірюваними; чітко зорієнтованими в часі (коли і якої цілі треба досягти); досяжними, збалансованими, ресурсозабезпеченими; односпрямованими та такими, що взаємно підтримують одна одну.

Наступним важливим кроком є вивчення внутрішнього середовища. Аналіз цього середовища найважливіший для інвесторів, особливо в разі придбання підприємства. Здійснюють

цей аналіз за таких блоками, як виробництво продукції, виробничий апарат, система управління.

З прогнозуванням впливу внутрішнього середовища пов'язані насамперед завдання забезпечення надійною та достовірною інформацією про тенденції розвитку економіки.

Аналіз структури та розмірів ринку збуту необхідний для оцінювання загального обсягу потреб, попиту на конкретні товари, а також динаміки цін на них. У результаті досліджень з'ясовують можливості зростання компанії, виявляють обставини, що запобігають цьому [168, с. 37].

Ще одним важливим кроком є вивчення зовнішнього середовища. Аналіз зовнішнього середовища – це безперервний процес спостереження, вивчення та контролю дії зовнішніх щодо корпорації чинників для того, щоб своєчасно та вичерпно визначати можливості й загрози ефективного розвитку, тобто позитивний та негативний вплив зовнішніх чинників – політичних, економічних, науково-технічних, соціальних, міжнародних та ін.

Інвестиційна стратегія становить систему довгострокових цілей інвестиційної діяльності корпорації, зумовлених загальними завданнями його розвитку та інвестиційною ідеологією, а також вибір найефективніших шляхів їх досягнення [27, с. 68].

Інвестиційну стратегію можна вважати генеральним планом дій у сфері інвестиційної діяльності корпорації, що визначає пріоритети її напрямів та форм, характер формування інвестиційних ресурсів і послідовність етапів реалізації довгострокових інвестиційних цілей, що забезпечують передбачений загальний розвиток корпорації [29, с. 328].

Отже, інвестиційна стратегія – це концепція, що пов'язує і спрямовує розвиток інвестиційної діяльності корпорації.

Актуальність розроблення інвестиційної стратегії корпорації визначається низкою умов, найважливішою з яких є інтенсивність змін чинників зовнішнього інвестиційного

середовища. Висока динаміка основних макроекономічних показників, пов'язаних з інвестиційною активністю корпорацій, темпи технологічного прогресу, часті коливання кон'юнктури інвестиційного ринку, мінливість державної інвестиційної політики та форм регулювання інвестиційної діяльності не дають змоги ефективно управляти інвестиціями на основі лише нагромадженого досвіду і традиційних методів інвестиційного менеджменту. За таких умов відсутність розробленої інвестиційної стратегії, адаптованої до можливих змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища, може привести до того, що інвестиційні рішення окремих структурних підрозділів корпорації матимуть різноспрямований характер, що спричиниться до виникнення суперечностей і зниження ефективності інвестиційної діяльності загалом.

Інвестиційна політика корпорації є складовою загальної економічної стратегії, що визначає вибір та способи реалізації найраціональніших шляхів оновлення і розширення його виробничого та науково-технічного потенціалу [26, с. 58]. Ця політика спрямована на забезпечення виживання корпорації у складному ринковому середовищі, досягнення ним фінансової стійкості та створення умов для розвитку. Інвестиційна політика формується лише за конкретними напрямками інвестиційної діяльності корпорації, що потребують забезпечення якнайефективнішого управління для досягнення основної стратегічної мети цієї діяльності.

Формування інвестиційної політики за окремими аспектами фінансової діяльності корпорації може мати багаторівневий характер.

Стратегічний підхід до формування системи інвестиційної політики корпорації показано на рис. 4.1.



Рис. 4.1. Стратегічний підхід до формування інвестиційної політики корпорації

Отже, стратегічний підхід до формування інвестиційної політики корпорації відіграє значну роль у забезпеченні ефективного розвитку корпорації. Ця роль полягає в такому: забезпеченні механізму реалізації довгострокових загальних та інвестиційних цілей майбутнього економічного і соціального розвитку корпорації загалом та його структурних одиниць; можливості реального оцінювання інвестиційних можливостей корпорації, забезпечення максимального використання його внутрішнього інвестиційного потенціалу і можливості активного маневрування інвестиційними ресурсами; швидкій реалізації нових перспективних інвестиційних спроможностей, що виникають у процесі динамічних змін чинників зовнішнього інвестиційного середовища; урахуванні можливих варіацій розвитку неконтрольованих підприємством чинників зовнішнього інвестиційного середовища і можливості звести до мінімуму їх негативні наслідки для діяльності корпорації; відбитті порівняльних переваг інвестиційної політики підприємства порівняно з інвестиційною політикою конкурентів; забезпеченні чіткого взаємозв'язку стратегічного, поточного та оперативного управління інвестиційною діяльністю підприємства; формуванні значення основних критеріальних оцінок вибору реальних інвестиційних проектів та фінансових інструментів інвестування.

Стратегічне управління інвестиційною політикою корпорації має цільовий характер, тобто передбачає постановку та досягнення певних цілей.

Стратегічне управління є могутнім засобом підвищення ефективності інвестиційної політики в довгостроковій перспективі, її координації та контролю, а також базою для прийняття управлінських рішень на всіх стадіях інвестиційного процесу.

Важливим обмеженням, що визначає напрям стратегічного управління інвестиційною політикою, є стадія життєвого циклу підприємства. Кожна стадія життєвого циклу підприєм-

ства має характерний рівень інвестиційної активності, напрями та форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів.

У науковій літературі зустрічається багато поглядів на життєвий цикл, які різняться кількістю стадій, їх змістом та назвами. За основу можна взяти такий найбільш розгорнутий і детальний варіант: народження → дитинство → отрочтво → рання зрілість → розквіт сил → повна зрілість → старіння → оновлення.

З огляду на необхідність диференціації стадій інвестиційної політики наведений підхід потребує вдосконалення через дві обставини.

У ньому містяться як стадії життєвого циклу, так і «контрольні точки», які не мають тривалості в часі й означають перехід від однієї стадії до іншої (наприклад: народження, розквіт сил). Вони не ідентифікуються з певною інвестиційною політикою, а можуть лише бути підставою для її трансформації.

Разом з тим необхідно агрегувати деякі стадії в один блок у зв'язку з тим, що вони мають одну мотивацію до певних варіантів інвестиційної політики.

Діагностувати стадії життєвого циклу доцільно за первинними цілями, що висуваються на певній стадії. Зміна цілей означає перехід від однієї стадії життєвого циклу до іншої.

Поняття циклу передбачає замкнену послідовність, тому поетапний аналіз інвестиційної діяльності потрібно починати з переломної точки – кінця одного циклу та початку наступного.

Напрями інвестиційної політики, які можуть бути використані на певній стадії життєвого циклу, визначають виходячи з їх відповідності природі та цілям економічних процесів, притаманних саме цій стадії.

Характер диференціації цілей інвестиційної політики за конкретними стадіями його життєвого циклу наведено в табл. 4.1.

Таблиця 4.1

**Варіанти інвестиційної політики
за стадіями життєвого циклу підприємства**

Стадія життєвого циклу підприємства	Первинні цілі	Переважні варіанти інвестиційної політики
1. Народження, становлення і дитинство	Виживання і короткостроковий прибуток	<ul style="list-style-type: none"> – Забезпечення високих темпів реального інвестування; – забезпечення беззбитковості інвестиційної діяльності шляхом формування власних інвестиційних ресурсів
2. Отроцтво	Прискорене зростання	<ul style="list-style-type: none"> – Збільшення обсягів реального інвестування; – диверсифікація напрямів реального інвестування; – забезпечення мінімальної норми поточного інвестиційного прибутку
3. Рання зрілість і розквіт сил	Стале зростання	<ul style="list-style-type: none"> – Забезпечення виходу на «критичну масу інвестицій»; – диверсифікація форм реального інвестування; – формування портфеля фінансових інвестицій; – забезпечення необхідних темпів приросту капіталу, що інвестується
4. Повна зрілість	Підтримання сформованого іміджу	<ul style="list-style-type: none"> – Підтримання «критичної маси інвестицій»; – широка диверсифікація форм реального та фінансового інвестування; – забезпечення середньої норми інвестиційного доходу; – розвиток реальних інвестицій; – управління інвестиційними ризиками

Закінчення табл. 4.1

Стадія життєвого циклу підприємства	Первинні цілі	Переважаючі варіанти інвестиційної політики
5. Старіння	Подолання кризової перспективи	<ul style="list-style-type: none"> – Забезпечення своєчасної реновації активів, що амортизуються; – «стиснення» портфеля фінансових інвестицій з метою збільшення його дохідності; – дезінвестування капіталу з низькорентабельних інвестиційних об'єктів із забезпеченням мінімальних його втрат; – реінвестування капіталу з метою підтримання необхідного обсягу операційної діяльності
6. Оновлення	Подальший інноваційний розвиток	<ul style="list-style-type: none"> – Інноваційне інвестування; – можливість галузевої диверсифікації реальних або фінансових інвестицій; – мінімізація податків; – підвищення середньозваженої вартості капіталу шляхом коригування обсягів внутрішніх і зовнішніх інвестицій підприємства

Стадії народження, становлення і дитинства характеризуються безліччю управлінських криз, пов'язаних з необхідністю грамотного управління новою економічною одиницею. Фінансові ускладнення виявляються насамперед у нездатності нової корпорації генерувати таку кількість грошових коштів, що необхідна для цілей інвестування, у той час як інвестиційна активність на цій стадії визначається потребами бізнесу саме в дорогих та довгострокових активах.

З огляду на викладене переважними варіантами інвестиційної політики на цій стадії є забезпечення високих темпів реального інвестування та беззбитковості інвестиційної діяльності шляхом формування власних інвестиційних ресурсів.

Для стадії отроцтва характерні збільшення обсягів реального інвестування та його диверсифікація, а також забезпе-

чення норми мінімального прибутку, що сприятиме беззбитковому існуванню корпорації.

Стадія ранньої зрілості та розквіту сил передбачає нарощування потужностей, що передбачає вливання суттєвих засобів виробництва у додатковий оборотний капітал, у той час як якісні зрушення передбачають значні капітальні інвестиції в довгостроковий розвиток.

Така характерна ситуація відома у фінансовій аналітиці як криза ліквідності капіталу. Особливість цієї стадії полягає в тому, що корпорації доводиться одночасно підтримувати збільшення масштабів виробництва та здійснювати інвестиції в якісні перетворення діяльності.

У цьому зв'язку доцільно використовувати варіанти інвестиційної політики, пов'язані з диверсифікацією форм реального інвестування та формувати портфель фінансових інвестицій, що забезпечить приріст капіталу.

На стадії повної зрілості грошовий потік стабілізується. Кошти залучаються тільки для підтримання поточної діяльності, зазвичай для цього достатньо прибутку підприємства; прибуток, що залишився, витрачають на інші цілі – виплату дивідендів, вкладення в активи інших підприємств.

Загалом фінансові кризи малоймовірні, проте можуть повторюватися. Для цієї стадії характерно посилення інвестиційної стійкості, збільшення кількості потенційних інвесторів внаслідок зниження невизначеності та підвищення моніторингу над ризиками. Посилення контролю ризиків призводить до зниження граничної межі прибутковості і, отже, вимог до мінімальної ефективності розглянутих проектів. Це розширює діапазон прийнятних проектів, прискорює їх упровадження. Для зрілих корпорацій, що мають можливість залучати зовнішні джерела фінансування, рівень виплати дивідендів позитивно корелює з показником інвестицій, на відміну від молодих компаній з обмеженими джерелами фінансування, для яких дивіденди та інвестиції мають зворотну залежність.

Існують дві принципові відмінності стадії старіння та повної зрілості. По-перше, вартість корпорацій на стадії старіння повністю формується поточними (існуючими) активами, у той час як зрілі корпорації частину вартості зараховують до майбутніх перспектив розвитку. По-друге, на цій стадії треба мати надто високу частку боргу, тобто бути *over levered*, що рівнозначно найближчим часом виявитися банкрутом.

З огляду на зазначене можна припустити, що погіршення майбутніх перспектив розвитку корпорації, безсумнівно, негативно вплине на інвестиційну політику: шляхом скорочення джерел фінансування і безпосередньо зосередження зусиль та засобів здійснення планів з відновлення або утримання ринкових позицій, наприклад, шляхом здійснення демпінгової кампанії.

Разом з тим грамотний менеджмент не дозволить корпорації довго залишатись на стадії старіння і почне вживати ефективних заходів відродження бізнесу, що потребує додаткових капітальних вкладень.

Таким чином, інвестиційна політика корпорації, що перебуває на стадії старіння, може спрямовуватись на відродження шляхом забезпечення своєчасної реновації активів, що амортизуються; «стисненням» портфеля фінансових інвестицій з метою збільшення його дохідності; дезінвестуванням капіталу з низькорентабельних інвестиційних об'єктів із забезпеченням мінімальних його втрат; реінвестуванням капіталу з метою підтримання необхідного обсягу операційної діяльності.

Щодо зовнішніх чинників: є підстави вважати, що розвиток ринку капіталу відіграє суттєвішу роль для корпорацій на стадії старіння. Наприклад, на неефективних ринках такі корпорації будуть переоцінені, що надасть їм можливість інвестувати на вигідніших умовах.

Таким чином, стадії життєвого циклу по-різному позначаються на характері впливу певних фінансових показників

на інвестиції, зокрема, на характері бізнесу, організації управління, ступені невизначеності та перспективах розвитку.

Наведений метод доволі простий для використання, але оскільки стадія життєвого циклу не виключає застосування кількох варіантів інвестиційної політики, остаточне рішення слід приймати на суб'єктивно-інтуїтивному рівні. Це не відкидає можливості використання цього методу, тому що він придатний для попереднього аналізу хоча б з боку відкидання неприйнятних на цій стадії життєвого циклу варіантів і детальнішого подальшого розгляду порівняльної доцільності перспективних варіантів.

Інвестиційна політика становить форму реалізації інвестиційної ідеології та інвестиційної стратегії корпорації за найважливішими аспектами інвестиційної діяльності на окремих етапах її здійснення.

У цьому зв'язку потрібно діяти згідно з інвестиційною стратегією загалом, а також враховувати позиції інвестиційної політики. Основним у реалізації інвестиційної стратегії і політики є розроблення інвестиційних програм.

Фінансові інвестиції – активна форма ефективного використання тимчасово вільного капіталу або інструмент реалізації стратегічних цілей, пов'язаних з диверсифікацією операційної діяльності підприємства.

Основні форми фінансового інвестування корпорації показано на рис. 4.2.



Рис. 4.2. Форми фінансового інвестування корпорації

Вкладення капіталу у статутні фонди спільних підприємств. Ця форма фінансового інвестування найтісніше пов'язана з операційною діяльністю підприємства. Вона забезпечує зміцнення стратегічних господарських зв'язків з постачальниками сировини та матеріалів (за участі в їх статутному капіталі); розвиток власної виробничої інфраструктури (при вкладенні капіталу у транспортні та інші аналогічні підприємства); розширення можливостей збуту продукції або проникнення на інші регіональні ринки (шляхом вкладення капіталу до статутних фондів підприємств торгівлі); різні форми галузевої та товарної диверсифікації операційної діяльності й інші стратегічні напрями розвитку підприємства.

За змістом ця форма фінансового інвестування багато в чому підміняє реальне інвестування, проте меншою мірою капіталомістка і оперативніша.

Вкладення капіталу в дохідні види грошових інструментів. Ця форма фінансового інвестування спрямована насамперед на ефективне використання тимчасово вільних грошових активів підприємства. Основним видом грошових інструментів інвестування є депозитний внесок у комерційних банках. Як правило, цю форму використовують для короткострокового інвестування капіталу з основною метою генерувати інвестиційний прибуток.

Вкладення капіталу в дохідні види фондових інструментів. Ця форма фінансових інвестицій наймасовіша та найперспективніша. Вона характеризується вкладенням капіталу в різні види цінних паперів, що вільно обертаються на фондовому ринку (так звані ринкові цінні папери). Основна мета цієї форми фінансового інвестування так само полягає в генеруванні інвестиційного прибутку, хоча в окремих випадках її можна використовувати для встановлення форм фінансового впливу на окремі корпорації при розв'язанні стратегічних завдань (шляхом придбання контрольного або доволі вагомого пакета акцій).

З урахуванням особливостей та форм фінансового інвестування організовують управління ним на підприємстві.

Управління фінансовими інвестиціями підприємства – це система принципів і методів забезпечення вибору якнайефективніших фінансових інструментів вкладення капіталу та своєчасного його реінвестування.

Управління фінансовими інвестиціями підпорядковане загальній інвестиційній політиці підприємства і спрямоване на досягнення його інвестиційних цілей.

Основні етапи процесу управління фінансовими інвестиціями підприємства показано на рис. 4.3.

Аналізують стан фінансового інвестування в попередньому періоді за кілька стадій.

На першій стадії аналізу оцінюють інвестований капітал у фінансові активи: вивчають загальний обсяг інвестування капіталу у фінансові активи; визначають темпи зміни цього обсягу; визначають питому вагу фінансового інвестування в загальному обсязі інвестицій підприємства в передплановому періоді.

На другій стадії аналізу досліджують основні форми фінансового інвестування, їх співвідношення, спрямованість на розв'язання стратегічних завдань розвитку підприємства.

На третій стадії аналізу вивчають склад конкретних фінансових інструментів інвестування, їх динаміку і питому вагу в загальному обсязі фінансового інвестування.

На четвертій стадії аналізу оцінюють рівень прибутковості окремих фінансових інструментів та фінансових інвестицій загалом. Він визначається фінансовими інструментами (з коригуванням на індекс інфляції) до суми інвестованих коштів.

За результатами аналізу оцінюють обсяг і ефективність портфеля фінансових інвестицій підприємства в попередньому періоді.

Насамперед визначають обсяг фінансового інвестування в майбутньому періоді. Цей обсяг на підприємствах, що не належать до інституційних інвесторів, зазвичай невеликий і визначається обсягом вільних фінансових коштів, які накопичуються для здійснення майбутніх реальних інвестицій або інших витрат майбутнього періоду.



Рис. 4.3. Формування оптимального портфеля фінансових інвестицій

Визначений обсяг фінансового інвестування диференціюють за довго- та короткостроковими періодами його здійснення. Обсяг довгострокового фінансового інвестування визначають при розв'язанні завдань ефективного використання інвестиційних ресурсів для реалізації реальних інвестиційних проектів, страхових та інших цільових фондів підприємства, що формуються на довгострокових засадах. Обсяг короткострокового фінансового інвестування визначають при розв'язанні завдань ефективного використання тимчасово вільного залишку грошових активів (у складі оборотного капіталу підприємства), утвореного у зв'язку з нерівномірністю формування додатного та від'ємного грошових потоків.

На наступному етапі вибирають форми фінансового інвестування. Розв'язання стратегічних завдань розвитку операційної діяльності пов'язано з вибором таких форм фінансового інвестування, як вкладення капіталу у статутні фонди спільних підприємств, придбання цінних паперів (контрольного пакету акцій) окремих компаній, що становлять стратегічний інтерес для цілей диверсифікації цієї діяльності, розміщення депозитів у банках. Саме на цьому етапі з'являється безліч портфелів-претендентів, які конкурують між собою без урахування фінансових або інвестиційних обмежень.

Побудова системи обмежень і критерії відбору портфелів-претендентів до портфеля фінансових інвестицій включає оцінювання інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. Під час оцінювання докладно досліджують чинники, що визначають інвестиційні якості різних видів фінансових інструментів інвестування – акцій, облігацій, депозитних вкладів у комерційних банках та ін. У системі такого аналізу відображається оцінювання інвестиційної привабливості галузей економіки та регіонів країни, де здійснюють господарську діяльність емітенти цінних паперів.

За потреби підвищення цілеспрямованості портфеля його коригують.

Наступний етап – формування портфеля фінансових інвестицій. Це здійснюють на основі оцінювання інвестиційних якостей окремих фінансових інструментів. При їх відборі до формованого портфеля враховують такі основні чинники: тип портфеля фінансових інвестицій, що формується відповідно до його пріоритетної мети; необхідність диверсифікації фінансових інструментів портфеля; необхідність забезпечення високої ліквідності портфеля.

Наступним важливим етапом формування портфеля фінансових інвестицій є забезпечення відповідності цілей його формування стратегічним цілям інвестиційної діяльності загалом. На цьому етапі доцільно оцінювати портфель за дохідністю для того, щоб впевнитись, що за параметрами він відповідає портфелю, який визначений цілями його формування. Дохідність портфеля доцільно розраховувати за формулою

$$D_{\Pi} = \sum_{i=1}^n D_i \gamma_i, \quad (4.1)$$

де D_i – дохідність окремих фінансових інструментів портфелю;
 γ_i – питома вага окремих фінансових інструментів у загальній вартості портфеля.

На наступному етапі слід розрахувати можливий ризик портфеля фінансових інвестицій за такою формулою:

$$P_{\Pi} = \sum_{i=1}^n CP_i \gamma_i + NP_i, \quad (4.2)$$

де CP_i – систематичний ризик окремих фінансових інструментів (визначають за β -коефіцієнтами);

NP_i – несистематичний ризик, що виникає досягнутий в процесі диверсифікації портфелю.

В умовах нерозвиненості вітчизняного фондового ринку при оцінюванні рівня ризику слід додатково застосовувати такий показник, як рівень ліквідності сформованого портфеля.

Наступний етап – забезпечення ефективного оперативного управління портфелем фінансових інвестицій. За значної

зміни кон'юнктури фінансового ринку інвестиційні якості окремих фінансових інструментів знижуються. У процесі оперативного управління портфелем фінансових інвестицій забезпечується його своєчасна реструктуризація з метою підтримання цільових параметрів його початкового формування.

При прогнозуванні впливу портфеля фінансових інвестицій на результати діяльності корпорації та показники акціонерного капіталу доцільно розрахувати абсолютне та відносне збільшення показників прибутковості (прибутку на власний капітал та рентабельності власного капіталу).

Таким чином, при управлінні фінансовими інвестиціями визначають основні параметри інвестиційної діяльності підприємства в цій сфері та її найважливіші критерії.

4.2. Фінанси корпорацій в умовах трансформації інвестиційної діяльності

На фінансових ринках інвестор завжди має альтернативу економічного вибору, що визначає вигідне, раціональне застосування інвестиційних ресурсів.

На 1 січня 2012 р. прямі інвестиції в економіку України становили 51774,5 млн дол. США, у тому числі з країн СНД – 4039,5 млн дол. США, країн ЄС – 41411,4 млн дол. США, інших країн – 6323,6 млн дол. США. Розглянемо докладніше країни – інвестори України за 1996–2011 рр. (табл. 4.2).

Отже, інвестиції в економіку України надходять і з кожним роком збільшуються, проте деякі країни за останні три роки зменшили інвестування (наприклад, США, Польща), що може бути пов'язано зі світовою кризою та непривабливістю вітчизняних підприємств.

Таблиця 4.2

Прямі іноземні інвестиції (акціонерний капітал) в економіку України з інших країн

Країна – інвестор України	Обсяг прямих інвестицій в економіку України з інших країн на початок року, млн дол. США									
	1996 р.	2001 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.	2012 р.
Разом	896,9	3875,0	9047,0	16890,0	21607,3	29542,7	35616,4	40053,0	44806,0	49352,3
Кіпр	51,5	377,7	1101,4	1635,9	3187,5	5946,4	7646,2	9005,3	10044,9	12645,5
Німеччина	156,9	240,9	653,7	5503,7	5578,1	5918,3	6393,0	6601,9	7083,0	7386,4
Нідерланди	46,5	362,2	637,2	919,5	1533,8	2508,8	3197,4	3954,5	4683,3	4822,8
Російська Федерація	50,0	286,6	720,8	835,8	1002,1	1462,4	1847,2	2566,4	3403,2	3594,5
Австрія	16,4	124,5	361,1	1439,5	1633,8	2067,4	2443,8	2605,2	2731,4	3423,1
Велика Британія	53,9	312,0	955,4	1174,8	1563,4	1975,5	2249,8	2307,5	2287,1	2508,2
Франція	11,3	39,9	79,0	87,9	830,3	1044,8	1231,2	1630,8	2368,1	2230,7
Швеція	19,1	77,1	120,3	134,1	137,3	986,7	1262,8	1275,8	1710,6	1744,0
Вергинські острови	5,0	192,8	582,2	736,5	806,2	1066,7	1294,0	1342,7	1451,5	1607,0
США	183,3	639,5	1190,6	1387,4	1396,8	1430,1	1464,6	1309,1	1158,1	1043,1
Італія	19,2	72,2	103,1	117,4	132,9	150,0	914,2	982,0	980,6	965,9
Швейцарія	38,4	163,3	442,3	456,4	566,5	648,0	718,0	796,4	862,3	960,3
Польща	20,5	62,8	194,7	225,5	394,6	672,1	690,1	866,7	932,8	875,5
Угорщина	20,0	51,9	177,3	191,0	370,9	411,2	595,4	711,5	700,5	686,1
Люксембург	1,0	9,7	58,1	77,8	93,4	210,7	214,2	265,1	441,7	493,8
Інші	203,89	861,9	1669,8	1966,8	2379,7	3043,2	3454,5	3832,1	3966,9	4375,4

Інвестор завжди намагається порівняти очікуваний дохід на капітал з поточною нормою відсотка за позиками. Так, Дж. М. Кейнс скептично ставився до можливості визначення доходу від інвестиційного проекту в довгостроковій перспективі [134]. Прийняття інвестиційного рішення він більшою мірою пов'язував із психологічним станом інвестора, який визначається як впевненість у тому, що правила гри протягом усього інвестиційного періоду будуть постійні й зі збільшенням доходів він більше схиляється до заощадження і накопичення, ніж споживання. Іншими словами, в умовах невизначеності ринку інституціональна (психологічна) складова багато в чому визначає інвестиційну поведінку потенційного корпоративного інвестора. І все ж з позицій інвестора інвестування капіталу в корпорацію залежить від незмінності норми прибутку, одержуваного корпорацією тривалий період, і того, що норма прибутку не менша від ринкової ставки відсотка за позиками або дорівнює їй.

Із трьох ключових чинників вартості – повернення (віддачі) ROA , інвестицій I та середньозваженої вартості капіталу $WACC$ – саме ROA є дієвим і чутливим показником нарощування вартості корпорації. Він має природний економічний зміст: це показник ефективності та віддачі використання інвестицій корпорації, що зароджують потік грошових коштів. Оскільки корисним ефектом від інвестицій є вільний грошовий потік CF_i , для визначення ефективності інвестицій за певний період слід співвіднести CF_i із середніми значеннями виробничих активів (PAC), тоді ROA визначимо так:

$$ROA = \frac{CF}{PAC} = \frac{NOPLAT + D}{PAC}, \quad (4.3)$$

де PAC – середньорічні виробничі активи за первісною вартістю; $NOPLAT$ – нормалізований прибуток, скоригований на податок; D – амортизація (знос).

Якщо в період функціонування корпорації відбувається амортизація активів, їх середній період амортизації визначають за формулою

$$T = \frac{\overline{PAC}}{D}. \quad (4.4)$$

У такому разі з урахуванням періоду амортизації активів

$$ROA = ROPPA + \frac{1}{T}, \quad (4.5)$$

де

$$ROPPA = \frac{NOPLAT}{\overline{PAC}}. \quad (4.6)$$

Показник *ROPPA* (*Return On Profit Production Assets*) означає повернення від однієї одиниці виробничих активів \overline{PAC} інвестору операційного прибутку *NOPLAT*. Таким чином, *ROA* засвідчує внесок в ефективність двох чинників: операційного прибутку *NOPLAT* (показник *ROPPA*) і амортизації, не пов'язаної з операційною діяльністю корпорації.

Як відомо, вартість корпорації *EV* розраховують як майбутню нескінченну приведену вартість вільних грошових потоків:

$$EV = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (4.7)$$

де CF_i – вільний грошовий потік в *i*-му році;

r – середньозважена вартість капіталу *WACC*.

Достовірність розрахунку вартості корпорації залежить від точності оцінювання майбутніх вільних грошових потоків CF_i і періоду господарської діяльності корпорації, в якому створюється вартість *EV*.

В останньому випадку проблему оцінювання вартості зазначив В. Петті у праці «Трактат про податки і збори» (1662 р.) [219]. Займаючись податками і зборами в Англії та Ірландії, він поставив питання: скільки річних рент потрібно взяти, щоб визначити вартість ділянки землі. Нескінченність річних

рент його не влаштовувала. Він запропонував оригінальне розв'язання проблеми. Замість нескінченності взяти кількість років, яку можуть розраховувати прожити одночасно на оцінюваній ділянці землі три людини: одна – п'ятдесятирічна, друга – двадцятивосьмирічна, третя – семирічна, тобто батько, син і онук. Тоді сума послідовних річних рент (складова вартість ділянки землі) дорівнює природній одночасній тривалості життя цих трьох членів сім'ї. В Англії на той період ця тривалість становила 21 рік. Протягом цього періоду (20–30 років) за допомогою постійних річних рент створюватиметься вартість земельної ділянки. Це правило пропонується застосовувати й в інших випадках оцінювання багатства країни і надати йому силу закону.

У корпоративних фінансах період оцінювання кожна корпорація може вибрати самостійно. Головне, щоб при оцінюванні вартості було взято таку тривалість господарської життєдіяльності корпорації, протягом якої реалізуються її стратегічні інвестиційні проекти, оскільки така реалізація в кінцевому підсумку й визначить поточну вартість корпорації.

Оцінювати майбутні вільні грошові потоки CF_i рекомендується згідно з висновками і гіпотезами теорії перспектив Д. Канемана і А. Тверські, а також за кібернетичним підходом в управлінні складними об'єктами зі зворотним зв'язком. Звісно, у корпоративних фінансах ситуація багато в чому ускладнюється невизначеністю майбутнього грошового потоку. Проте теорія перспектив доходить висновку, що з огляду на поточний фінансовий стан корпорації інвестор очікує отримати результат у вигляді вільного грошового потоку, принаймні не гіршого від поточного фінансового становища. Знаючи про стабільний поточний фінансовий стан корпорації, інвестор припускає, що він збережеться й у майбутньому. За таких обставин він оптимістично оцінює бізнес і починає інвестувати. Спрямованість на кінцевий результат змушує його діяти з випередженням і самовпевненістю щодо віддачі вкладених коштів. Це може призвести до ефекту безпово-

ротності вкладених у корпорацію засобів, проте ініційований ним за допомогою інвестицій грошовий потік вже не зупинити. З технічних позицій до такого самого висновку дійшов і Н. Вінер.

Таким чином, щоб управляти вартістю корпорації в умовах невизначеності, висунемо гіпотезу, що прийнятний рівень вартості корпорації збережеться в майбутньому. Прийнятний у тому розумінні, що до початку інвестування з метою нарощення корпоративної вартості він влаштовує інвестора. У такому разі на основі висунутої гіпотези можна припустити, що в майбутньому періоді ($n = T$) збережеться на попередньому рівні не лише віддача від акумульованих інвестицій $ROPPA$, а й активи PAC_T . Якщо за звітний базовий період прийняти один рік (при цьому $I = 0$), корпорація періодично створюватиме зведені грошові потоки:

$$CF = ROPPA \cdot PAC_T. \quad (4.8)$$

Для того щоб зберегти в майбутньому постійні грошові потоки, необхідно періодично відновлювати активи PAC_T . Середньозважений термін амортизації активів PAC_T .

$$\delta = \left(\frac{D_{\Sigma PAC_T}}{PAC_T} \right) T, \quad (4.9)$$

де $D_{\Sigma PAC_T}$ – акумульована амортизація активів PAC_T за період T .

Отже, перше відновлення активів PAC_T відбудеться через δ років після завершення терміну амортизації. Згідно з висунутими припущеннями отримаємо майбутній ануїтет вільних грошових потоків, які складуть вартість корпорації EV_1 на кінець базового звітного періоду:

$$EV_1 = \frac{ROPPA \cdot PAC_T}{r} - \frac{1}{1-q} \frac{PAC_T}{(1+r)^\delta}, \quad (4.10)$$

де r – середньозважена ціна капіталу $WACC$;

$q = \frac{1}{(1+r)^\delta}$ – коефіцієнт ануїтету;

$T = PAC / D$ – термін амортизації середньорічних активів.

Перший член співвідношення (4.10) визначає приведену вартість вільних грошових потоків CF , другий – приведену вартість інвестицій, що забезпечують відновлення активів PAC_T кожні δ років.

Якщо тепер необхідно визначити вартість корпорації з урахуванням її вартості у звітному періоді $EV_0 = CF_0$, отримаємо таке співвідношення для вираження вартості корпорації EV :

$$EV = EV_0 + EV_1 = CF_0 + \frac{ROPPA \cdot PAC_T}{r} - \frac{1}{1-q} \frac{PAC_T}{(1+r)^\delta}, \quad (4.11)$$

де $EV_0 = CF_0 = TM$ – вартість корпорації у звітному (термінальному) періоді, визначена вільним грошовим потоком звітного періоду CF_0 .

Таким чином, отримано просте кількісне вираження вартості корпорації, якщо передбачається, що ефективність інвестицій $ROPPA$, а також обсяг акумульованих інвестицій не зміняться.

З формули (4.11) випливає, що підвищення вартості залежить від управління інвестиційним процесом I , спрямованим на постійне оновлення, технічне переозброєння та модернізацію виробництва товарів і послуг у корпорації.

Результати моделювання інвестиційної поведінки засвідчили, що прийнятного інвестиційного рішення можна досягти завжди, незважаючи на умовності й обмеження розглянутої ситуації.

У середньому знос за галузями промисловості становить майже 80% (табл. 4.3).

Таблиця 4.3

**Ступінь зносу основних засобів
за видами економічної діяльності**

Вид економічної діяльності	Знос основних засобів за роками										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Разом	43,7	45,0	47,2	48,0	49,3	49,0	51,5	52,6	61,2	60,0	74,9
Сільське господарство	47,3	49,6	49,3	50,4	51,1	52,2	48,2	46,2	45,7	39,6	40,8
Промисловість	48,8	51,9	54,5	56,4	58,3	57,9	58,6	59,0	58,0	61,8	63,0
Добувна промисловість	41,8	44,4	45,5	49,1	49,6	49,6	49,9	49,8	52,9	46,1	47,8
Переробна промисловість	52,0	55,1	55,4	55,8	59,3	59,2	60,0	59,7	57,3	64,9	66,8
Діяльність транспорту та зв'язку	50,5	50,2	49,8	49,0	49,9	48,5	60,4	66,9	82,4	83,9	94,4
Виробництво та розподіл електроенергії, газу та води	46,6	50,5	58,7	62,0	62,0	60,6	60,9	62,2	62,0	62,2	60,7

Проте однією з умов виходу з кризи є заміщення капіталу. Заміщення капіталу викличе масовий інвестиційний попит, що підштовхне економіку до зростання.

Економетричне моделювання інвестиційної поведінки, джерело інвестиційного попиту із суто математичних позицій лежать на поверхні. Розглянемо мультиплікатор Дж. М. Кейнса:

$$\Delta Y = \alpha \Delta I. \quad (4.12)$$

Проте валові інвестиції I дорівнюють сумі чистих інвестицій та інвестицій, що спрямовуються на заміщення основного капіталу, тобто формула мультиплікатора набирає вигляду

$$\Delta Y = \alpha \Delta (I^N + I^R) \geq \alpha_1 \Delta I^N + \alpha_2 \Delta I^R. \quad (4.13)$$

З огляду на синергетичні властивості економічної системи логічно припустити, що загальний мультиплікатор α перевищує суму приватних мультиплікаторів чистих інвестицій та інвестицій на відшкодування основного капіталу або дорівнює їй: $\alpha \geq \alpha_1 + \alpha_2$.

Отже, найпростіший спосіб, що не потребує пошуку додаткових коштів для зростання економіки – це постійне заміщення основного капіталу, тобто акцент переміщується на компонент. З формули (4.13) випливає, що зростання економіки загалом забезпечується тільки процесом заміщення застарілого з позицій інновацій основного капіталу.

З економічних позицій заміщення зароджує інвестиційний попит, а приріст основного капіталу зумовлений інвестиційною пропозицією. Проте якщо відбувається заміна первісного обладнання через моральне старіння або поломки, це вже процес заміщення (кількість обладнання не змінюється) та інвестицій, що відшкодовують витрати основного капіталу.

Інвестиційний попит на капітальне обладнання дасть поштовх до попиту на комплектуючі вироби, що, у свою чергу, зумовить попит спочатку на супутні матеріали, а потім на необхідну сировину, що може мати нові вимоги до капітального устаткування – і так усе піде по новому інвестиційному колу. Отже, це підвищує вартість корпорації, оскільки інвестиції – ключовий її чинник.

Приріст вибуття основного капіталу економічно означає початок технічного переозброєння, оновлення і заміщення парку основного капіталу. Це буде імпульс, початок хвилі

оновлення, що передбачає кругообіг усіх пов'язаних з цим процесом галузей економіки.

Таке оновлення насамперед дасть поштовх до зростання машинобудівного комплексу, пізніше – видобувних галузей і зумовить зростання їх виробництва.

Процес заміщення може сприяти зростанню і розквіту економіки. І фінансові кошти на цей інвестиційний процес корпорації завжди мають.

Фінансовим джерелом приросту основного капіталу є чистий прибуток корпорацій, джерелом заміщення основних засобів – амортизаційні відрахування.

Устаткування морально старіє швидше, ніж завершується термін його корисного використання і виробник не завжди встигає перенести вартість обладнання на витрати. Цього можна домогтися тільки підвищенням норми амортизації за термін корисного використання устаткування. Основна ідея полягає у пришвидшенні обороту основного капіталу. Це необхідно, щоб інфляція не знецінила інвестиційних накопичень.

Прискорена амортизація створить умови для нагромадження коштів, необхідних для своєчасного заміщення і відновлення основного капіталу. У такому разі на рахунках корпорації кошти нагромадяться внаслідок скорочення оподаткованої бази і корпорація стане інвестиційно привабливою для бізнесу.

Отже, корпорації необхідно змінювати старе обладнання тоді, коли на рахунках нагромаджено кошти для його відшкодування. Роль держави у стимулюванні заміщення основного капіталу дуже важлива. Держава може постійно підштовхувати корпорації та домашні господарства до оновлення майна, вводячи податкові пільги, рекламуючи нові товари, дозволяючи застосовувати різні способи прискореної амортизації, створюючи фірми з утилізації старого обладнання. Усі ці заходи спрямовані на посилення інвестиційної активності та технічне переозброєння основного капіталу і завжди еко-

номічно доцільно для корпорації, а відповідно для економіки країни загалом.

Розвиток діяльності корпорації, підвищення її економічного потенціалу, досягнення високого конкурентного статусу значною мірою визначаються ефективністю реалізовуваних нею інвестиційних програм, що є складовою плану її стратегічного розвитку [208].

Необґрунтовані інвестиційні рішення можуть створити для корпорації додаткові проблеми, пов'язані зі значними витратами та збитками. Під цим оглядом постає завдання оптимізації інвестиційного портфеля.

Інвестиційна діяльність певною мірою властива будь-якій корпорації. Основою інвестиційної діяльності є реальне інвестування. Нині для більшості корпорацій інвестування – єдиний напрям інвестиційної діяльності. Цілі та напрями, що зумовлюють необхідність в інвестиціях, можуть бути різними, але загалом їх можна поділити на такі основні групи: оновлення матеріально-технічної бази; збільшення обсягів виробничої діяльності; освоєння нових видів діяльності.

Ступінь відповідальності за прийняття інвестиційного проекту в межах певного напрямку різний. Так, щодо заміщення і оновлення наявних виробничих потужностей рішення прийняти легко, тому що керівництво корпорації знає, який обсяг нових основних ресурсів необхідний та з якими характеристиками. Завдання ускладнюється при збільшенні обсягів виробничої діяльності, оскільки в цьому разі необхідно враховувати низку нових чинників: можливість зміни положення корпорації на ринку товарів, залучення додаткових матеріальних, трудових та фінансових ресурсів, можливість освоєння нових товарів. Освоєння нових видів діяльності – доволі складний напрям. Приймати рішення в такому разі набагато складніше.

Аналіз інвестиційних проектів на практиці коштує доволі дорого, проте пов'язані з ним витрати можна значно зменшити через специфіку напрямку, вартості, технологічності та

багатьох інших особливостей запропонованих інвестиційних проектів. Відповідно до цих особливостей, що формують класифікаційні ознаки інвестицій, інвестиційні проекти найчастіше розробляють за такими напрямками.

Заміна обладнання з метою збереження існуючого виду діяльності. Інвестиції в цьому напрямі необхідні для заміщення зношеного обладнання чи такого, що вийшло з ладу, за збереження існуючих обсягів діяльності.

Заміна обладнання з метою скорочення витрат виробництва. Ці інвестиції необхідні для заміни діючого та застарілого обладнання. Мета цього – зменшити перемінну частину витрат підприємства.

Поширення існуючої діяльності та ринків. Ці інвестиції спрямовують на розширення та вдосконалення збутової мережі.

Розширення обсягів діяльності шляхом освоєння нової продукції чи нових ринків, асортиментної структури продажу та пропонованих послуг. Інвестиційні проекти цієї категорії передбачають стратегічні рішення, здатні змінити фундаментальну базу бізнесу і, як правило, потребують великих витрат протягом тривалого періоду.

Забезпечення норм екологічної безпеки та збереження зовнішнього середовища. Такі інвестиції необхідні для виконання законодавчих вимог, державних замовлень, політики страхування. Ці витрати називають обов'язковими або вимушеними інвестиціями.

Інші інвестиційні проекти. Це можуть бути інвестиції в офісне обладнання, місця зупинок транспорту. Обсяг таких інвестицій варіюється для різних підприємств. Загалом обґрунтування проектів першої та п'ятої категорій зазвичай складається з простих процедур аналізу. Для проектів інших типів потрібні ґрунтовніші дослідження.

Однією з найважливіших категорій реальних інвестицій для корпорацій України є інвестиції в основні засоби, що мають на меті зменшити витрати виробництва та збільшити доходи та прибуток.

Формування оптимальної інвестиційної програми корпорації (інвестиційного портфеля) – складний багатоетапний процес, в якому повинні бути інтегровані оцінки інвестиційних та фінансових можливостей.

Стратегічні цілі інвестування, на досягнення яких повинна спрямовуватись програма, є частиною загальної економічної стратегії підприємства.

Управлінські рішення щодо реальних інвестицій мають фундаментальну значущість, тому що, по-перше, результати цих рішень визначають організаційно-технічний та економічний рівні підприємства на кілька наступних років, по-друге, для їх реалізації відволікаються значні фінансові ресурси [239]. Таким чином, непідтверджені інвестиційні рішення можуть спричинити додаткові витрати корпорації, тобто призвести до значних витрат та збитків, а у критичних випадках – до банкрутства.

Питанню формування ефективної інвестиційної програми корпорацій присвячено небагато досліджень вітчизняних науковців [27; 28]. Базовими є дослідження зарубіжних науковців.

Традиційний підхід до формування інвестиційної програми складається зі скринінгового та преферентивного аналізів. На нашу думку, доцільно зробити деякі зауваження щодо використання класичної моделі, саме тому пропонуємо вирізняти чотири етапи формування програми реальних інвестицій: попередній аналіз; скринінговий аналіз; преферентивний аналіз; аналіз відповідності програми цільовим показникам розвитку.

Етап попереднього аналізу включає перетворення множини альтернативних і незалежних проектів на множину виключно незалежних. Це перетворення відбувається на основі відомої процедури оцінювання ефективності інвестиційних проектів. Потрібно також здійснити узагальнене оцінювання взаємопов'язаних проектів для перетворення їх на незалежні. Після цього слід піддати експертизі окремі проекти для вибору виключно ефективних. Останні дії попереднього

аналізу – сформувані інвестиційні потреби окремих проектів за загальновідомою схемою.

На етапі встановлення основного критерію проекту для скринінгового аналізу доцільно використовувати внутрішню норму дохідності. Запропонований методичний підхід І.А. Бланка [27] передбачає прийняття чистого приведенного доходу або внутрішньої норми дохідності як основний критерій відбору проектів в інвестиційну програму, але цим критерієм повинна бути тільки внутрішня норма дохідності на тих засадах, що максимальний чистий приведений дохід не завжди гарантує збільшення відносного показника прибутковості, яким є внутрішня норма дохідності або індекс рентабельності. Разом з тим практично неможливо вмотивовано встановити стандартне значення чистого приведенного доходу, що робить недостатньо достовірним вибирання проектів. Таким чином, внутрішня норма дохідності є бар'єрним показником, використання якого дає змогу приймати тільки проекти, які насправді поліпшують фінансове становище підприємства.

Скринінговий аналіз є другим етапом процесу прийняття інвестиційних рішень, у результаті якого формується сукупність прийнятних інвестиційних альтернатив, які конкурують між собою, без урахування фінансових або операційних обмежень. Таким чином, на етапі скринінгу розглядають проекти-претенденти.

На етапі скринінгового аналізу можуть бути відкинуті проекти, що не задовольняють систему скринінгових стандартів. Таким стандартом доцільно вибрати вартість власного капіталу. Для оцінювання власного капіталу корпорації пропонується використовувати кілька моделей.

Модель дивідендної віддачі:

$$BK = (D_1 / PBA) \cdot 100\%, \quad (4.14)$$

де BK – вартість капіталу проекту;

D_1 – дивіденд на одну акцію;

PBA – ринкова вартість акцій.

Модель зростання дивідендів, що прогнозується:

$$BK = (D_1 / PBA) \cdot 100\% + \Delta D, \quad (4.15)$$

де ΔD – щорічний приріст ставки дивідендів, %.

Модель прибутку на акцію:

$$BK = (\Pi_q^1 / PBA) \cdot 100\%, \quad (4.16)$$

де Π_q^1 – чистий прибуток на одну акцію.

Модель рентабельності власного капіталу:

$$BK = R_{BK} = (\Pi_q / BBK) \cdot 100\%, \quad (4.17)$$

де R_{BK} – рентабельність власного капіталу, %;

Π_q – маса чистого прибутку;

BBK – вартість власного капіталу.

Також можна використовувати агреговану вартість за використання комбінованої системи фінансування та умови, що $BK = \text{const}$ для всіх проектів.

Після скринінгового аналізу залишаються проекти, для яких $IRR \geq BK$. Тільки такі проекти беруть участь у формуванні оптимальної інвестиційної програми.

Преферентивний аналіз є наступним етапом методики формування оптимальної інвестиційної програми; він потрібен для того, щоб пов'язати інвестиційні, фінансові та операційні можливості.

На етапі вибору критерію оптимізації постає питання, який з показників вибрати і чому. Проаналізувавши розрахунки за кожним показником, доходимо висновку, що за однакової вартості капіталу критерієм можна взяти будь-який з наведених показників. Водночас доцільно вибрати таким критерієм чистий приведений дохід, тому що цей показник відображає абсолютний дохід власників і саме тому досконаліший з позицій фінансового менеджменту – його основної мети.

Наступний етап – аналіз ризиковості проектів, що можуть увійти до портфеля. До ризиків реального інвестування належать ризики несвоєчасної підготовки проекту; несвоєчасного завершення проектно-конструкторських робіт; несвоєчасного завершення будівельно-монтажних робіт; несвоєчасного відкриття фінансування з інвестиційного проекту; втрати інвестиційної привабливості інвестиційним проектом у зв'язку з можливою втратою його ефективності.

Усі ризики реального інвестування пов'язані із втратою капіталу, тому їх слід зарахувати до найзагрозливіших фінансових ризиків.

Для мінімізації втрати капіталу, пов'язаної з ризиками реального інвестування, доцільно в розрахунках економічної вигідності портфеля враховувати премію за ризик.

Для визначення ризику вкладання коштів у проекти підприємства пропонуємо використовувати такий метод оцінювання ризику реального інвестування.

Вид ризику	Премія за ризик, %
Несвоєчасна підготовка проекту	1–2
Несвоєчасне завершення проектно-конструкторських робіт	0,5–1,5
Несвоєчасне завершення будівельно-монтажних робіт	0,5–1,5
Несвоєчасне відкриття фінансування за інвестиційним проектом	2–3
Втрати інвестиційної привабливості інвестиційного проекту через можливу втрату його ефективності	1–3

Коефіцієнт, що враховує ступінь ризику вкладання коштів в інвестиційні проекти підприємства, можна визначити за формулою

$$K_{p,i} = 1 - \sum_{i=1}^n PR_i / 100\%, \quad (4.18)$$

де n – кількість видів ризику;

PR_i – премія за ризик i -го виду.

У результаті преферентивних (переважальних) рішень, прийняття яких повинно базуватися на ґрунтовних дослідженнях, остаточно формується інвестиційна програма, спрямована на досягнення цілей стратегічного планування.

На останньому етапі – аналіз відповідності програми цільовим показникам розвитку – прогнозують вплив інвестиційної програми на результати діяльності та показники акціонерного капіталу. Цей етап можна описати абсолютним та відносним збільшенням показників прибутковості: загального або чистого прибутку

$$\Delta\Pi = \sum_{i=1}^n \Delta\Pi \times K_{p.i} ; \quad (4.19)$$

рентабельності власного капіталу

$$R_{\text{в.к}}^{\text{п}} = \frac{\Pi_{\text{д}} + \Delta\Pi}{\text{ВК}_{\text{д}} + \Delta\text{ВК}} K_{p.i} \cdot 100\%. \quad (4.20)$$

Таким чином, розв’язуючи завдання поєднання інвестиційних, фінансових та операційних можливостей і оптимізуючи програму реальних інвестицій, корпорація забезпечує мінімізацію інвестиційних ризиків, максимізацію прибутку, досягнення фінансової стійкості та платоспроможності, ефективний інвестиційний режим, що сприяє її економічному розвитку.

4.3. Пріоритети розвитку вітчизняного фондового ринку

При вирішенні питань підвищення ефективності діяльності корпорацій та залучення інвестицій в економіку України важливу роль відіграють фінансовий сектор та фондовий ринок країни.

Кризю ліквідності, що спровокувала дефіцит грошових ресурсів, можна подолати за допомогою різних фінансових інструментів, що обертаються на ринку цінних паперів. Розвинений ефективний ринок дає можливість інвесторам змен-

шити значну частку ризику; він може також характеризуватися високим рівнем адекватності ринкової вартості активів та її близькістю до справедливої, тобто справжньої, вартості.

В умовах рецесії попит на продукцію корпорацій знижується, що позначається на ринковій ціні акцій і капіталізації корпорації. Стан цін на ринку відображає настрій інвесторів. Зниження попиту провокує зменшення заробітної плати і скорочення працівників, зниження ціни продукції, що випускається. У таких умовах учасники ринку прагнуть зафіксувати прибуток або збиток і вкласти кошти в низькоризикові активи. Найчастіше очікування подальшої негативної тенденції спричиняє стрімке зниження цін на акції корпорацій, учасники ринку здійсненими продажами знижують ціни понад їх справедливе значення.

Така сама ситуація й на вітчизняному фондовому ринку. Багато в чому це пояснюється структурою його учасників. Специфіка фондового ринку України така, що основну частку його учасників становлять спекулянти, що прагнуть увійти на ринок з максимально низькою ціною, а вийти – з максимально високою ціною, зафіксувавши за короткий період зароблений прибуток.

Уся історія формування вітчизняного фондового ринку демонструє негативне ставлення до нього інвестора з великими грошима і тривалим терміном інвестування. Навіть у періоди зростання протягом кількох років на ринку в основному були присутні короткострокові інвестори зі спекулятивними стратегіями. Це завжди було проблемою вітчизняного ринку, незважаючи на зростання індексів та обсягів торгівлі. Така ситуація робить ринок слабким, нестійким, він миттєво реагує на несприятливі тенденції. Криза 2008 року це підтвердила.

Ситуація загострилася також за рахунок того, що дуже велика частина спекулятивних учасників – це іноземні спекулянти. Коли проблема іпотечних боргів у США призвела до падіння цього ринку, тенденції відходу від практики перекредитування і спричинила кризу ліквідності, іноземні інвестори

поспіхом почали позбуватися зарубіжних активів, які мали з метою покриття заборгованості всередині власної країни. Продажі вітчизняних цінних паперів спричинили стрімке зниження фондових індексів, водночас вивільнені гроші було спрямовано на купівлю необхідних доларів. Дефіцит доларової маси спровокував стрімке зростання валюти США, а знецінені вітчизняні активи сприяли такій тенденції.

Незважаючи на несприятливу зовнішню кон'юнктуру, фондовий ринок у 2012 р. продемонстрував позитивну динаміку; більшість показників його діяльності прогнозовані та очікувані. Так, обсяг торгів на ринку цінних паперів збільшився в 1,5 раза порівняно з 2011 р. і становив 2171,1 млрд грн, перевищивши обсяг ВВП країни на 854,5 млрд грн (рис. 4.4). Це свідчить про розвиток економіки держави загалом та фондового ринку зокрема, а також швидкі темпи цього поступу.

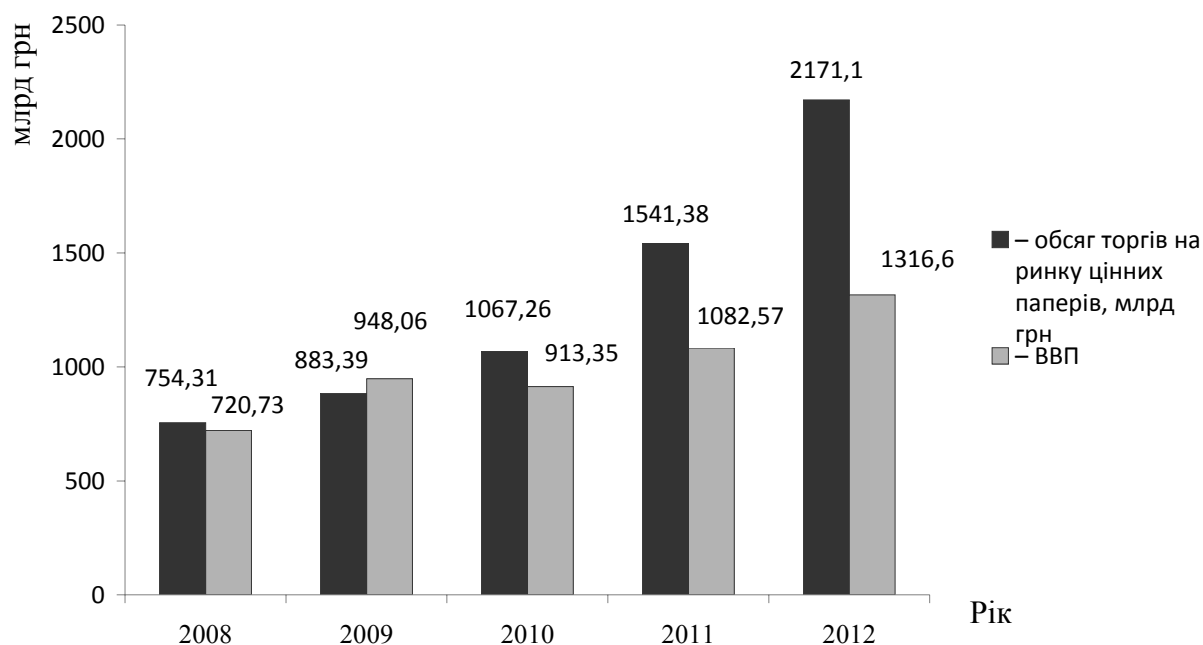


Рис. 4.4. Порівняльні дані обсягів торгів на ринку цінних паперів та ВВП у 2008–2012 рр.

Капіталізація лістингових компаній фондового ринку на кінець 2012 р. становила 179,86 млрд грн, що майже на 5% перевищило показник 2011 р. Це свідчить про підвищення

вартісної оцінки компаній, акції яких пройшли процедуру лістингу та занесені до біржового реєстру організаторів торгівлі.

Загальний обсяг випуску емісійних цінних паперів, зареєстрованих у звітному році, так само значно збільшився і на початок 2012 р. становив 1014,78 млрд грн, що майже на 200 млрд грн перевищив цей показник наприкінці 2011 р.

Разом з тим основне завдання ринку цінних паперів полягає насамперед у забезпеченні умов для залучення інвестицій. Відрадно, що й цей показник у 2012 р. продемонстрував позитивну динаміку. Так, обсяг залучених інвестицій в економіку України за допомогою інструментів фондового ринку у 2012 р. становив 173,37 млрд грн, що майже вдвічі перевищив цей показник у 2011 р. (рис. 4.5).

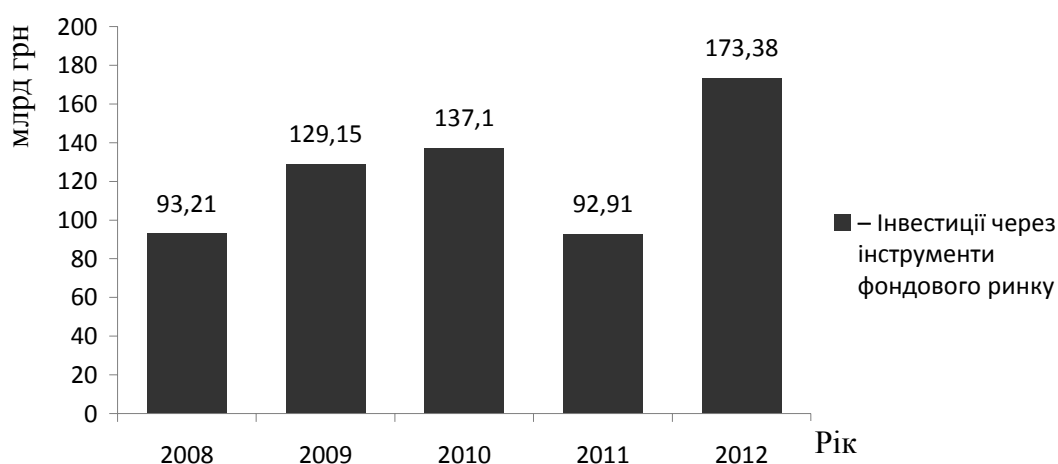


Рис. 4.5. Залучення інвестицій в економіку України за допомогою інструментів фондового ринку у 2008–2012 рр.

Зазначене свідчить про підвищення ролі фондового ринку у фінансовій системі країни загалом.

Два роки поспіль вітчизняний фондовий ринок характеризувався доволі високою активністю біржового сегменту, про що свідчать капіталізація лістингових компаній та обсяг біржової торгівлі цінними паперами. Так, капіталізація лістингових компаній фондового ринку на початку 2012 р. становила 179,86 млрд грн, що більше на 4,72% порівняно з цим показником на початку 2011 р. (171,76 млрд грн). Збіль-

шення капіталізації свідчить про підвищення вартісної оцінки компаній, акції яких пройшли процедуру лістингу та занесені до біржового реєстру організаторів торгівлі.

Такий показник, як співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, на початку 2012 р. становив 13,66%, тоді як на початку 2011 р. – 15,87%, 2010 р. – 12,64%, 2009 р. – 9,02%. У 2012 р. рівень капіталізації помірно підвищувався, що насамперед пов'язано зі збільшенням кількості цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу. Проте порівняно з капіталізацією лістингових компаній ВВП у 2012 р. зростало швидшими темпами.

За результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами у 2012 р. становив 235,44 млрд грн, що майже вдвічі перевищив (на 104,15 млрд грн) цей показник у 2011 р. (131,29 млрд грн) (рис. 4.6).

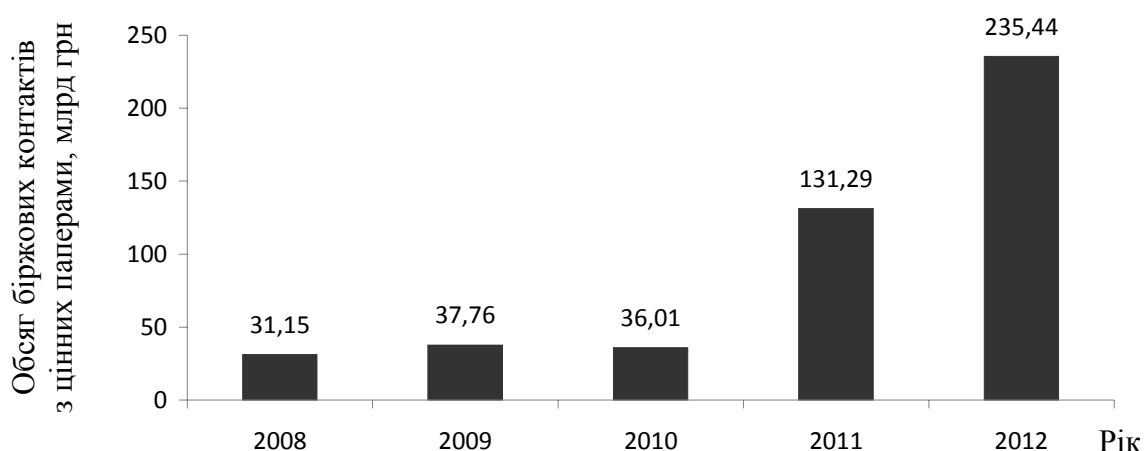


Рис. 4.6. Обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі у 2008–2012 рр.

Висока активність на біржовому ринку у 2011–2012 рр. зумовила збільшення організованого фондового ринку, частка якого становила відповідно 10,74 та 13,16% обсягу всіх операцій з цінними паперами на ринку цінних паперів України (рис. 4.7).

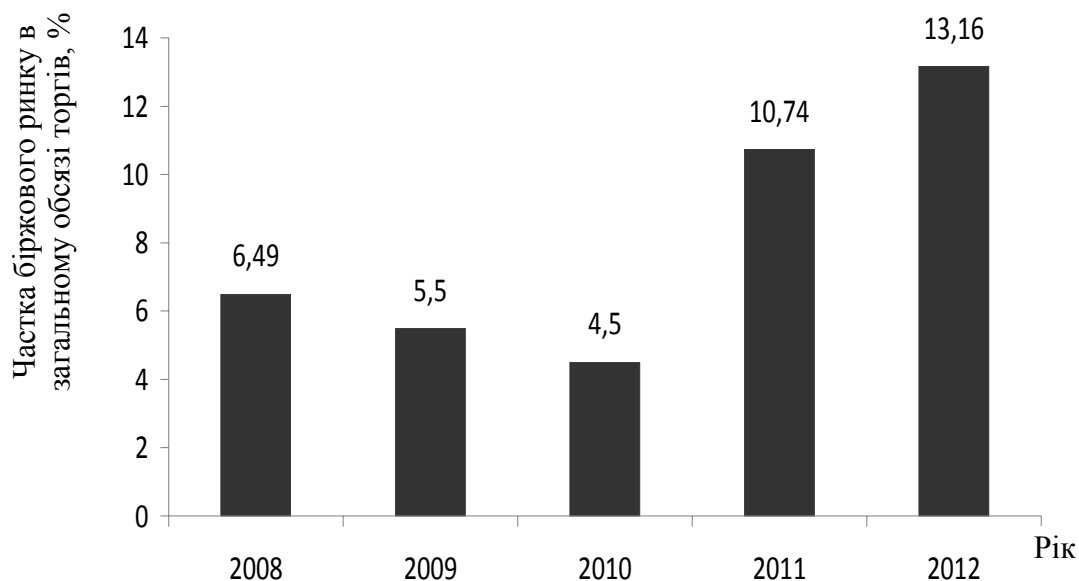


Рис. 4.7. Частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів у 2008–2012 рр.

Свідченням динамічного розвитку біржового фондового ринку є також поява нових фінансових інструментів торгівлі. Так, після відкриття на Українській біржі секції строкового ринку обсяг контрактів за деривативами значно збільшився (з 3,59 млрд грн у 2011 р. до 23,58 млрд грн у 2012 р.).

Збільшення показників строкового ринку свідчить про використання інвесторами можливостей хеджування ризиків за допомогою цих фінансових інструментів.

Загальна вартість активів інститутів спільного інвестування у 2012 р. підвищилась на 20,54% (1,8 млрд грн) і наприкінці року становила 10,56 млрд грн, що свідчить про посилення інтересу та довіри до механізмів інститутів спільного інвестування.

Загальна вартість активів НПФ у 2012 р. підвищилась на 22,12% і наприкінці року становила 1,38 млрд грн.

Підвищення вартості активів НПФ за останні два роки свідчить про підвищення інтересу до послуг недержавних пенсійних фондів та підготовки до другого рівня пенсійної реформи.

Поступове збільшення загального обсягу випуску емісійних цінних паперів є відображенням намірів вітчизняних підприємств щодо збільшення капіталізації та посилення інтересу щодо залучення інвестицій за допомогою цінних паперів. Так, у 2012 р. цей показник значно збільшився і на початку 2013 р. загальний обсяг усіх зареєстрованих регулятором випусків цінних паперів становив 1014,78 млрд грн (рис. 4.8).

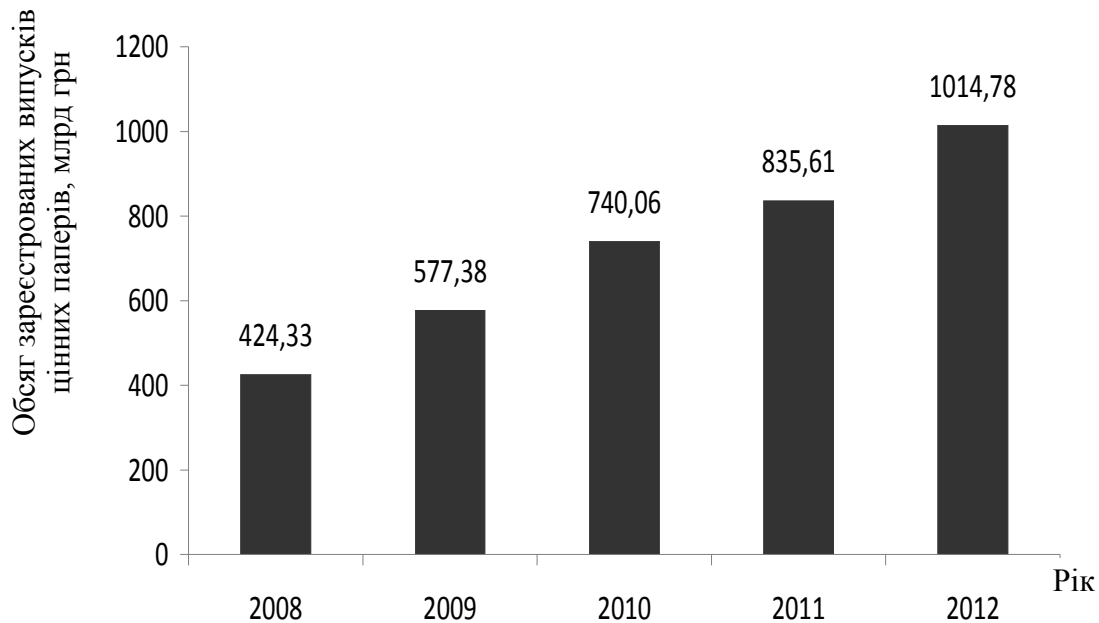


Рис. 4.8. Динаміка обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів (наростаючим підсумком)

Слід зауважити, що у 2012 р. зареєстровано випуски емісійних цінних паперів на суму 179,17 млрд грн (рис. 4.9), у тому числі:

- акцій – 58,16 млрд грн;
- облігацій підприємств – 35,91 млрд грн;
- облігацій місцевої позики – 584,50 млн грн;
- опціонів – 3,44 млн грн;
- інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів – 75,75 млрд грн;
- акцій корпоративних інвестиційних фондів – 8,77 млрд грн.

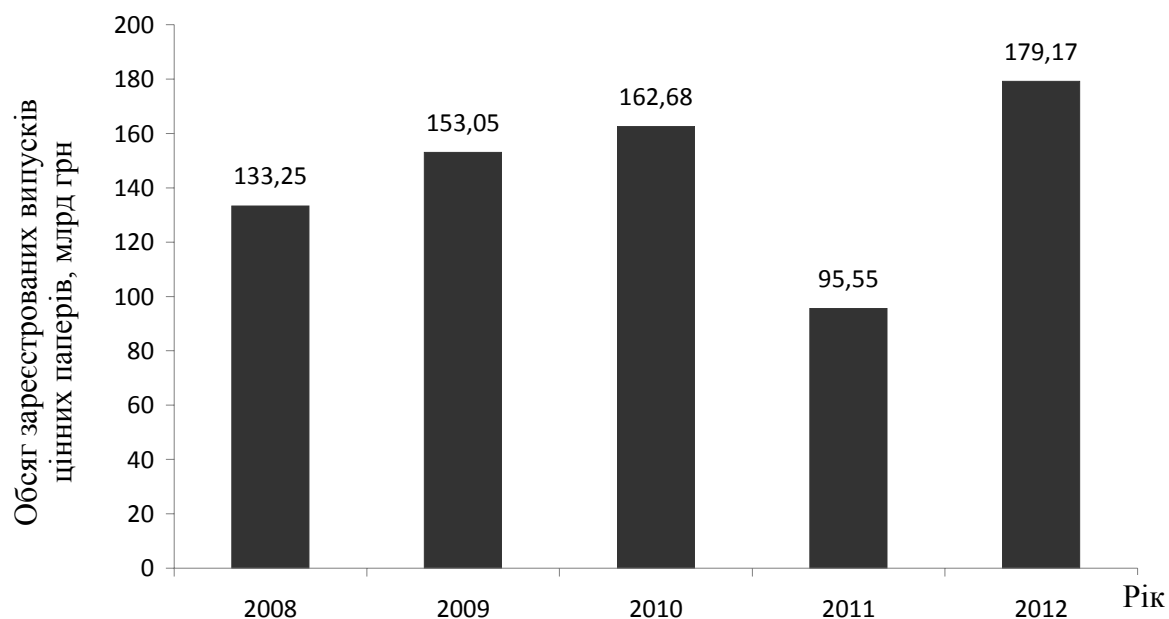


Рис. 4.9. Обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів у 2008–2012 рр.

Що ж до фінансових інструментів, у 2012 р. найбільшу частку в загальному обсязі зареєстрованих випусків емісійних цінних паперів становили цінні папери ІСІ (47,17%) та акції (32,46%) (рис. 4.10).

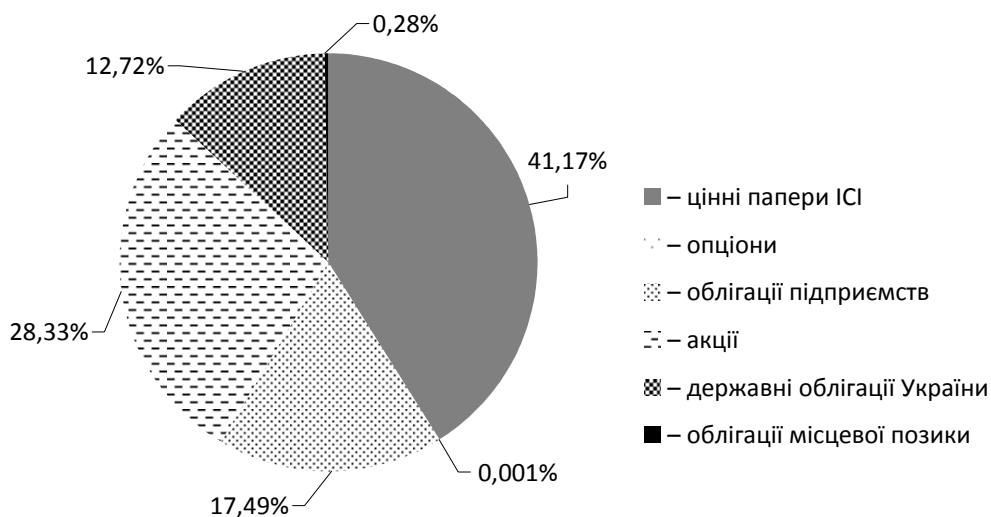


Рис. 4.10. Структура емісій цінних паперів у 2012 р., %

Останніми роками триває доволі динамічний розвиток фондового ринку та приріст обсягів зареєстрованих випусків акцій. Так, на початку 2012 р. було зареєстровано випусків акцій на загальну суму 491,9 млрд грн (рис. 4.11).

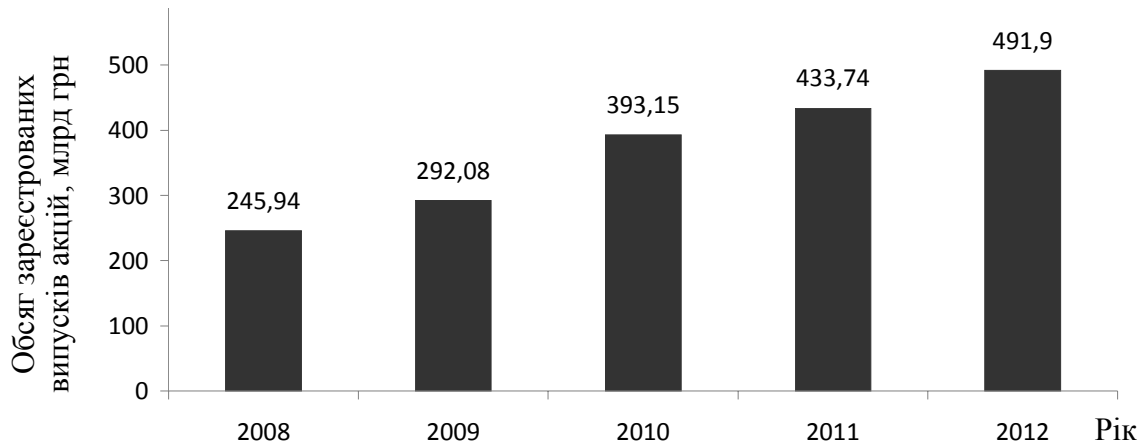


Рис. 4.11. Динаміка обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2008–2012 рр. (наростаючим підсумком), станом на 01.01

Водночас у 2012 р. регулятор зареєстрував 2513 випусків акцій на суму 58,16 млрд грн, що порівняно з 2011 р. більше на 17,57 млрд грн (43,28%) (рис. 4.12).

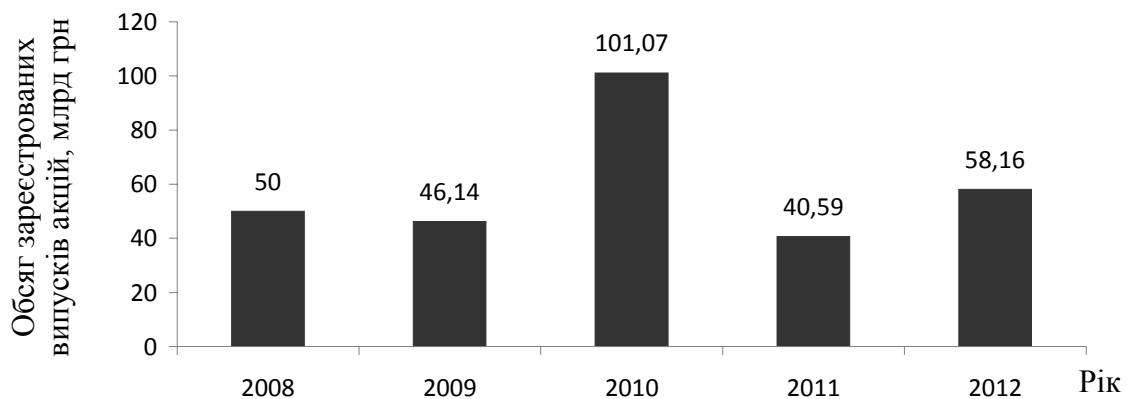


Рис. 4.12. Обсяги зареєстрованих випусків акцій у 2008–2012 рр.

Зазначене свідчить про активізацію інвестиційної діяльності підприємств.

Характерно, що найбільшу частку серед загального обсягу зареєстрованих випусків акцій становили емісії з реально за-

лученими коштами (у 2012 р. цей показник становив 90,20%, або 52,46 млрд грн). Водночас частка емісій акцій, зареєстрованих при приватизації та корпоратизації, залишається доволі значною і становить 7,89% (або 4,59 млрд грн) загального обсягу зареєстрованих випусків акцій у 2012 р. Емісії з інших підстав (при реорганізації, за рішенням суду) були зареєстровані на суму 1,11 млрд грн, або 1,91% загального обсягу.

Найбільший обсяг зареєстрованих випусків акцій зафіксовано у другому кварталі 2011 р. (18,90 млрд грн) (рис. 4.13).

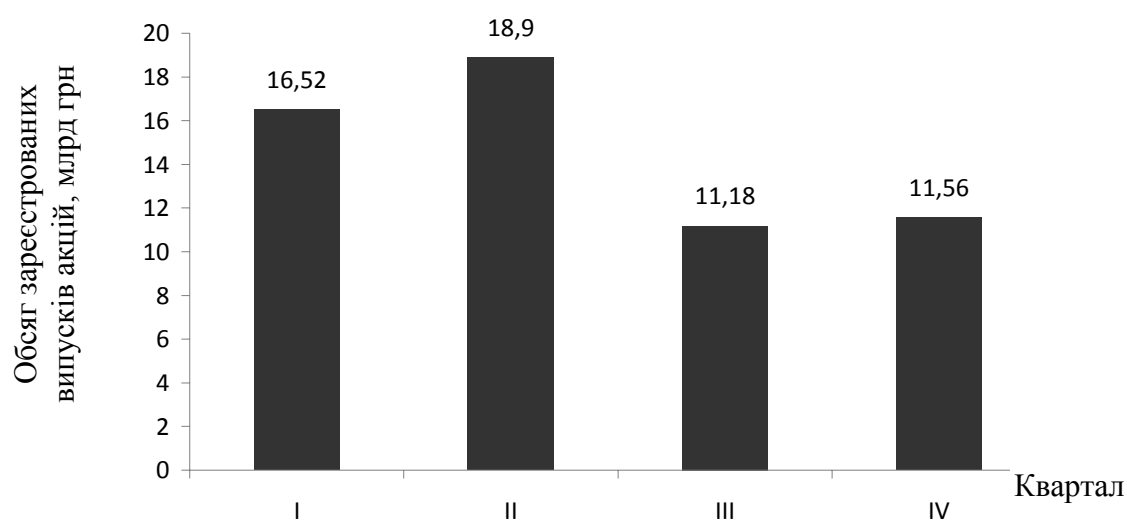


Рис. 4.13. Обсяги зареєстрованих випусків акцій у 2011 р.

Найбільші обсяги зареєстрованих випусків акцій належали емітентам, до основних видів економічної діяльності яких входили фінансова (38,26 млрд грн, або 65,77% загального обсягу); операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям (13,34 млрд грн, або 22,93% загального обсягу); переробна промисловість (2,07 млрд грн, або 3,56% загального обсягу).

Оцінюючи обсяги реєстрації емісій, зауважимо, що на початок 2012 р. найбільшими були обсяги випусків акцій комерційними банками – 36,04 млрд грн та підприємствами (публічними акціонерними товариствами) – 18,84 млрд грн (рис. 4.14).

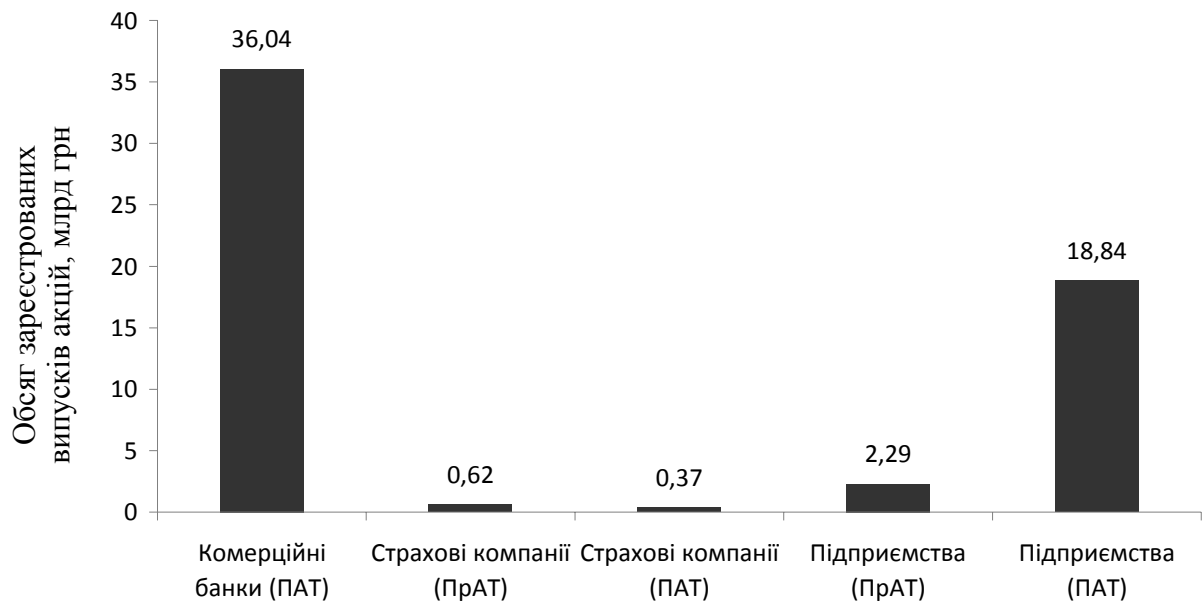


Рис. 4.14. Обсяги зареєстрованих випусків акцій на початок 2012 р. (за видами емітентів цінних паперів)

За результатами дослідження проблем вітчизняної економіки та фондового ринку можна визначити пріоритетні напрями подальшого розвитку.

У цьому зв'язку актуальним є відхід від сформованої однополярної системи світової економіки. Звісно, в умовах рецесії складно реалізувати плани зі створення в Україні нового фінансового центру, проте при цьому необхідно розуміти, що створились додаткові умови для такого процесу. Світове співтовариство отримало не лише пропозиції щодо формування такого центру, а й підтвердження необхідності подальших рухів у цьому напрямі. Створення такого фінансового центру сприятиме диверсифікації фінансових розрахунків усього світового простору.

Сформована ситуація повинна бути використана максимально ефективно для завоювання стійких позицій у глобальному економічному просторі. Всередині країни це завдання потрібно розв'язувати шляхом визначення пріоритетів розвитку. Тривалий час зазначалося про розвиток підприємництва та малого бізнесу у країні. Проте належного результату

допоки не отримано. Необхідно здійснити ретельний аналіз, акцентувавши увагу на найпроблемніших аспектах і почати реалізацію планів з посилення ролі малого бізнесу в економіці та збільшення його частки у ВВП країни.

Зниження цін на сировину та будівельні матеріали повинно спонукати до реалізації значних інфраструктурних проектів, у тому числі за участю представників малого бізнесу. Напрямок грошової маси не лише для підтримання заданого курсу гривні, а й безпосередньо в економіку надасть суттєво більший ефект у подальшому, тому що сприятиме збереженню існуючих робочих місць, забезпечить стабільні замовлення та підвищить конкурентоспроможність країни в умовах післякризових реалій.

Кризові явища в економіці покликані також стати механізмом санації. В умовах загального економічного піднесення багато компаній безконтрольно збільшували не лише заробітну плату працівників, а й чисельність працівників. Цьому сприяло підвищення цін на продукцію, що випускається. Увагу менеджерів було переключено з мінімізації виробничих витрат на збільшення доходів шляхом збільшення обсягів продажу, що базувалось на підвищенні попиту. Низка корпорацій перестала оцінювати ризики, пов'язані зі зниженням попиту, оскільки вони вважали, що зростання попиту триватиме й у подальшому.

Доступність кредитних ресурсів і підвищення цін сприяли тому, що багато учасників ринку почали реалізовувати інвестиційні проекти тільки за рахунок позикових коштів, оскільки створені умови надавали можливість розраховуватись з узятими кредитами і при цьому ще отримувати більший прибуток. Криза змусила багатьох згадати, що потрібно більше уваги приділяти ризикам інвестиційного проекту. Особливу увагу при оцінюванні ефективності проектів слід приділяти не лише фінансовим показникам підприємства, а й макроаналізу ринку загалом.

Реалізація державних програм повинна супроводжуватися реальною конкуренцією підприємств, готових до їх ви-

конання. На вітчизняному ринку, на жаль, часто не працюють ринкові положення, у тому числі щодо конкуренції, коли замовлення отримують не найефективніші підприємства.

Важливу роль у подоланні кризи повинна виконувати антимонопольна служба країни, ефективно захищаючи учасників ринку від картельних змов. У ситуації поточної рецесії необхідно переглянути основні ідеї бізнесу. Нині, як зазначалось, основна мета більшості комерційних підприємств – максимізувати прибуток. Господарську діяльність підприємства розглядають тільки під кутом ефективності отримуваних фінансових потоків. Метою бізнесу в майбутньому повинен стати стійкий економічний розвиток, причому в основу діяльності будь-якої корпорації повинні закладатись виважене стратегічне планування, ефективне використання обмежених ресурсів, екологічність виробництва та продукції.

Невід’ємною складовою розвитку інноваційної економіки є фондовий ринок. В Україні він не відображає стану економіки країни загалом, хоча його й прийнято називати дзеркалом економіки. Гроші, що обертаються на фондовому ринку, не потрапляють до реального сектору, надаючи можливість тільки для спекулятивної гри. На ринок необхідно залучати широкі верстви приватних інвесторів. Участь на ринку великої кількості дрібних приватних інвесторів дасть змогу зробити його стійкішим до коливань ринкових настроїв. Для розв’язання цього завдання необхідно розробити програму, спрямовану на ліквідацію фінансової безграмотності населення, а також комплекс маркетингових заходів, що матимуть на меті представити фондовий ринок для інвестора як можливість отримання доходів за сприятливої ринкової кон’юнктури, наголосивши на недооціненості активів у тривалій перспективі.

Діяльність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку повинна спрямовуватись на посилення інституціональної спроможності та операційної незалежності регуляторів ринку небанківських фінансових послуг і фондового ринку; підвищення вимог до управління ризиками, прозорості

діяльності та розкриття інформації учасниками фінансового ринку; створення законодавчої бази для впровадження нових фінансових інструментів та механізмів перерозподілу коштів, у тому числі похідних цінних паперів; удосконалення регулювання іпотечного ринку, у тому числі вирішення питання обігу заставних інструментів на іпотечному ринку України; створення єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів; введення єдиних правил розрахунку біржового курсу цінних паперів; запобігання маніпулюванню ціноутворенням на ринку цінних паперів; посилення на законодавчому рівні відповідальності за використання інсайдерської інформації; стимулювання збільшення обсягів операцій на організованому сегменті фондового ринку шляхом продажу на фондовій біржі пакетів акцій до 25% статутного капіталу приватизованих об'єктів.

У межах реалізації Програми економічних реформ на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада» Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробила проект Програми розвитку фондового ринку України на 2012–2014 роки, де конкретизовано та докладно викладено положення загальнодержавної Програми економічних реформ на 2010–2014 роки щодо ринку цінних паперів, зокрема створення законодавчої бази для впровадження нових фінансових інструментів та механізмів перерозподілу коштів; посилення інституціональної спроможності та операційної незалежності регулятора фондового ринку; підвищення вимог до управління ризиками, прозорості діяльності та розкриття інформації учасниками фондового ринку; створення єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів.

Актуальною проблемою є вдосконалення механізмів валютного регулювання на фондовому ринку. Не вдосконаливши систему валютного регулювання, неможливо здійснити інтеграцію вітчизняного ринку капіталу у світовий ринок. Без цього емітенти не зможуть ефективно реалізовувати цінні

папери іноземним інвесторам, а інвестори – купувати іноземні цінні папери.

У напрямі розвитку організованого ринку цінних паперів важливо розширювати доступ до фондових бірж для інвесторів – фізичних осіб.

Програма розвитку фондового ринку повинна включати вдосконалення системи звітності корпорацій, розширення переліку інструментів, в які можна інвестувати кошти, запровадження інституту інвестиційних консультантів. З огляду на викладене пропонуємо таку стратегію розвитку ринку цінних паперів в Україні.

Основні цілі

Пріоритетне завдання полягає у значному збільшенні обсягу грошових ресурсів, спрямованих у реальний сектор економіки через ринок цінних паперів, у тому числі:

- залученні щороку через внутрішній ринок цінних паперів у вигляді іноземних інвестицій до реального сектору економіки;
- стійкому зростанні капіталізації ринку акцій до ВВП;
- збільшенні обсягів ринку корпоративних облігацій, які випускають підприємства реального сектора, створенні ринку комерційних паперів, що забезпечить залучення іноземних інвестицій;
- забезпеченні значного збільшення обсягів угод на внутрішньому ринку акцій над зовнішніми ринками депозитарних розписок та порівняння торгової активності із зарубіжними ринками;
- підвищенні ролі внутрішніх роздрібних інвесторів з доведенням їх частки на ринку близько 20% обсягу ринку, а з урахуванням інституційних інвесторів (пенсійних та інвестиційних фондів, страхових компаній) – до 30% обсягу ринку;
- залученні на ринок корпоративних цінних паперів не менше 15% заощаджень, що перебувають у країні в готівковій іноземній валюті;
- забезпеченні підвищення внутрішнього попиту на довгострокові вкладення в цінні папери, насамперед за рахунок заощаджень населення;

- зниженні залежності внутрішнього ринку цінних паперів від дій спекулятивних інвесторів, у тому числі іноземних учасників;
- забезпеченні переходу до ефективного ринку цінних паперів, що, у свою чергу, забезпечить підвищення рівня інформаційної прозорості, чесності та справедливості ціноутворення, захисту інвесторів;
- зниженні рівня ризику фондового ринку, підвищенні його ліквідності, забезпеченні сталого функціонування;
- реструктуризації галузі цінних паперів, спрямованої на створення ефективної архітектури ринку, подолання його фрагментарності, забезпечення фінансової стійкості у функціонуванні його інститутів;
- диверсифікації власності в економіці, переходу до моделі інвестування при формуванні середнього класу;
- підвищенні конкурентоспроможності ринку цінних паперів порівняно із зарубіжними ринками, зниженні регулятивних витрат, підвищенні ролі держави та саморегулювання у стимулюванні розвитку ринку як інструменту довгострокових інвестицій для модернізації економіки.

Механізм реалізації цілей

Програма дій, яку розроблено з урахуванням міжнародної практики, містить першочергові заходи, спрямовані на підвищення інвестиційного потенціалу ринку цінних паперів, розширення внутрішнього попиту на цінні папери як інструменту довгострокових інвестицій, зниження ризиків і забезпечення сталого функціонування ринку цінних паперів як елемента макроекономічної стабільності.

Податкове стимулювання інвесторів

Створити систему податкового стимулювання вітчизняних та довгострокових (прямих і портфельних) іноземних

інвесторів щодо вкладення коштів в акції, боргові цінні папери, що випускаються для фінансування інвестицій у сфері науки, виробництва та обігу продукції. Система податкового стимулювання повинна передбачати значне скорочення податкових ставок або скасування податків з дивідендів та інших доходів, які одержують від цінних паперів, випущених підприємствами пріоритетних галузей.

Обкладати дивіденди, отримані від юридичних осіб-резидентів акціонерами, які володіють менше 1% акціонерного капіталу, за ставкою 0% податку на прибуток і прибуткового податку, якщо акції мають ринкове котирування на внутрішніх організованих ринках і терміни володіння ними на кінець звітного року становлять не менше дев'яти місяців.

Оподатковувати процентний дохід, отриманий від корпоративних облігацій, випущених резидентами за ставкою 0% податку на прибуток і прибуткового податку, якщо облігації мають ринкове котирування на внутрішніх організованих ринках та терміни володіння ними на кінець звітного року становлять не менше дев'яти місяців.

Оподатковувати додатні курсові різниці за ставкою 0% податку на прибуток і прибуткового податку з цінних паперів, випущених резидентами, якщо вони мають ринкове котирування на внутрішньому ринку цінних паперів та терміни володіння ними до моменту реалізації становили не менше дев'яти місяців.

Оподатковувати дивіденди, отримані від акціонерних інвестиційних фондів – резидентів, за ставкою 0% податку на прибуток і прибуткового податку.

Ввести пільгові (знижені на 50%) ставки податку на прибуток для професійних учасників ринку цінних паперів, сформованого операціями з фізичними особами-резидентами, послугами з корпоративного фінансування, що надаються компаніям-резидентам.

Розвиток акціонерної власності працівників, створення нових класів інституційних інвесторів, стимулювання праці та індивідуальних пенсійних заощаджень

Створити групу інституційних інвесторів – внутрішньокорпоративні пенсійні, опційні, компенсаційні та інвестиційні плани в інтересах працівників комерційних організацій, що забезпечить збільшення частки працівників в акціонерних капіталах підприємств і стимулюватиме підвищення ефективності праці персоналу. Забезпечити податкове стимулювання комерційних організацій, що створюють внутрішньокорпоративні пенсійні, компенсаційні та інші плани в інтересах працівників, а також інших учасників планів при вкладанні ними коштів в акції власних підприємств. У межах пенсійної реформи забезпечити можливість відкриття фізичними особами особистих пенсійних рахунків у банках, що мають податкові пільги, для цільового інвестування коштів рахунків на ринку цінних паперів.

Створити нормативну базу для заснування комерційними організаціями внутрішньокорпоративних пенсійних, опційних, компенсаційних (оплата праці цінними паперами роботодавця) та інвестиційних планів в інтересах працівників, враховуючи, що ці плани можна створювати тільки щодо власних цінних паперів, які мають ринкове котирування (пройшли процедуру лістингу) на внутрішньому фондовому ринку України.

Створити систему податкового стимулювання для розроблення внутрішньокорпоративних пенсійних, опційних, компенсаційних (оплата праці цінними паперами роботодавця) та інвестиційних планів в інтересах працівників, з урахуванням таких форм стимулювання, як відрахування з оподатковуваної бази з податку на прибуток початкових коштів, що спрямовуються на формування внутрішньокорпоративних планів, податкові пільги комерційним банкам, що надають кредити для формування внутрішньокорпоративних планів, податкові пільги працівникам корпорації за доходами від акцій, що розподіляються їм у межах компенсаційних планів.

Створити нормативну базу для відкриття фізичними особами особистих пенсійних рахунків у кредитних організаціях, передбачивши можливість добровільного переказу на них частини доходів фізичних осіб з подальшим їх інвестуванням у цінні папери та використанням нагромаджених коштів при отриманні права на пенсію. Сформувати систему податкового стимулювання особистих пенсійних нагромаджень громадян, виключивши з бази оподаткування за прибутковим податком інвестицій, здійснених на особисті пенсійні рахунки, і передбачивши пільгове оподаткування доходів, одержуваних громадянами від вкладень у цінні папери та інші фінансові активи, які вони здійснюють за рахунок особистих пенсійних рахунків.

Створити інституційні засади галузі венчурного фінансування, системи податкових пільг для інвесторів, що вкладають кошти у високотехнологічні ризиковані проекти на основі інструментів ринку цінних паперів.

Зміцнення інституту акціонерної власності на підтримання підприємств у виведенні ними власних цінних паперів на внутрішній ринок

Сприяти диверсифікації та врегулюванню структури акціонерної власності, збільшенню акціонерних капіталів. Створити механізм, який формуватиме інтерес підприємств до виходу за грошовими ресурсами на внутрішній ринок цінних паперів, що забезпечує інформаційну відкритість та оцінювання бізнесу на цьому ринку. Сприяти переорієнтації ринку цінних паперів на обслуговування інвестицій у виробництво.

Встановити обов'язковість випуску комерційними організаціями додаткових акцій під капітал, що утворився у зв'язку з переоцінюванням основних фондів та його завершення.

Встановити обов'язковий порядок розкриття афілійованими особами та інсайдерами будь-яких угод за власний рахунок з цінними паперами емітентів, афілійованими особами та інсайдерами яких вони є.

Встановити обов'язковий лістинг на фондових біржах акціонерних товариств, що мають понад 1 млн дол. США власних коштів.

Реалізувати програму заходів зі зменшення регулятивних витрат емітентів на основі полегшення і прискорення процедур реєстрації для невеликих емісій, не призначених для обертання на організованих ринках, введення реєстрації акцій і корпоративних облігацій, скорочення вимог до публічного розкриття інформації для невеликих емітентів (що мають менше 1 млн дол. США власних коштів).

Дозволити допуск цінних паперів резидентів, включаючи депозитарні розписки, до обігу на іноземних ринках тільки за умови отримання ними ринкових котирувань за акціями та облігаціями на внутрішньому фондовому ринку.

Ввести обов'язкове укладання угод з блоками акцій, конвертованих облігацій і похідних, базисними активами яких є акції (від 0,5% акціонерного капіталу), через організовані ринки цінних паперів, з обов'язковим розкриттям інформації про ціни та обсяги угод.

Підтримання інвестування в цінні папери корпоративного сектору

Здійснення системи заходів адміністративного та економічного характеру, спрямованих на розширення внутрішнього попиту на цінні папери вітчизняних підприємств.

Підтримувати внутрішній корпоративний попит на цінні папери, пов'язані з інвестиціями, на основі встановлення обов'язкової мінімальної частки вкладень кредитних організацій (5% активів), страхових компаній і пенсійних фондів (10% активів), пайових інвестиційних фондів та інших колективних інвесторів в акції та корпоративні облігації, що обертаються на фондовому ринку, кошти від розміщення яких емітенти використовують для інвестицій у виробництво.

Підтримання довгострокового попиту іноземних інвесторів на корпоративні цінні папери резидентів

Здійснити програму заходів, спрямованих на збільшення переважно довгострокових вкладень іноземних інвесторів у корпоративні цінні папери резидентів.

Заборонити вираження номіналу і ринкової вартості цінних паперів резидентів у валютному еквіваленті при їх обертанні всередині країни, використання організаторами торгівлі іноземної валюти для обчислення ринкових цін, сум угод та інших індикаторів, що належать до випуску та обігу цінних паперів резидентів на внутрішньому фондовому ринку.

Лібералізувати доступ іноземних інвесторів на внутрішній фондовий ринок корпоративних цінних паперів, випущених резидентами. Забезпечити вільне введення нерезидентами валютних грошових коштів, призначених для операцій з корпоративними цінними паперами резидентів, на внутрішній ринок, конвертацію зазначених валютних коштів в українську гривню без обмежень з одночасним укладенням строкових контрактів з Національним банком України на термін не менше шести місяців, що забезпечить можливість вільного виведення коштів нерезидентами на основі зворотної купівлі іноземної валюти за валютним курсом, що діє на дату укладення строкового контракту. Дозволити вільне виведення нерезидентами валютних коштів з країни після завершення термінів і виконання термінових контрактів, укладених з Національним банком України.

Забезпечити вільне вчинення нерезидентами операцій з корпоративними цінними паперами на внутрішньому фондовому ринку в межах термінів термінових контрактів, укладених ними з Національним банком України. Здійснювати переукладення строкових контрактів з Національним банком України за бажанням нерезидентів на термін не менше шести місяців за валютним курсом, що діє на дату переукладення строкового контракту.

Заборонити здійснення грошових розрахунків у валюті за рахунками за кордоном за операціями з цінними паперами резидентів, укладеними на фондовому ринку України.

Збільшення обсягу інвестиційних ресурсів на основі створення в Києві міжнародного ринку цінних паперів

З метою підвищення конкурентоспроможності українського ринку цінних паперів, збільшення обсягу інвестиційних ресурсів та повернення вивезеного з України капіталу реалізувати програму заходів з формування в Києві міжнародного ринку для фінансових інструментів, що випускаються в інших країнах.

Розробити та реалізувати урядову концепцію створення регіонального фінансового центру, що спеціалізуватиметься на операціях з акціями та іншими фінансовими інструментами.

Створити Український міжнародний ринок за операціями з фінансовими інструментами, номінованими в іноземній валюті та випущеними нерезидентами, єврооблігаціями резидентів на базі Української міжбанківської валютної біржі. Звільнити від податків фінансових інститутів-нерезидентів, їх постійних представництв за операціями, що здійснюються на Українському міжнародному ринку. Забезпечити вільне введення-виведення валютних коштів нерезидентами, їх постійними представництвами за операціями, що здійснюються на міжнародному ринку.

Здійснити програму заходів щодо інтеграції ринків цінних паперів країн СНД, які забезпечують можливість їх консолідації та збільшення обсягів обертання на них інвестиційних ресурсів, що включають:

- уніфікацію законодавства країн СНД з ринку цінних паперів та акціонерних товариств;
- взаємне визнання державної реєстрації цінних паперів;
- дозвіл на вивезення та допуск до обігу цінних паперів, випущених у будь-якій країні, для звернення в інших державах – учасниках угоди;

– визнання ліцензій, атестатів та інших дозволів, виданих для здійснення діяльності на фондовому ринку державними органами однієї країни, на всій території СНД;

– поширення національного режиму регулювання на діяльність осіб-резидентів однієї країни за їх діяльності як інвесторів у цінні папери, у тому числі як акціонерів на території інших країн СНД.

Розширення операційної спроможності та фінансове оздоровлення інститутів цінних паперів

Здійснити програму заходів з реструктуризації, фінансового оздоровлення і зниження ризиків брокерсько-дилерських компаній та інших інститутів цінних паперів.

Поетапно підвищити мінімальні вимоги достатності капіталу, що висуваються до брокерсько-дилерських компаній, до суми, еквівалентної 0,3–0,5 млн дол США.

Створити систему пруденційного нагляду за фінансовим станом брокерсько-дилерських компаній з виокремленням проблемних компаній і публічним розкриттям інформації про них.

Розробити та встановити обов'язкові вимоги до систем управління ризиками та фінансового менеджменту брокерсько-дилерських компаній.

Розробити і впровадити систему страхування та гарантування ризиків інвесторів на внутрішньому ринку цінних паперів.

Створити систему публічного розкриття щоквартальної інформації про фінансовий стан та операційні можливості професійних учасників ринку цінних паперів.

Розширення здатності внутрішніх організованих ринків до залучення інвестицій в економіку

Сприяти підвищенню конкурентоспроможності внутрішнього фондового ринку порівняно із зарубіжними, розширенню їх здатності до спрямування грошових ресурсів у корпоративні цінні папери, зниженню ринкових та інших ризиків організаторів торгівлі.

Укласти та реалізувати угоду держави про політику, а також розробити і впровадити програму підвищення конкурентоспроможності та консолідації організаторів торгівлі, що передбачає:

- забезпечення чесного і справедливого механізму ціноутворення на основі подолання фрагментарності ринків;
- уніфікацію торгових платформ, систем розкриття інформації, торгових місць та інших технологій обігу цінних паперів, введення крос-лістингів, створення міжбіржових ринків;
- заохочення організаторів торгівлі та інфраструктурних організацій до добровільної консолідації;
- заохочення створення в межах існуючих організаторів торгівлі спеціалізованих торговельних систем для операцій роздрібних клієнтів, торгівлі блоками, акціями високотехнологічних компаній, а також інших систем відповідно до потреб ринку;
- заохочення створення організаторами торгівлі ринку первинних публічних розміщень, насамперед для середніх та малих компаній, акції яких зростають.

Сформувати нормативну базу та забезпечити проведення експерименту зі створення у структурі організованих ринків цінних паперів торгових систем для прямої без участі фінансових посередників інтернет-торгівлі роздрібних інвесторів між собою на основі звернення створених з цією метою роздрібних боргових цінних паперів корпоративних емітентів, що вирізняються високою кредитною надійністю.

Розробити та реалізувати як обов'язкові вимоги до системи управління фінансовими та операційними ризиками організаторів торгівлі цінними паперами і взаємодіючих з ними систем клірингу та розрахунків.

Дозволити з професійним учасникам ринку цінних паперів створення як афілійованих осіб альтернативних торговельних систем, які є комерційними організаціями, за умови дотримання принципів чесного та справедливого ціноутворення. Розробити полегшені регулятивні вимоги до альтернативних торговельних систем з метою покриття їх ризиків засновниками.

**Створення стимулів до залучення інвестицій
в економіку на основі зміцнення регулювання фондового
ринку та захисту інвесторів**

Розвинути систему регулювання ринку цінних паперів та захисту інвесторів, що передбачає стимулювання інвестицій у реальний сектор через ринок цінних паперів, обмеження ризиків, забезпечення справедливого механізму ціноутворення.

Ввести у практику розроблення і затвердження Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України спільно та за погодженням з Національним банком України і Міністерством фінансів України щорічних Основних напрямів державної політики на ринку цінних паперів на наступний рік, а також щорічних звітів про залучення інвестицій через ринок цінних паперів та показники ефективності його функціонування.

Створити Національну раду з ринку цінних паперів для узгодження дій держави, відповідних міністерств і відомств, професійного співтовариства в особі саморегулювних організацій з розширення інвестицій у реальний сектор економіки через ринок цінних паперів щодо забезпечення зростання капіталізації вітчизняних компаній і розширення спроможності ринку цінних паперів.

Здійснити поетапне передавання частини функцій державного регулювання, пов'язаних з ліцензуванням, атестацією, розкриттям інформації на ринку цінних паперів, саморегульованим організаціям при посиленні нагляду за їх діяльністю та діяльністю професійних учасників ринку цінних паперів.

Спільно з професійним співтовариством розробити концепцію розвитку вітчизняного фінансового ринку, що передбачає формування у країні нового регіонального фінансового центру, який спеціалізується на обертанні фінансових інструментів, випущених у країнах СНД, Балтії, Центральної та Східної Європи.

Ввести у практику розроблення середньо- та довгострокових програм і політики розвитку ринку цінних паперів, у тому числі цільових програм та проектів. Створити в держав-

них органах, що регулюють ринок цінних паперів, штатні підрозділи з управління проектами та програмами розвитку інвестицій в економіку через ринок цінних паперів.

Розробити програму заходів і спільних дій держави та професійної спільноти з моніторингу та попередження ринкового ризику.

Розробити і впровадити механізми інтервенцій держави та підтримання ліквідності дилерів на ринку корпоративних цінних паперів з метою забезпечення стабілізації ринку та протидії кризовим ситуаціям.

Спільно із саморегульованими організаціями розробити і ввести Єдиний Кодекс чесного ведення бізнесу на ринку цінних паперів, передбачивши в ньому норми з регулювання конфліктів інтересів, заборони нечесних торговельної та клієнтських практик, включаючи маніпулювання і угоди з використанням службової інформації.

Створити регулятивну базу для ефективного нагляду за дотриманням принципів справедливого ціноутворення на ринку цінних паперів.

Спільно із саморегульованими організаціями розробити регулятивну базу і єдині стандарти випуску та організації обігу цінних паперів, розкриття інформації із застосуванням Інтернет-технологій, забезпечення безпеки та управління фінансовими ризиками з використанням сучасних засобів комунікацій, обчислювальної техніки та Інтернет-технологій на ринку акцій.

Створити систему моніторингу та вжити заходів припинення в мережі Інтернет звернення сурогатів цінних паперів та здійснення неліцензованої професійної діяльності на ринку цінних паперів. Забезпечити публічне розкриття інформації про ризики інвесторів, пов'язані з участю в неліцензованій інтернет-фінансовій діяльності.

Створити систему статистичних публікацій про випуск та обіг акцій й інших цінних паперів, діяльність брокерсько-дилерських компаній, організаторів торгівлі та інфраструктурних організацій, взаємоузгоджену провідними банками систему інформації про кредитні організації.

Створити регулятивну базу для формування спеціалізованих судів з метою ведення справ, пов'язаних із застосуванням акціонерного законодавства.

Інформаційне та освітнє підтримання інвестицій у реальний сектор через ринок цінних паперів

Упровадити систему заходів інформаційного та освітнього підтримання інвестицій у реальний сектор через ринок цінних паперів, що передбачає формування культури інвестування та корпоративного управління, повне розкриття інформації про ризики ринку, більш повну реалізацію етичних принципів ведення бізнесу на ринку цінних паперів.

Ввести обов'язковий національний кредитний рейтинг корпоративних облігацій, векселів та комерційних паперів, привілейованих акцій з номінальним обсягом випуску понад 1 млн грн.

Створити систему обов'язкового розкриття інформації векселедавцями про фінансовий стан і видачу векселів.

Укласти і реалізувати угоду держави з організаціями, що мають необхідну ресурсну базу, ім'я та досвід роботи з фінансово-економічною інформацією, з метою організації національного рейтингу, передбачивши платність і державне регулювання тарифів у цій галузі.

Створити систему державного інформаційного підтримання внутрішнього ринку цінних паперів та інвестицій у виробництво, забезпечуючи розкриття позитивних відомостей про підприємства і організації, зростаючі компанії, емітентів, що успішно працюють у сфері високих технологій, у світових та вітчизняних інформаційних системах.

Укласти і реалізувати угоду держави, саморегульованих організацій, Української міжбанківської валютної біржі та Української торгової системи про інформаційне підтримання інвестицій в економіку через ринок цінних паперів.

Розробити та впровадити цільову програму з освітнього підтримання інвесторів, формування культури інвестування та корпоративного управління, зміцнення етики ведення бізнесу на фінансовому ринку.

РОЗДІЛ 5. Формування фінансової політики в системі управління корпорацій

5.1. Концептуальні засади управління фінансами корпорацій

Розвиток теорії, методології оцінювання та управління вартістю капіталу корпорації нерозривно пов'язаний з розвитком фінансів корпорацій. Як і більшість напрямів економіки, фінанси корпорацій дістали розвитку у другій половині XX ст., що насамперед пов'язано із затвердженням корпорації як важливої і необхідної форми організації та управління ресурсами в економіці.

Останніми десятиліттями питання визначення вартості корпорацій доволі ґрунтовно вчені досліджували як щодо створення теоретичних концепцій, так і розроблення практичних методик, проте питання визначення фундаментальної вартості корпорацій залишається складним.

Капітал корпорації є одним з чинників виробництва поряд з природними і трудовими ресурсами. Капітал – це вартість, що авансується у виробництво з метою отримання прибутку.

Термін «капітал» неоднозначно трактується в економічній літературі. З одного боку, під капіталом корпорації розуміють суму акціонерного капіталу, емісійного доходу та нерозподіленого прибутку, що міститься в балансі корпорації.

Капітал розраховують як різницю між вартістю активів корпорації та її кредиторською заборгованістю.

З іншого боку, під капіталом корпорації розуміють усі довгострокові джерела засобів.

Поняття «капітал» часто використовують також для характеристики активів корпорації. При цьому розрізняють капітал основний (довгострокові активи, у тому числі незавершене будівництво) та оборотний (усі оборотні активи корпорації).

Визначають капітал і як загальну вартість коштів у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, інвестованих у формування його активів.

У зарубіжних економічних літературних джерелах під терміном «капітал» розуміють усі джерела коштів, які використовують для фінансування активів та операцій корпорації, включаючи коротко- та довгострокову заборгованість, привілейовані та звичайні акції.

Капітал корпорації формується з різних фінансових джерел як короткострокового, так і довгострокового характеру. Залучення цих джерел пов'язано з певними витратами, які здійснює корпорація. Сукупність цих витрат, що виражається у відсотках до капіталу, становить ціну (вартість) капіталу корпорації.

Вартість капіталу є показником прибутковості операційної діяльності корпорації, тобто мінімальною нормою формування операційного прибутку корпорації.

Крім того, максимізації ринкової вартості корпорації значною мірою досягають шляхом мінімізації вартості використовуваних джерел формування капіталу.

Вартість капіталу корпорації використовують також при здійсненні реальних інвестицій як критерій оцінювання інвестиційних проектів. Це ставка дисконтування, за якою сума чистого грошового потоку приводиться до теперішньої вартості. Крім того, цей показник є базою порівняння з внутрішньою ставкою дохідності інвестиційного проекту.

Ціну капіталу використовують для оцінювання прибутковості та реальної ринкової вартості окремих фінансових інструментів при здійсненні фінансового інвестування, що дає змогу корпорації сформувати якнайефективніший інвестиційний портфель.

Вартість капіталу використовують також при прийнятті рішень про вибір політики формування та фінансування корпорацією власних оборотних активів і багатьох інших.

На ціну капіталу корпорації впливає багато чинників, основними з яких є загальний стан фінансового середовища, у тому числі фінансових ринків; кон'юнктура товарного ринку; середня ставка позичкового відсотка, що корпорації; рентабельність операційної діяльності; рівень операційного

важеля; рівень концентрації власного капіталу; співвідношення обсягів операційної та інвестиційної діяльності; ступінь ризику здійснюваних операцій; галузеві особливості діяльності корпорації, у тому числі тривалість виробничого та операційного циклів.

Вартість капіталу корпорації визначають за чотири етапи.

На першому етапі ідентифікують основні компоненти, що є джерелами формування капіталу корпорації.

На другому етапі розраховують ціну кожного джерела формування капіталу корпорації.

На третьому етапі визначають середньозважену ціна капіталу за питомою вагою кожного компонента в загальній сумі інвестованого капіталу.

На четвертому етапі розробляють заходи оптимізації структури капіталу корпорації за різними критеріями.

Згідно з результатами аналізу структури пасиву балансу, що характеризує джерела коштів, до основних їх видів належать власні джерела (статутний капітал, фонди власних засобів, нерозподілений прибуток), позикові кошти (позики банків, облігаційні займи) та тимчасові залучені кошти (кредиторська заборгованість).

Разом з тим короткострокову кредиторську заборгованість за товари, роботи і послуги, а також заборгованість із заробітної плати та сплати податків до розрахунку не включають, тому що, по-перше, корпорація не платить відсотків за ними, і по-друге, така заборгованість є наслідком поточних операцій, які здійснюють протягом року, у той час як ціну капіталу корпорації визначають з розрахунку на рік з метою прийняття довгострокових фінансових рішень.

Короткострокові позики банку, як правило, тимчасово залучають до фінансування поточних потреб виробництва в оборотних коштах, тому їх так само не слід враховувати при розрахунку ціни капіталу.

Таким чином, для визначення ціни капіталу найважливіші такі джерела його формування: позикові кошти, до яких належать довгострокові позики і облігаційні займи; власні

кошти, які включають звичайні та привілейовані акції, а також нерозподілений прибуток.

Важливим при визначенні ціни капіталу корпорації є питання про те, на якій базі слід здійснювати розрахунки – до або після оподаткування. Оскільки мета управління корпорації полягає в максимізації його чистого прибутку, в аналізі обов'язково необхідно враховувати вплив податків.

Ще один важливий момент полягає в тому, яку ціну джерела засобів слід враховувати: історичну (тобто таку, що була на момент залучення джерела) чи нову (маржинальну, що характеризує граничні витрати із залучення нових джерел фінансування). Звісно, що тільки за маржинальними витратами можна реально оцінити перспективні витрати корпорації, необхідні для складання інвестиційного бюджету.

До основних елементів позикового капіталу корпорації належать довгострокові позики банку та випущені облігації.

На ціну позикового капіталу так само впливає багато чинників, у тому числі використовувані процентні ставки (фіксована або плаваюча), схема нарахування відсотків і погашення довгострокової заборгованості, необхідність формування фонду погашення заборгованості та ін.

При визначенні ціни довгострокових позик банку слід ураховувати податок на прибуток. Це пов'язано з тим, що відсотки за користування позиками банку в більшості країн включають у собівартість продукції, що зумовлює зменшення оподатковуваного прибутку та відповідно суму податку на прибуток, яку сплачує корпорація. У результаті збільшується чистий прибуток підприємства. У цьому зв'язку ціна довгострокової позики банку буде нижчою від відсотка, який корпорація сплачує банку:

$$K_1 = p(1 - \text{ПП}), \quad (5.1)$$

де p – ставка відсотків за довгостроковою позикою банку;

ПП – ставка податку на прибуток.

Формулу (5.1) використовують корпорації країн Європи, США та України. На практиці її використання регулюється п. 139.1.4 Податкового кодексу України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI зі змінами та доповненнями. На відміну від російського законодавства згідно з Податковим кодексом України до витрат, які «не враховують при визначенні оподаткованого прибутку», належать витрати на погашення основної суми отриманих позик та кредитів (крім повернення поворотної фінансової допомоги, включеної до складу доходів, відповідно до пп. 135.5.6 п. 135.5 ст. 135 Податкового кодексу України).

Елементом позикового капіталу корпорації є також облігаційна позика.

Вартість джерела «облігаційна позика» приблизно дорівнює відсоткам, які корпорація сплачує власникам облігацій, тобто її прибутковості. У США та більшості країн Західної Європи відсотки за облігаціями підприємства виплачують з балансового прибутку, тобто прибутку до оподаткування, внаслідок чого виникає податкова економія. В Україні всі витрати, включаючи виплату відсотків за облігаціями, належать до витрат підприємства, зменшуючи прибуток, що оподатковується (ст. 10 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу»). Відповідно до цього повинна визначатися й ціна облігаційної позики.

Залежно від виду облігації її дохідність розраховують по-різному. Загальну прибутковість купонної облігації без права дострокового погашення (або прибутковість до погашення) спрощено можна розрахувати як відношення середньорічного доходу до середньої ціни придбання або реалізації облігацій.

Таким чином, оскільки виплати відсотків за облігаціями повинні оподатковуватись, податкове коригування за ними не здійснюється.

Вартість привілейованих акцій приблизно дорівнює розміру дивідендів, що виплачується акціонерам. За привіле-

йованими акціями виплачується фіксований відсоток, тому вартість цього джерела визначають за формулою

$$K = D : P, \quad (5.2)$$

де D – річні дивіденди за акціями;

P – поточна ринкова ціна акції (без витрат на розміщення).

Дивіденди за акціями оподатковуються, тому податкове коригування за ними не здійснюється.

Ціну акціонерного капіталу у вигляді звичайних акцій точно визначити неможливо, тому що розмір дивідендів за ними наперед невідомий і залежить від результатів діяльності корпорації. Вартість цього джерела приймають такою, що дорівнює необхідній нормі прибутку інвестора від звичайної акції. Для розрахунку можна використовувати три методи оцінювання:

модель оцінювання дохідності фінансових активів (САРМ);

модель дисконтованого грошового потоку (модель Гордона);

метод «прибутковості облігації компанії плюс премія за ризик».

Усі три методи не виключають помилок і неточностей у розрахунку показників, тому доцільно використовувати методику, наведену в підрозд. 3.3.

Другим джерелом власного капіталу корпорації є нерозподілений прибуток.

Нерозподілений прибуток – це чистий дохід корпорації, що залишається у неї після оподаткування, виплати дивідендів за привілейованими акціями і відсотків за облігаціями. Нерозподілений прибуток належить власникам звичайних акцій. Його можна використовувати за двома напрямками: реінвестувати в розвиток виробництва; виплатити як дивіденди акціонерам.

Вибираючи реінвестування, акціонери вважають, що найвигідніше для них вкласти прибуток у ринкові активи, що рівнозначно придбання ними нових акцій власної корпорації.

При цьому очікувані доходи акціонерів не повинні бути меншими, ніж доходи від аналогічних інвестицій в інші ринкові активи з таким самим ступенем ризику.

Таким чином, ціна капіталу, сформованого за рахунок нерозподіленого прибутку, становить очікувану прибутковість звичайних акцій корпорації, яку визначають такими самими методами, що й вартість джерела «звичайні акції».

Загальну вартість капіталу корпорації визначають як середньозважене значення цін кожного джерела з урахуванням їх питомої ваги в загальному капіталі корпорації:

$$W = \sum_{i=1}^n K_i g_i, \quad (5.3)$$

де K – вартість i -го джерела коштів;

g – питома вага i -го джерела в загальному капіталі.

Середньозважена вартість капіталу відображає сформований корпорацією мінімум повернення коштів на вкладений в її діяльність капітал, або його рентабельність. Економічний зміст цього показника такий: корпорація може приймати будь-які рішення, у тому числі інвестиційного характеру, якщо її рентабельність не нижча від поточного значення середньозваженої вартості капіталу.

Зважування може бути первинним, або цільовим. Первинне зважування базується на існуючій структурі капіталу, що визнається оптимальною і повинна зберігатись у майбутньому. Таке зважування можна здійснювати за балансовою та ринковою вартістю джерел.

Зважування за балансовою вартістю припускає, що додаткове фінансування здійснюватиметься такими самими методами, як для формування існуючої структури капіталу корпорації. За такою методикою питома вага кожного джерела визначається діленням його балансової вартості на балансову вартість усіх довгострокових джерел капіталу. Такий розрахунок дає змогу оцінити фактично сформовану структуру джерел і пов'язані з нею витрати.

Разом з тим основна мета розрахунку середньої вартості капіталу корпорації полягає не так в оцінюванні фактично сформованого положення, як у визначенні вартості знову залученої грошової одиниці з подальшим її використанням як коефіцієнта дисконтування при складанні бюджету капіталовкладень. Для цього здійснюють зважування за ринковою вартістю джерел капіталу: ринкову вартість кожного джерела ділять на загальну ринкову вартість усіх джерел. Цей метод точніший порівняно з попереднім, тому що враховує реальну кон'юнктуру фондового ринку та багато інших чинників.

Цільове зважування корпорація застосовує тоді, коли прагне сформувати таку структуру капіталу, яку вважає оптимальною, тобто заплановане співвідношення власних і позикових коштів у загальному обсязі джерел, яке повинно зберігатись тривалий час.

Вартість окремих джерел формування та структура капіталу корпорації постійно змінюються під впливом низки чинників, таких як внутрішні та зовнішні умови діяльності корпорації, кон'юнктура фінансового ринку. До внутрішніх чинників впливу належить збільшення обсягу нових інвестицій за рахунок власних або залучених коштів. Перше джерело дешевше, але обмежене, друге – не обмежене, але вартість залучених коштів істотно змінюється залежно від структури авансованого капіталу. Зміна процентних ставок на фінансовому ринку так само зумовлює зміни ціни окремих джерел.

З огляду на викладене введено поняття граничної вартості капіталу, що відображає ціну останньої грошової одиниці знову залученого корпорацією капіталу. Граничну вартість капіталу розраховують за прогностичними витратами, які корпорація здійснюватиме при відтворенні цільової структури капіталу за сформованої кон'юнктури фондового ринку. Гранична вартість капіталу підвищується зі збільшенням обсягу залучених коштів і зміною структури капіталу корпорації.

Гранична вартість капіталу корпорації може залишатись незмінною, якщо капітал збільшуватиметься переважно за рахунок нерозподіленого прибутку та незмінної його структури.

Разом з тим існує критична точка, в якій зважена вартість капіталу підвищиться при залученні нових джерел та зміні структури капіталу. Цю точку називають точкою розриву (перелому) нерозподіленого прибутку і розраховують за формулою

$$x = \text{НП} : g_{\text{в.к}}, \quad (5.4)$$

де НП – нерозподілений прибуток;

$g_{\text{в.к}}$ – питома вага (частка) власного капіталу.

При цьому зауважимо, що коли вартість позикових джерел і структура капіталу не змінюються, суто теоретично гранична ціна капіталу корпорації може залишитися незмінною.

Структура капіталу – це співвідношення власних і позикових джерел коштів довгострокового характеру. Ця структура визначає багато аспектів діяльності корпорації та безпосередньо впливає на її фінансові результати.

Управління структурою капіталу є одним з найважливіших та найскладніших завдань фінансового менеджменту, що полягає у створенні змішаної структури капіталу корпорації, тобто оптимального співвідношення власних і позикових джерел, за якого мінімізуються загальні капітальні витрати і максимізується ринкова вартість корпорації.

Рішення використовувати або не використовувати позикові кошти як додаткове джерело фінансування припускає виникнення двох видів ризику: виробничого та фінансового.

Виробничий ризик вимірюється коливаннями рентабельності активів корпорації, що зумовлюються змінами її прибутку. Рентабельність активів корпорації визначають як відношення доходу інвесторів до активів корпорації. За відсутності позикових коштів активи корпорації дорівнюють рентабельності акціонерного капіталу у вигляді звичайних акцій.

На виробничий ризик впливає багато чинників, основними з яких є динаміка попиту та ціни продажу продукції, мінливість витрат на виробництво продукції та зміни питомої ваги постійних витрат у загальних витратах на виробництво продукції корпорації.

Дія операційного важеля виявляється в тому, що будь-яка зміна виручки від реалізації продукції завжди спричиняє істотну зміну прибутку. Цей ефект зумовлюється різним ступенем впливу динаміки постійних і змінних витрат у складі собівартості продукції на формування фінансових результатів діяльності корпорації при зміні обсягу виробництва продукції. Зазначена залежність має нелінійний характер, тому визначити оптимальне співвідношення постійних та змінних витрат доволі важко. Що більша частка постійних витрат у складі собівартості продукції, то вищий рівень операційного важеля. У корпораціях з великою часткою постійних витрат незначна зміна обсягу виробництва може спричинити значну зміну їх прибутку. Зі зменшенням виручки від реалізації продукції вплив операційного важеля посилюється незалежно від динаміки питомої ваги постійних витрат у загальних витратах. У такому разі з кожним відсотком зменшення виручки на відсоток зменшується прибуток. Якщо питома вага постійних витрат у собівартості продукції велика, незначне зменшення обсягу її реалізації призводить до значного зниження рентабельності акціонерного капіталу корпорації. Якщо виручка від реалізації збільшується, а питома вага постійних витрат знижується, вплив операційного важеля так само знижується: кожний відсоток приросту виручки дає менший відсоток приросту прибутку. Іншими словами, виробничий (операційний) важіль означає потенційну можливість впливати на прибуток корпорації шляхом зміни структури собівартості та обсягу випуску продукції.

На практиці для визначення впливу операційного важеля використовують відношення валової маржі до прибутку корпорації:

$$EOB = (BP - ZB) / P = (PB + P) / P, \quad (5.5)$$

де BP – виручка від реалізації товарів (послуг);
 ZB, PB – витрати відповідно змінні та постійні;
 P – прибуток підприємства.

Найдоцільнішим варіантом є поєднання низького рівня постійних витрат з високою валовою маржею за рахунок збільшення прибутку корпорації.

Вплив операційного важеля значніший у корпораціях з вищим ступенем технічної оснащеності за рахунок значних амортизаційних відрахувань, а також у корпораціях, що використовують великий обсяг позикових коштів, за рахунок збільшення витрат зі сплати відсотків за ними. Що значніший операційний важіль корпорації, то значніший її виробничий ризик, тобто ризик неотримання прибутку і покриття здійснених витрат. Необхідно враховувати вплив цього чинника при прийманні рішень про структуру капіталу корпорації та формуванні бюджету капіталовкладень.

Фінансовий ризик при використанні позикових коштів можна розглядати з двох аспектів. З одного боку, це ризик, пов'язаний з нестачею коштів для виплати відсотків за довгостроковими позиками і кредитами та їх погашення. На ступінь фінансового ризику найзначніше впливає фінансовий важіль.

Фінансовий важіль характеризує доцільність та ефективність використання корпорацією позикових коштів як джерела довгострокового фінансування господарської діяльності. Використання корпорацією позикових коштів пов'язано зі значними витратами. У цьому зв'язку постає низка питань: яким повинно бути оптимальне співвідношення власних та залучених довгострокових фінансових ресурсів і як воно вплине на прибуток.

Фінансовий важіль – це потенційна можливість впливати на прибуток корпорації шляхом зміни обсягу і структури довгострокових пасивів. Дія фінансового важеля полягає в тому, що корпорація, яка використовує позикові кошти, змінює чисту рентабельність власних коштів і дивідендні можливості.

Оскільки відсотки за кредит належать до постійних витрат, збільшення обсягу позикових коштів посилює дію операційного важеля, що, у свою чергу, призводить до підвищення виробничого ризику.

Згідно із західноєвропейською концепцією ефект фінансового важеля визначається як приріст до чистої рентабельності власних коштів, який корпорація отримує завдяки використанню кредиту, тобто

$$\text{ЕФВ} = (1 - \text{ПП}) \cdot (R_E - p) \cdot \text{ПК} : \text{ВК}, \quad (5.6)$$

де ЕФВ – приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу (вплив фінансового важеля), %;

ПП – ставка податку на прибуток;

R_E – економічна рентабельність активів, %;

p – середні розрахункові відсотки за кредит;

ПК – позиковий капітал; ВК – власний капітал корпорації.

Диференціал фінансового важеля характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів та середнім розрахунковим відсотком за кредит.

Ефект фінансового важеля виявляється в тому випадку, якщо він позитивний, причому що більше додатне значення диференціала, то позитивніший ефект фінансового важеля.

Коефіцієнт фінансового важеля мультиплікує позитивний або негативний ефект, який одержують за рахунок значення диференціалу. За незмінного диференціала коефіцієнт фінансового важеля є основним генератором як збільшення прибутку від власного капіталу, так і підвищення фінансового ризику його втрати.

Аналогічно за незмінного коефіцієнта фінансового важеля позитивна чи негативна динаміка його диференціала генерує як збільшення прибутку від власного капіталу, так і підвищення фінансового ризику його втрати.

Разом з тим фінансовий ризик – це ризик зменшення дивідендів та курсу акцій, що виникає у власників звичайних акцій при використанні позикового капіталу. При цьому на звичайні акції перекладається також частина виробничого ризику, хоча він може компенсуватися більшим очікуваним доходом акціонерів.

Зазначена концепція ефекту фінансового важеля базується на визначенні того, як зміна прибутку до оподаткування і

сплати відсотків за кредит впливає на зміну чистого прибутку, що припадає на кожну звичайну акцію, тобто

$$\text{ЕФВ} = \Delta \text{EPS} : \Delta \text{EBIT} = (P + I)P, \quad (5.7)$$

де ΔEPS – зміна чистого прибутку на акцію, %;

ΔEBIT – зміна прибутку до оподаткування і сплати відсотків за кредит;

P – балансовий прибуток;

I – відсотки за кредит, що включаються в собівартість.

Таким чином, що більший відносний обсяг залучених корпорацією позикових коштів, то більші відсотки, які виплачуються за ним і менший прибуток, отже, значніший вплив фінансового важеля.

Ефект фінансового важеля полягає в такому: що він вищий, то інтенсивніший нелінійний характер зв'язку між прибутком на акцію та прибутком корпорації до виплати податків і відсотків. У корпораціях, що використовують кредит, кожний відсоток зміни прибутку до оподаткування і сплати відсотків за кредит приносить більше відсотків зміни чистого прибутку на акцію, ніж у корпораціях, що використовують власні кошти.

Знання механізму впливу фінансового важеля на рівень прибутковості власного капіталу і ступінь фінансового ризику уможливорює цілеспрямоване управління як вартістю, так і структурою капіталу корпорації. Що значніший фінансовий важіль, то інтенсивніший фінансовий ризик і вища вартість капіталу корпорації внаслідок збільшення відсотків, що виплачуються за позиковими коштами. У результаті зміни структури капіталу і залучення позикових коштів може підвищитись рентабельність акціонерного капіталу.

У міру одночасного посилення впливу операційного та фінансового важелів незначні зміни обсягу реалізації і виручки зумовлюють суттєві зміни чистого прибутку на акцію.

Це виражається у множенні двох сил – операційного (ЕОВ) та фінансового (ЕФВ) важелів і появі загального операційно-фінансового важеля (ЕОФВ):

$$\text{ЕОФВ} = \text{ЕОВ} \cdot \text{ЕФВ}. \quad (5.8)$$

Ефект загального важеля свідчить про загальний ризик корпорації, під яким розуміють ризик, пов'язаний з можливою недостатністю коштів для покриття поточних витрат і витрат з обслуговування зовнішніх джерел коштів.

Для того щоб рівень операційного важеля був вигідний власникам звичайних акцій, обсяг реалізації повинен перевищувати точку беззбитковості. Для того щоб корпорації було вигідно залучати позикові кошти, ціна позикового капіталу повинна бути меншою від коефіцієнта рентабельності активів.

Проблеми можливості та доцільності управління структурою капіталу завжди перебували в центрі уваги вчених і практиків. Основне питання дискусії зводиться до такого: чи існує оптимальна структура капіталу і як вона впливає на вартість капіталу підприємства і вартість безпосередньо підприємства.

Вирішувати це питання пропонували у традиційному підході та згідно з теорією Ф. Модільяні та М. Міллера [227].

Відповідно до традиційного підходу існує оптимальна структура капіталу і ціна капіталу залежить від його структури. Як зазначалося, ціна капіталу залежить від ціни його складових: власного та позикового капіталу. При зміні структури капіталу змінюється ціна цих джерел. Незначне збільшення частки позикового капіталу в загальному обсязі джерел неістотно впливає на зміну ціни власних джерел. Зі збільшенням частки позикових коштів ціна власного капіталу починає підвищуватись зростаючими темпами, вартість позикового капіталу спочатку залишається незмінною, а потім так само починає підвищуватись. Оскільки ціна позикового капіталу в середньому нижча від ціни власного капіталу, існує оптимальна структура капіталу, за якої середньозважена ціна капіталу мінімальна, а отже, вартість корпорації буде максимальною.

Учені Ф. Модільяні та М. Міллер [226] заклали базові принципи теорії структури капіталу в 1958 р. Вони дійшли висновку, що збільшення частки позикових джерел у структурі капіталу не підвищує вартість корпорації, оскільки

вигода від дешевшого позикового капіталу врівноважується підвищенням ціни її акціонерного капіталу внаслідок підвищення ступеня його ризику.

Таким чином, згідно з теорією структури капіталу за відсутності податків і ціна капіталу корпорації, і вартість безпосередньо корпорації не залежать від структури джерел капіталу.

У 1963 р. ці науковці врахували вплив податку на прибуток на вартість капіталу корпорації. Вони дійшли висновку, що використання позикових джерел підвищує вартість корпорації, тому що відсотки за позиками віднімаються з оподаткованого прибутку, у результаті чого збільшується операційний прибуток.

Отже, із зазначеної теорії випливає, що вартість корпорації стає максимальною за стовідсоткового залучення позикового капіталу. Без позикового капіталу вартість корпорації дорівнює ринковій ціні акціонерного капіталу.

У 1976 р. М. Міллер розробив модель, що засвідчила вплив позикового фінансування на вартість корпорації з урахуванням податків на фізичних і юридичних осіб. При цьому було враховано податки на особистий прибуток від володіння акціями та надання позик. Основний висновок, який випливає з цієї моделі, полягає в тому, що облік у ній податків на особисті доходи знижує вигоду від залучення позикових джерел. Це пов'язано з тим, що із введенням податків на особисті доходи зменшується дохід, що залишається в розпорядженні інвесторів, відповідно знижується й вартість корпорації.

Основні положення теорії структури капіталу [224; 225] піддаються критиці як з боку вчених, так і практиків. Основний її недолік полягає в невідповідності більшості теоретичних припущень реальній ситуації, що складається на ринку. Так, у цій моделі не враховано витрати, пов'язані з фінансовими ускладненнями, агентські витрати, реальний стан ринку та ін. Сумнівний також висновок про стовідсоткове використання позикового капіталу з метою максимізації вартості корпорації, що навряд чи можливо на практиці.

З огляду на викладене було розроблено багато компромісних моделей, що враховують недоліки попередньої моделі.

Компромісна теорія, розроблена М. Бренаном, Е. Шварцом [196], Х. Леландом [220] та іншими науковцями, передбачає облік таких реальних економічних умов, як чинники оподаткування прибутку та витрати банкрутства.

Витрати, пов'язані з фінансовими ускладненнями, становлять додаткові витрати корпорації, які вона здійснює в разі виникнення загрози банкрутства. Вони виражаються у прямих і непрямих витратах банкрутства. Прямі витрати банкрутства – це витрати внаслідок псування майна, оплати правових послуг, адміністративних витрат та ін.

До непрямих належать витрати на забезпечення спеціальних управлінських рішень, пов'язаних з фінансовими ускладненнями, діями споживачів, постачальників матеріалів та інших контрагентів. Ці витрати доволі великі й іноді досягають 20% вартості корпорації.

Таким чином, фінансові ускладнення підвищують вартість капіталу корпорації за рахунок збільшення очікуваної прибутковості акціонерного капіталу і знижують вартість корпорації.

Агентськими є витрати із забезпечення управління корпорацією і контролю за її ефективністю. Крім того, існують суперечності між інтересами акціонерів і власниками облігацій, внаслідок чого останні можуть накласти певні обмеження на керуючих і здійснювати конкретні витрати з контролю за їх дотриманням. У результаті підвищується ціна позикового капіталу і знижується ціну акціонерного капіталу, що спричиняє зниження ефективності залучення позикових коштів. Оцінка агентських витрат доволі складна і має певний суб'єктивізм. Проте її необхідно враховувати при визначенні ціни капіталу корпорації.

Таким чином, оптимальна структура капіталу перебуває в результаті компромісу між досягненням додаткової економії за рахунок податків, що забезпечується шляхом залучення позикових коштів, і збільшенням витрат, пов'язаних з потен-

ційними фінансовими ускладненнями та агентськими витратами через збільшення частки позикового капіталу в загальній структурі капіталу.

Компромісні моделі можна використовувати при прийнятті рішення про доцільність залучення позикових коштів. Для прийняття такого рішення необхідно порівняти очікувані витрати через фінансові ускладнення і агентські витрати з можливою економією коштів на податках, що виникає в результаті залучення позикових коштів.

При використанні компромісних моделей необхідно також враховувати, що корпорації, які мають матеріальні активи, мають більше можливостей залучати позикові кошти, ніж ті, де переважають нематеріальні активи [211, с. 44]. Це пов'язано з тим, що витрати на подолання фінансових ускладнень залежать не лише від ймовірності їх настання, а й можливого збитку, що визначається ціною активів корпорації.

Незважаючи на привабливість, компромісні моделі не дістали практичного застосування для досягнення цільової структури капіталу. Так, учені Т. Дональдсон та Л. Престон [209] у 60-ті роки минулого століття на основі дослідження практики формування структури капіталу дійшли висновку, що корпорації намагаються фінансувати діяльність переважно за рахунок нерозподіленого прибутку і акціонерного капіталу. У разі нестачі коштів для фінансування нових проектів корпорація насамперед вдається до позик і випуску конвертованих боргових зобов'язань, не випускаючи нових звичайних акцій. Таким чином, джерела власного капіталу зазначені вчені поділили на дві нерівнозначні частини: нерозподілений прибуток та нові звичайні акції, що суперечить компромісним моделям.

У подальшому компромісні моделі розвинув професор С. Майєрс [222], об'єднавши їх у теорію асиметричної інформації структури капіталу. Сутність цієї теорії полягає в тому, що менеджери краще знають реальний стан справ та перспективи розвитку корпорації, ніж її акціонери та інші інвестори, тобто мають більше інформації. Це необхідно враховувати

при розробленні оптимальної структури капіталу корпорації. На практиці ця теорія реалізується шляхом обмеження випуску нових звичайних акцій за зниженими цінами та збереження резервного позикового потенціалу за рахунок високої частки акціонерного капіталу та низького рівня заборгованості. Цей резервний потенціал можна використовувати додатково для залучення позикових коштів за крайньої потреби.

Неокласичні концепції (традиційна, Модільяні–Міллера, стаціонарного співвідношення) передбачали, що фінансові рішення приймаються в умовах досконалого ринку, коли інформація є повною і загальнодоступною, а економічна поведінка учасників раціональна. Проте насправді ринкові ціни не відображають усю інформацію, інформація не є прозорою і загальнодоступною для всіх його учасників, тобто вона асиметрична, а раціональність економічних суб'єктів обмежена.

Вплив асиметрії інформації на оптимізацію фінансової структури капіталу відображений у низці концепцій, що виходять з положення про недосконалість функціонуючого ринку і асиметричність інформації для окремих учасників ринку щодо перспектив розвитку корпорації. У свою чергу, асиметричність інформації зумовлює різні оцінки майбутнього рівня прибутковості та ризику і, отже, умови оптимізації структури капіталу. Так, менеджери корпорації зазвичай мають достовірнішу інформацію, ніж інвестори та кредитори, що означає її асиметричність. Якби інвестори і кредитори мали такий самий обсяг інформації, що й менеджери, вони краще формулювали б вимоги до рівня прибутковості наданого корпорації капіталу, що сприяло б оптимізації структури капіталу відповідно до його реального фінансового стану і перспектив розвитку.

Зазначені обставини враховано в сигнальних теоріях (Росса, Майерса–Майлуфа, Міллера, Рока, Уелча), які припускають, що асиметрію інформації можна зменшити на основі певних сигналів для кредиторів та інвесторів, ініційованих поведінкою менеджерів на ринку капіталу.

Однією з найвідоміших вважається сигнальна модель Майерса–Майлуфа [228]. У цій моделі передбачається, що менеджери діють в інтересах акціонерів, що існували на момент прийняття рішень (так званих старих акціонерів), краще обізнані зі стану справ всередині корпорації та якістю інвестиційних проектів, ніж інвестори на ринку. Якщо інвестори мають неправдиву інформацію про оцінку компанії, фінансування ефективних інвестиційних проектів за допомогою емісії акцій зробить ці проекти не вигідними для старих акціонерів, тому з метою реалізації таких проектів краще використувати інші джерела фінансування, ціна яких меншою мірою залежить від цієї інформації про корпорацію, зокрема, прибуток або боргові зобов'язання.

Оптимальні стратегії залучення капіталу диференційовані за перспективами підвищення ринкових цін на акції. За наявності таких перспектив додаткова емісія акцій для реалізації інвестиційного проекту унеможливить максимізацію ціни капіталу, а за їх відсутності це джерело забезпечить максимальну ринкову оцінку. При асиметрії інформації інвестори враховують ці стратегії при прийнятті відповідних рішень. Так, якщо корпорація оголошує додаткову емісію, це є сигналом, що менеджмент вважає ринкову оцінку завищеною й інвестору доцільно скоригувати дані про вартість капіталу корпорації. При формуванні цільової фінансової структури капіталу сигнальна модель рекомендує враховувати потреби майбутнього залучення капіталу з притаманною такому залученню асиметричною інформацією та підтримувати меншу частку позикового капіталу, ніж таку, за якої зрівнюються граничні вигоди податкового щита та банкрутства згідно з теорією стаціонарного співвідношення. Таким чином, при прийнятті рішень з фінансової структури капіталу слід враховувати попередній розвиток корпорації, поточну і прогнозовану рентабельності діяльності.

На основі теорій боргу (1977 р.) і структури капіталу при асиметрії інформації (1984 р.) С. Майєрс [222] обґрунтував

висновки щодо вибору менеджерами джерел фінансування, що стали базовими в теорії порядку фінансування. На думку вченого, серед джерел фінансування переважає нерозподілений прибуток (внутрішнє джерело), друге місце посідає позиковий капітал, третє – конвертовані облігації. Додаткову емісію акцій слід застосовувати у крайньому разі, оскільки ринок вважає це негативним сигналом.

Теорія порядку фінансування пояснює низку обставин, не врахованих у теорії стаціонарного співвідношення. Зокрема, як зазначалось, оголошення про додаткову емісію акцій призводить до зниження ціни акції на ринку, оскільки інвестори одразу знижують оцінку корпорації. З позицій компромісного підходу, що передбачає схожість структур корпорацій однієї галузі (з огляду на однотипність активів, комерційних ризиків, ціноутворення, умов прибутковості та оподаткування), незрозуміло, чому високорентабельні корпорації вибирають низький рівень боргу.

Теорія порядку фінансування пояснює зазначений парадокс виходячи з того, що витрати несприятливого вибору інвестиційних проектів можуть переважувати вигоди і витрати, що розглядаються в теорії стаціонарного співвідношення, і через значні витрати випуску інструментів капіталу (трансакційні та інформаційної асиметрії) корпорації встановлюють певну ієрархію інструментів фінансування. За логікою Теорії порядку фінансування високорентабельні корпорації не потребують залучення інших, меншою мірою бажаних джерел фінансування.

Висновки теорії порядку фінансування підтверджує низка емпіричних досліджень, результати яких засвідчують, що високоприбуткові корпорації скоріше випустять борг, ніж акціонерний капітал [214]. Проте інші емпіричні дослідження спростовують зазначені докази. Так, згідно з результатами досліджень Е. Фама та К. Френча [210] 86% компаній протягом 1983–2003 рр. використовували випуск акцій для збільшення

капіталу. На думку цих учених, такі фінансові рішення не збігаються з теорією порядку фінансування.

Положення про асиметрію інформації було покладено також в основу низки концепцій суперечності інтересів (агентської теорії, теорій корпоративного контролю і моніторингу витрат, стейкхолдерів), сучасних поведінкових теорій.

Одна група теорій орієнтована на врахування суперечностей інтересів різних учасників господарської діяльності та їх оцінювання припустимих ризиків у корпоративному управлінні та при оптимізації фінансової структури капіталу.

Концепція агентської проблеми, найповніше викладена у класичній праці М. Йєнсена і У. Меклінг «Теорія фірми: поведінка менеджерів, агентські витрати і структура власності» [216], припускає, що менеджмент підприємства може приймати рішення, що суперечать інтересам акціонерів або кредиторів, відповідно потребуються витрати на його діяльність. Ефективним інструментом розв'язання агентської проблеми є правильний вибір структури компенсаційного пакета (частки участі у власності, бонусів, опціонів на акції), що дасть змогу пов'язати доходи менеджерів з динамікою вартості акціонерного капіталу та забезпечити мотивацію для його збереження і збільшення.

Агентські витрати власного капіталу виникають також внаслідок відмінності інтересів і рівня інформованості власників та кредиторів корпорації. За асиметрії інформації кредитори, надаючи капітал, зацікавлені в можливості здійснення власного контролю за ефективністю його використання та повернення. Витрати на моніторинг, як правило, перекладаються на власників корпорації шляхом включення їх у плату за наданий кредит. Моніторингові витрати залежать від обсягу використовуваного корпорацією позикового капіталу, тому зі збільшенням цього обсягу підвищується середньозважена вартість капіталу корпорації і знижується ринкова вартість безпосередньо корпорації. Крім того, середньозважена вартість капіталу може підвищуватись внаслідок агентських

витрат боргу. Останні пов'язані з тим, що акціонери, відповідальність яких за зобов'язаннями корпорації обмежена їх часткою в капіталі корпорації, можуть приймати інвестиційні стратегії, що сприятимуть максимізації їх добробуту за рахунок власників боргових зобов'язань. Так, при нарощуванні боргу для здійснення вкладень з великим ризиком або коли зобов'язання компанії не забезпечуються належною мірою активами, частина ризиків перекладається на кредиторів, проте такі рішення знижують ринкову вартість корпорації.

Урахування відмінностей інтересів різних сторін при оптимізації структури капіталу покладено в основу теорії стейкхолдерів.

Стейкхолдери (*stakeholders*) – це зацікавлені особи, що становлять внутрішні та зовнішні групи впливу, здатні впливати на корпорації або на яких впливають корпорації [234]. До основних стейкхолдерів належать власники акцій, інституційні інвестори, менеджери вищої ланки, працівники та фінансисти корпорації, споживачі, поширювачі, постачальники, представники державної та муніципальної гілок влади, соціальні та суспільні групи. Відмінності та перетинання інтересів стейкхолдерів, різне оцінювання ними припустимого ризику породжують умови для конфлікту їх інтересів, що вносить певні корективи в оптимізацію фінансової структури капіталу.

Поведінкові теорії (відстеження ринку, автономії інвестицій менеджерів, інформаційних каскадів та ін.) за численними емпіричними дослідженнями описують, як насправді приймаються фінансові рішення з формування структури капіталу.

Згідно з теорією відстеження ринку співвідношення боргу і капіталу визначається ринковою динамікою. Термін «відстеження ринку» позначає практику корпорацій емітувати часткові цінні папери за високих цін на ринку і викуповувати акції за низьких цін. Відповідно менеджери

отримують вигоду в разі тимчасових відхилень вартості власного капіталу від інших його форм.

За асиметрії ринку, на думку Д. Джентера [217], важливим чинником впливу на рішення про структуру капіталу є суб'єктивне сприйняття менеджерами того, як ринок оцінює акції.

Як зазначають зарубіжні вчені М. Бейкер і Дж. Верглер, структура капіталу формується в результаті спроб менеджменту відстежувати ринок капіталу і є сумарним підсумком усіх таких спроб [189, с. 3].

Таким чином, відстеження ринку і отримання вигоди з поточного недооцінювання або переоцінювання капіталу визначають фінансову структуру капіталу, що й вважається оптимальною стратегією.

Теорія автономії інвестицій менеджерів розвиває положення теорії відстеження ринку, встановлюючи зв'язок між рішеннями менеджерів з емісії акцій та їх ринковою ціною [206].

Проте в цій моделі, на відміну від теорії відстеження ринку, де зазначений зв'язок виникає через переоцінювання або недооцінювання корпорації, емісія акцій свідчить про згоду інвесторів з діями менеджерів.

За логікою моделі менеджери реалізують тільки рішення, які позитивно сприймуть інвестори і які відповідно позитивно вплинуть на ринкову вартість корпорації: за високої ринкової вартості акцій корпорації і високого ступеня згоди очікувань менеджерів та інвесторів корпорація здійснює додаткову емісію акцій, у протилежній ситуації застосовує боргові інструменти.

Таким чином, на фінансову структуру капіталу найзначніше впливають інвестори, очікування яких враховують менеджери.

В основу теорії інформаційних каскадів, запропонованої С. Біхчандані, Д. Хіршляйфером та І. Уелчем [194], покладено імітаційну поведінку економічних агентів. Теорія інформаційних каскадів припускає, що для економії витрат і

уникнення помилок фінансова структура капіталу може формуватися без урахування оптимальної структури або залежно від доступних у різні періоди функціонування корпорації джерел фінансування, а запозичувати у корпорацій з ефективним менеджментом, а також використовувати найпопулярніші методи управління структурою капіталу.

Аналізуючи еволюцію теорії фінансової структури капіталу, дослідники пропонують різні класифікації сформованих теоретичних підходів [213]. Так, Т.В. Теплова [166, с. 152] вирізняє статичні теорії, що припускають пошук оптимальної структури капіталу, її динаміку, що допускає відхилення від цільової структури капіталу в конкретний момент.

І.А. Бланк [27, с. 57] наголошує на помилковості такого трактування, оскільки динамізм цільової структури капіталу визначається не вибраним як методичний інструментарій теоретичним підходом, а динамізмом конкретних чинників, що розглядаються будь-якою теорією структури капіталу.

Погоджуючись з І.А. Бланком щодо того, що всі теорії різною мірою враховують чинники визначення фінансової структури капіталу, власне вектор еволюції теорій структури капіталу пов'язаний з урахуванням дедалі більшої кількості таких чинників.

Разом з тим сучасні теорії, на відміну від традиційних, насамперед досліджують фактичну структуру капіталу корпорації, її співвідношення з оптимальною структурою, пристосування структури капіталу до оптимальної його детермінанти. При цьому вони базуються на результатах численних емпіричних досліджень політики корпорацій у сфері фінансової структури капіталу [199, с. 391], згідно з якими остання формується під впливом різних чинників. Ці чинники класифікують за місцем виникнення – зовнішнього та внутрішнього середовища і характером впливу – інституційно-правові, фінансово-економічні та соціально-управлінські (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Чинники впливу на формування структури капіталу корпорації

Чинники зовнішнього середовища	Чинники внутрішнього середовища
Інституційно-правові	
<ul style="list-style-type: none"> – Закріплені в законодавчому порядку вимоги до величини і порядку формування елементів власного та залученого капіталу корпорації; – законодавчо закріплені вимоги до власного капіталу корпорації при здійсненні окремих видів діяльності; – вплив зовнішніх стейкхолдерів; – ефективність правової системи держави; – захист прав власності 	<ul style="list-style-type: none"> – Закріплені в установчих документах корпорації вимоги до обсягу і порядку формування власного та залученого капіталу корпорації; – закріплені у статуті питання контролю управління корпорації; – агентські конфлікти та ступінь захищеності керівництва, привабливість джерел фінансування для менеджменту
Фінансово-економічні	
<ul style="list-style-type: none"> – Інвестиційний клімат у країні; – темпи економічної динаміки; – економічна та фінансова політика; – діюча система оподаткування; – ставка рефінансування цінних паперів; – рівень інфляції; – ступінь розвитку і кон'юнктура фондового та кредитного ринків; – доступність ресурсів фінансового ринку корпорацій; – тенденції галузевої та регіональної кон'юнктури; – інвестиційна привабливість галузі та регіону 	<ul style="list-style-type: none"> – Характеристики корпорації, пов'язані з її галузевою, територіальною та організаційною структурною специфікою; – стадія життєвого циклу; – концепція економічного розвитку, тип фінансової політики; – темпи економічної динаміки, що плануються та прогнозуються; – капітал корпорації; – структура капіталу; – ризики господарської діяльності та фінансовий стан корпорації; – характер попиту на продукцію та стабільність отримання доходу; – структура активів за ступенем ліквідності
Соціально-управлінські	
<ul style="list-style-type: none"> – Рівень корпоративного управління у країні, регіоні, галузі; – соціальна стабільність; – рівень криміналізації та корупції 	<ul style="list-style-type: none"> – Рівень і якість корпоративного управління та контролю; – рівень та якість фінансового менеджменту

В основу типології теорій фінансової структури капіталу повинні бути покладені методологічні принципи. Так, традиційні теорії базуються на методологічних принципах неокласичного підходу: досконалості ринку і раціональності економічних суб'єктів, у той час як сучасні теорії виходять із недосконалості ринків, асиметрії інформації та нерациональності господарських агентів – методологічних принципів, характерних для інституційного підходу до аналізу економічних процесів.

З урахуванням викладеного класифікацію основних теоретичних підходів до оптимізації фінансової структури капіталу корпорацій показано на рис. 5.1.



Рис. 5.1. Основні теоретичні підходи до оптимізації фінансової структури капіталу корпорації

У фінансовій практиці при визначенні цільової структури капіталу використовують комбінацію теоретичних підходів, які враховують мінливість різних детермінант. Узагальнюючи результати економетричних досліджень, фінансові менеджери розробляють різні теоретичні моделі з урахуванням змінності чинників визначення фінансової структури капіталу, власного досвіду та інтуїції [190, с. 1430]. В умовах України, на думку дослідників, необхідно також враховувати транзитивну специфіку, що позначається на формуванні чинників впливу на створення фінансової структури капіталу вітчизняних корпорацій [34].

Оптимізація структури капіталу передбачає кілька послідовних етапів (рис. 5.2).

На практиці оптимізація структури капіталу є одним з найважливіших і найскладніших завдань корпорацій. Оптимальна структура капіталу – це таке поєднання власних і позикових коштів, за якого забезпечується якнайефективніше співвідношення коефіцієнтів рентабельності та фінансової стійкості корпорації.

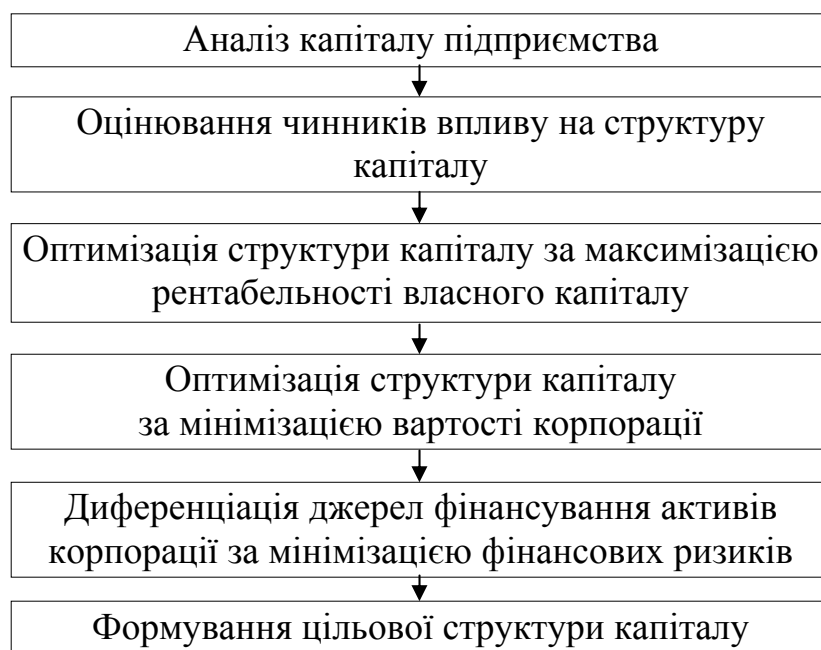


Рис. 5.2. Основні етапи оптимізації структури капіталу

На першому етапі аналізують капітал корпорації, що полягає у виявленні тенденцій динаміки обсягу і складу капіталу та їх впливу на ефективність використання коштів та фінансову стійкість корпорації.

На другому етапі оцінюють основні чинники впливу на структуру капіталу, що дає змогу сформувати цільову структуру капіталу в майбутньому.

На третьому етапі оптимізують структуру капіталу корпорації за максимізацією фінансової рентабельності власного капіталу, що визначається як відношення чистого прибутку до власного капіталу. З цією метою визначають фінансовий ризик та фінансовий важіль.

На четвертому етапі структуру капіталу корпорації оптимізують за мінімізацією її вартості, для чого визначають ціну кожного елемента капіталу і його середньозважену ціну на основі багатоваріантних розрахунків.

На п'ятому етапі диференціюють джерела фінансування складових активів корпорації за мінімізацією фінансових ризиків.

Існують три методи фінансування активів за ступенями фінансового ризику: консервативний, помірний та агресивний. Залежно від ставлення до ризику та політики корпорації менеджер вибирає відповідний варіант.

На останньому, шостому етапі формують максимально рентабельну та мінімально ризикову цільову структуру капіталу. За результатами розрахунків вирішують питання залучення фінансових ресурсів і відповідних джерел фінансування.

Для ефективного формування вітчизняної моделі корпоративного управління, що створюватиметься в міру підвищення ролі корпорації в суспільно-економічному житті країни, необхідно розв'язати проблему створення дієвої системи фінансового управління фінансами цих структур. З огляду на викладене на сучасному етапі господарювання вітчизняні вчені та практики зосереджені на пошуку шляхів залучення, ефективного використання і загалом свідомого управління фінансами вітчизняних корпорацій та оптимізації управління вартістю їх капіталу.

5.2. Управління капіталом та прибутком корпорації як складової фінансової політики

Традиційно поняття «стратегічне управління» пов'язано з великими транснаціональними корпораціями, які мають можливість витрачати значні кошти на зміну діяльності та систему управління. Водночас ідеї та принципи стратегічного управління придатні для будь-яких корпорацій.

Стратегічний підхід до управління капіталом та прибутком корпорації передбачає вміння моделювати ситуацію; своєчасно виявляти необхідність змін діяльності корпорації; формулювати та вибирати найефективнішу стратегію здійснення цих змін; використовувати під час змін ефективні методи досягнення бажаного результату; втілювати розроблену стратегію в діяльність корпорації. На практиці зазначена схема не становить жорсткого керівництва, а є орієнтиром, що визначає інтеграційний характер реалізації стратегічного підходу в управлінні.

Стратегічне управління полягає у визначенні кращого результату, якого може досягти корпорація в найближчій та довгостроковій перспективі з урахуванням поведінки зовнішнього середовища та його можливостей, а також створенні та реалізації плану конкретних дій щодо необхідних змін для досягнення бажаного результату. Стратегію частково планують, а частково формують залежно від на змін навколишнього середовища. Зокрема, це певний план дій досягнення бажаного результату з урахуванням змінних умов зовнішнього середовища і запланованих змін діяльності корпорації.

Розроблення та реалізація стратегічного підходу до фінансової діяльності корпорації – найважливіші завдання власника, тому що передбачає не лише створення додаткових конкурентних переваг корпорації, а й виживання на ринку в середньо- та довгостроковій перспективі.

Управління капіталом та прибутком корпорацій виходить із завдання максимізації вартості управлінських активів як основної мети власників і менеджменту, що нині домінує в управлінні зарубіжними корпораціями. Для вітчизняних корпорацій вартісний підхід до вдосконалення управління так само набирає актуальності, оскільки національні компанії після етапу консолідації активів за наростаючої глобальної конкуренції змушені перейти до фази ефективного управління і створення максимальної вартості бізнесу [147, с. 6].

Необхідно зазначити, що останніми роками вітчизняна економіка істотно змінилась. Фундаментальна трансформація структури власності, економічні, інституційні та політичні чинники спричинили еволюцію поведінки приватних власників в Україні.

Розглянемо основні етапи еволюції найважливіших цілей власників в Україні [148].

Етап перший, 1987–1997 рр. Розпад радянської системи власності та масова приватизація через заставні аукціони. На цьому етапі основне завдання вітчизняних власників полягало в максимізації обсягу підконтрольних активів і отриманні їх якнайдешевшим способом за доступу до адміністративного ресурсу.

Етап другий, 1997–2002 рр. Перерозподіл та реструктуризація власності. На цьому етапі основні завдання власників включали розширення підконтрольних профільних активів шляхом ворожих поглинань з використанням недосконалості акціонерного законодавства та законодавства про банкрутство, доступу до адміністративних ресурсів; формування холдингів і виокремлення профільних напрямів бізнесу; позбавлення від отриманих при приватизації непрофільних активів; фінансове оздоровлення профільних активів і створення структур та систем управління; забезпечення механізмів контролю грошових потоків і створення офшорних фінансових сервісних корпорацій з метою трансферу потоків в

юрисдикції з вищою здатністю забезпечення права власності та безпеки активів.

Етап третій, 2002–2008 рр. Відокремлення власності від менеджменту. На цьому етапі створюються основні елементи систем корпоративного управління в багатoproфільних корпораціях, а також починають передаватись функції операційного управління, які раніше здійснювали безпосередньо власники, професійним менеджерам. Проте основними завданнями власників, як і раніше, залишились управління грошовими потоками та їх контроль, які розв'язувались за допомогою трансфертного ціноутворення, офшорних структур тощо. Водночас функції стратегічного управління та прийняття ключових рішень у переважній більшості корпорацій залишились за власниками-інсайдерами, і рівень делегування функцій управління професійним менеджерам так само залишився невисоким.

Етап четвертий, 2009 р. – дотепер. Перехід до вартісної моделі управління. Нині паралельно з формуванням повноцінних систем корпоративного управління вітчизняних корпорацій спостерігається тенденція переходу до концепції *value based management*, коли основним завданням власників, у тому числі сформульованим перед менеджментом, стає управління вартістю компанії, тобто капіталізація грошових потоків. Разом з тим слід зауважити, що перехід до вартісного підходу перебуває на початковій стадії розвитку. В означеному контексті лише кілька найпрогресивніших великих вітчизняних корпорацій осмислено переходять до *value based management* (наприклад, МТС, IBS, Київстар).

Таким чином, основне завдання ефективного власника повинно полягати у створенні ліквідної вартості корпорації, тобто такої, що визнана ринком і в будь-який момент може бути конвертована у грошові кошти шляхом продажу частини корпорації, а також у створенні системи стратегічного управління вартістю корпорації з метою її максимізації.

Саме такий підхід, орієнтований на створення вартості бізнесу, може забезпечити не лише значущі конкурентні переваги корпорації, а й найпрогресивніший спосіб забезпечення максимального добробуту акціонерів корпорації та її конвертованість у грошові кошти. Основні складові реалізації такого підходу: визнання вартісного підходу основною концепцією управління корпорацією; розуміння основних чинників вартості корпорації, розроблення та впровадження інструментарію і механізмів управління вартістю.

Для цілей управління вартістю капіталу витрати, що пов'язані із залученням та обслуговуванням фінансових ресурсів, необхідно поділити на пов'язані з відтоком грошових коштів і які не призводять до такого відтоку. Згідно з таким поділом можна повною мірою оцінювати не лише прибутковість вкладень акціонерів у наступний період, а й зміну потенціалу корпорації до зростання в результаті виплат грошових коштів, пов'язаних з обслуговуванням фінансових ресурсів корпорації, і як наслідок вплив цього чинника на майбутні доходи акціонерів. Таким чином, під вартістю капіталу доцільно розуміти витрати корпорації за певний період, здійснення яких пов'язано з відтоком грошових коштів і залученням та обслуговуванням фінансових ресурсів.

При цьому необхідно окремо розглядати вартість власного та позикового капіталу. До вартості власного капіталу входять витрати на виплату дивідендів, а також пов'язані з емісією звичайних та привілейованих акцій і їх обігом на фондових ринках.

Вартість позикового капіталу включає витрати на виплату відсотків за борговими зобов'язаннями та комісійні витрати, пов'язані із залученням і обслуговуванням боргового інструменту, організацією випуску боргових інструментів та їх обертанням на фондових ринках.

Сформована в такий спосіб вартість капіталу відображає грошові кошти, що спрямовуються на обслуговування фінан-

сових ресурсів, і дає змогу в подальшому аналізі визначати зміну потенціалу організації до приросту вартості активів і доходів акціонерів у результаті дії цього чинника.

Традиційний підхід до визначення впливу вартості капіталу на обсяг майбутніх доходів акціонерів передбачає визначення залежності між прибутковістю звичайних акцій у періоді, наступному за періодом дослідження, структурою та вартістю капіталу.

Найадекватніше зазначену залежність описує теорема Модільяні–Міллера

$$i = p + (p - r_m) \cdot \frac{D_m}{S_m}, \quad (5.9)$$

де i – очікувана прибутковість звичайних акцій;

p – норма капіталізації, яку розраховують з формули

$$V_m = \frac{EBIT}{p}; \quad (5.10)$$

V_m – ринкова вартість активів корпорації,

$$V_m = D_m + S_m; \quad (5.11)$$

D_m – ринкова вартість боргу;

S_m – ринкова вартість усіх акцій корпорації;

ЕБІТ – дохід корпорації до вирахування відсотків за борговими зобов'язаннями та виплати податків;

r_m – ринкова процентна ставка.

Величина $(p - r_m) D_m / S_m$ у формулі (5.9) – це «премія за фінансовий ризик» («*a premium related to financial risk*») [228, с. 271]. Таким чином, прибутковість звичайних акцій у період, наступний за періодом дослідження, має лінійну залежність від кредитного важеля, а рівень очікуваного доходу акціонерів

нейтральний щодо форми виплати цього доходу (у вигляді дивідендів або приросту курсової вартості) [229, с. 418–420].

Такий підхід за умови розгляду періоду, наступного за звітним, робить недоцільними контроль і планування співвідношення позикових та власних джерел у структурі капіталу. Проте розглядаючи вартість капіталу як витрати на залучення та обслуговування фінансових ресурсів, пов'язаних з відтоком грошових коштів, можна виокремити рішення, які спричиняють відтік грошових коштів у періоді, наступному за звітним, більшою мірою впливають на доходи акціонерів у майбутніх періодах, ніж у планованому.

Для вивчення цього явища припустимо, що корпорація діє на конкурентному ринку за відсутності податкових платежів; надана корпорацією інформація відображає реальний стан справ у корпорації; фінансові інструменти, які випускає корпорація, обертаються на фондовому ринку та доволі ліквідні, щоб вчасно реагувати на рішення, які приймає корпорація, щодо зміни структури капіталу та обсягу виплат грошових коштів, пов'язаних із залученням і обслуговуванням фінансових ресурсів; корпорація використовує позикові джерела фінансування різної вартості; ринкова вартість боргових інструментів (без нагромадженого купонного доходу) спрямована до їх балансової вартості; дивіденди виплачуються в перший день розглянутого періоду, який є днем закриття реєстру акціонерів.

За таких умов прибутковість звичайних акцій корпорації в періоді, наступному за звітним, визначають за формулою

$$i = \frac{EBIT - d_c \cdot D_b}{S_m} + \frac{Div}{S_m}, \quad (5.12)$$

З формули (5.10) $EBIT = \rho \cdot V_m$. При цьому, оскільки дивіденди виплачуються на початку планового періоду, тобто $V_m = D_m + S_m - Div$, маємо

$$i = \frac{\rho \cdot D_m + \rho \cdot S_m - \rho \cdot Div - D_b}{S_m} + \frac{Div}{S_m}. \quad (5.13)$$

За умови, що ринкова вартість боргових інструментів (без накопиченого купонного доходу) прагне до їх балансової вартості, тобто $D_m = D_b$,

$$i = (\rho - d_c) \frac{D_b}{S_m} + \rho \frac{S_m - Div}{S_m} + \frac{Div}{S_m}. \quad (5.14)$$

За залежністю (5.14) можна відстежувати зміну дохідності звичайних акцій корпорації у плановому періоді при прийнятті рішень у звітному періоді про використання корпорацією різних джерел фінансування.

Із зазначеного випливає, що темпи підвищення майбутньої вартості акцій корпорації визначаються нормою капіталізації (ρ) і скоригованою нормою капіталізації ($\rho - d_c$), а майбутні доходи акціонерів виражаються співвідношенням

$$i = \left((1 + \rho - d_c)^n - 1 \right) \frac{D_b}{S_m} + \frac{\left((1 + \rho)^n - 1 \right) (S_m - Div)}{S_m}, \quad (5.15)$$

де n – термін планування, виражений у роках або інших часових інтервалах, що співвідносяться з нормою капіталізації.

Для спрощення вважатимемо, що певний період (n) витрати корпорації на виплату дивідендів відповідатимуть моделі нульового зростання $Div_1 = Div_2 = \dots = Div_n$.

Останнє співвідношення, як і теорема Модільяні–Міллера, відображає наявність лінійної залежності між прибутковістю звичайних акцій і кредитним важелем за незмінної вартості позикового капіталу, проте за постійного кредитного важеля підвищення вартості позикового капіталу призводить до зниження прибутковості звичайних акцій у періоді, наступному

за прогностним, вищими темпами, ніж у прогностному періоді (рис. 5.3).

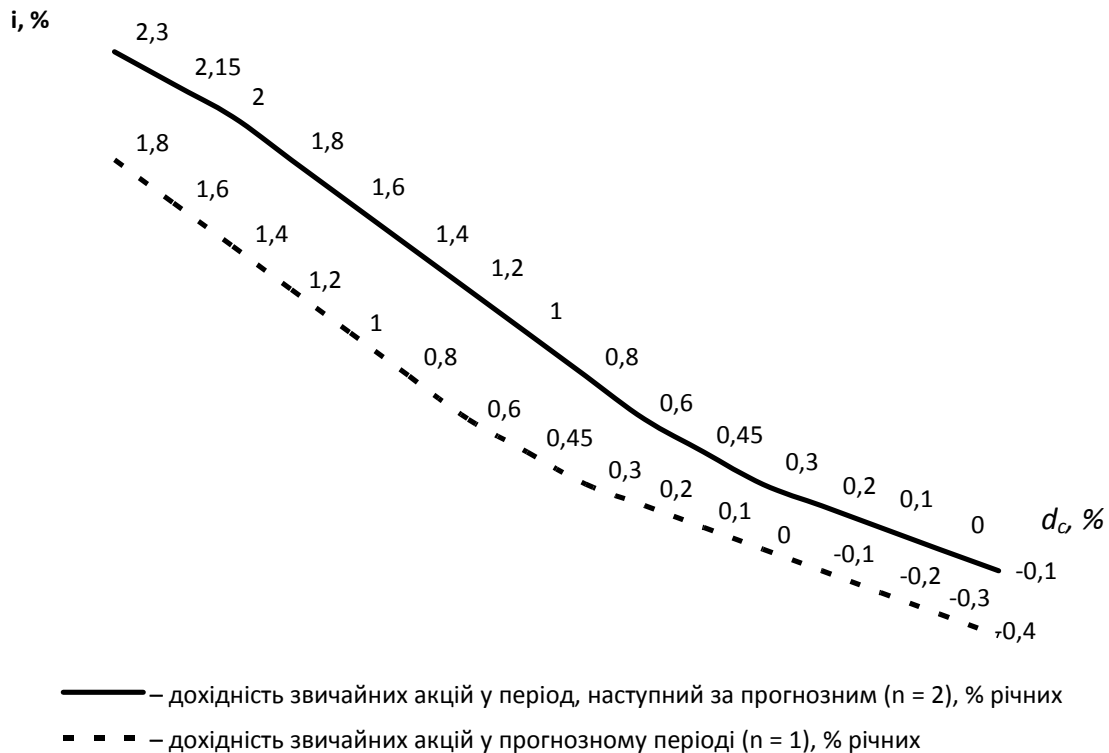


Рис. 5.3. Вплив вартості позикового капіталу (d_c) на дохідність звичайних акцій у прогностному періоді та наступних за прогностним (i)

В умовах оподаткування прибутку за збереження інших припущень теорема Модільяні–Міллера набирає вигляду

$$V_m = \frac{(EBIT - r D_m) \cdot (1 - t) + r D_m}{\rho'}, \quad (5.16)$$

або після скорочення

$$V_m = \frac{EBIT (1 - t) + t r D_m}{\rho'}, \quad (5.17)$$

де t — ставка податку на прибуток;

ρ' — норма капіталізації доходу власників з урахуванням оподаткування.

Проте відповідно до коригування теорії [227, с. 433] з позицій інвестора рівноважна ринкова вартість активів корпорації V_m сукупного потоку доходів $\text{EBIT}(1-t) + t r D_m$ – це сума двох компонентів: ринкового невизначеного потоку доходів $\text{EBIT} \cdot (1-t)$ та ринкового гарантованого потоку доходів $t r D_m$. При цьому нормою капіталізації гарантованого потоку доходів, що генерується борговими зобов'язаннями, є відсоткова ставка, оскільки вона однозначно визначає боргове зобов'язання за відомої суми відсоткових платежів за певний період. Таким чином, в умовах оподаткування прибутку і позначених поправок теорема Модільяні–Міллера набирає форми

$$V_m = \frac{\text{EBIT}(1-t)}{\rho_n} + \frac{t r D_m}{r}, \quad (5.18)$$

де ρ_n – норма ринкової капіталізації очікуваних чистих доходів власників звичайних акцій корпорації.

В умовах використання корпорацією позик з різними відсотковими ставками другий доданок формули (5.10) може набрати вигляду суми

$$\frac{t r D_m}{r} \rightarrow t \sum_{i=1}^k \frac{ic_i OD_i}{ic_i}. \quad (5.19)$$

Підставивши замість суми формулу $dc = \frac{\sum_{i=1}^k \frac{ic_i OD_i}{ic_i}}{D_b + PV_L}$ і здійснивши перетворення, отримаємо такий вигляд формули (5.10):

$$V_m = \frac{\text{EBIT}(1-t)}{\rho_n} + \frac{t d_c D_m}{d_c}. \quad (5.20)$$

Далі виразимо значення норми ринкової капіталізації чистих доходів власників звичайних акцій ρ_n (5.12) і доходу до виплати відсотків і податків ЕВІТ (5.13) з формули (5.11):

$$\rho_n = \frac{V_m - t D_m}{\text{ЕВІТ} (1-t)}; \quad (5.21)$$

$$\text{ЕВІТ} = \frac{\rho_n (V_m - t D_m)}{1-t}. \quad (5.22)$$

Очікувану прибутковість звичайних акцій корпорації в прогностному періоді в умовах оподаткування прибутку за збереження інших зазначених припущень розраховують за формулою

$$i = \frac{\text{ЕВІТ} - d_c D_b (1-t)}{S_m} + \frac{\text{Div}}{S_m}. \quad (5.23)$$

При цьому оскільки $\text{ЕВІТ} = \frac{\rho_n (V_m - t D_m)}{(1-t)}$ і дивіденди виплачуються на початку планового періоду ($V_m = D_m + S_m - \text{Div}$), визначаємо

$$i = \frac{(D_m + S_m - \text{Div} - t D_b) \frac{\rho_n}{1-t} - d_c D_b}{S_m} (1-t) + \frac{\text{Div}}{S_m} \quad (5.24)$$

або після спрощень

$$i = (\rho_n - d_c) (1-t) \frac{D_b}{S_m} + \rho_n \frac{S_m - \text{Div}}{S_m} + \frac{\text{Div}}{S_m}. \quad (5.25)$$

У співвідношенні (5.25) темпи підвищення майбутньої вартості акцій корпорації визначаються нормою ринкової капіталізації очікуваних чистих доходів власників звичайних акцій компанії (ρ_n) і скоригованою нормою капіталізації

$(\rho_n - d_c)(1-t)$. Таким чином, в умовах оподаткування прибутку майбутні доходи акціонерів

$$i = ((1 + (\rho_n - d_c)(1-t))^n - 1) \frac{D_b}{S_m} + \frac{((1 + \rho_n) - 1)(S_m - Div)}{S_m}. \quad (5.26)$$

Як і формула (5.15), вираз (5.26) характеризує наявність лінійної залежності між дохідністю звичайних акцій і кредитним важелем за незмінної вартості позикового капіталу. Необхідно також зазначити, що підвищення вартості позикового капіталу в межах розглядуваної моделі призводить до зниження прибутковості звичайних акцій у періоді, наступному за прогнозованим, швидшими темпами, ніж у прогнозованому періоді (див. рис. 5.3).

Наведені перетворення уможливлюють перспективний аналіз залежності дохідності звичайних акцій корпорації від вартості капіталу при плануванні джерел фінансування, що дає змогу крім відстеження впливу вартості використовуваних фінансових інструментів на результат діяльності корпорації, який розкривають у формах звітності, досягти основної мети діяльності корпорації – підвищити добробут власників.

Таким чином, створення системи стратегічного управління вартістю корпорації повинно включати такі основні етапи.

На першому етапі необхідно насамперед визнати управління вартістю корпорації ключовим завданням ефективного власника, інтегрувати концепцію вартісного підходу в управління в систему управління корпорацією і встановити менеджменту завдання зі створення ліквідної вартості корпорації та її максимізації.

Безумовно, цей етап має внутрішньокорпоративний політичний характер, проте саме акціонери як вищий орган управління корпорацією повинні забезпечити перехід до нової концепції управління.

На другому етапі – формалізації (створення моделі вартості корпорації) – необхідно докладно діагностувати бізнес-процеси корпорації та виявити основні драйвери вартості корпорації. Після діагностики необхідно побудувати формальні та емпіричні моделі, що описують вплив ключових драйверів на вартість. Для цього слід оцінити значущі джерела вартості та діапазони коефіцієнтів чутливості ринкової вартості до різних джерел. У результаті потрібно створити комплексну модель вартості корпорації.

Третій етап – формування стратегії. На базі формалізованої моделі вартості корпорації необхідно розробити середньо- та довгострокову стратегії розвитку та максимізації вартості корпорації. Для цього слід оцінити потенціал підвищення вартості за різними джерелами і економічну ефективність альтернативних стратегій підвищення вартості.

За виконаними процедурами необхідно вибрати оптимальну стратегію.

На етапі бюджетування вартості (четвертому) за аналогією з класичним бюджетуванням необхідно сформувати бюджет вартості, тобто затвердити програму формування цільових показників підвищення ринкової вартості корпорації на певні періоди; розробити план заходів реалізації оптимальної стратегії; затвердити стратегію та заходи через корпоративні процедури прийняття рішень; підготувати необхідні бюджети виконання; призначити відповідальних осіб; вибрати зовнішніх консультантів. Бюджетування вартості, на нашу думку, є невід’ємною і найважливішою управлінською процедурою стратегічного управління вартістю корпорації.

На п’ятому етапі – реалізація стратегії – безпосередньо реалізують розроблену стратегію і здійснюють управлінські дії, спрямовані на досягнення ключових показників вартості корпорації.

Шостий етап – звітність про вартість (*value reporting*). На цьому найважливішому етапі стратегічного управління фінансами корпорації, що фактично замикає управлінський

поетапний цикл, передбачаються підготовка та інтеграція в загальну звітність корпорації спеціальних звітів про вартість. Необхідно також орієнтувати річний звіт корпорації на вартісні показники. Іншими словами, потрібно покроково оцінювати реалізацію стратегії з підвищення вартості корпорації і здійснювати періодичний контроль досягнутих показників. Звітність про вартість повинна відображати аналіз результатів, досягнутих з підвищення вартості корпорації, а також оцінювати чинники підвищення її ринкової вартості.

На основі наведених звітів слід коригувати оцінні моделі, заходи і за потреби стратегії. Це уможливить системний і циклічний процес самонавчання корпорації в управлінні власною вартістю.

5.3. Кредитний механізм у системі управління фінансами корпорацій

Як важливий елемент оборотних активів корпорації дебіторська заборгованість впливає на фінансові показники корпорації: оборотність, рентабельність, ліквідність, платоспроможність, фінансову та ринкову стійкість, тривалість операційного та фінансового циклу. Менеджмент корпорацій постає перед дилемою: з одного боку, бажання продавати продукцію за передплатою з метою скорочення фінансового циклу і швидкого повернення коштів за відвантажену готову продукцію, що, у свою чергу, може негативно впливати на багатьох потенційних клієнтів, з іншого боку, прагнення збільшити обсяг продажів шляхом надання пільгових умов оплати, що може призвести до зменшення власних оборотних коштів і додаткових операційних витрат через необхідність залучення позикових коштів, не таке очевидне. У кінцевому підсумку всі дії менеджменту повинні орієнтуватись на забезпечення фінансової стійкості корпорації, підвищення її ринкової вартості, що створює необхідність формування системи цілей і оцінювання ефективності кредитної політики саме з таких позицій.

З огляду на зазначене мета кредитної політики повинна полягати в забезпеченні якості дебіторської заборгованості, її ринкової вартості, збільшенні поточних доходів, прибутковості та підвищенні ринкової вартості бізнесу корпорації. Досягти цієї мети можна шляхом підвищення конкурентоспроможності та ділової репутації бізнесу, його капіталізації та інвестиційної привабливості (рис. 5.4).



Рис. 5.4. Система цілей та завдань кредитної політики корпорації

Розглядаючи дебіторську заборгованість як комерційний кредит покупцю, слід чітко розуміти, що незважаючи на значні відмінності та специфіку діяльності корпорацій реального сектору економіки порівняно з банками, загальна логіка кредитного процесу, принципи надання кредиту повинні зберігатися. Мало того, потрібно враховувати нагромаджений у банківському секторі з менеджменту кредитних ризиків позитивний досвід. Зокрема, ідеологія клієнтоорієнтованого підходу, який часто застосовують банки, повинна відображатись також у діяльності корпорацій: необхідно знати клієнта, розуміти специфіку його бізнесу, вводити індивідуальні умови відстрочення платежу, встановлення кредитних лімітів, введення штрафних санкцій.

Крім того, кредитна політика і менеджмент дебіторської заборгованості повинні стати системним процесом у будь-якій корпорації з персоніфікацією відповідальності за якість портфеля дебіторської заборгованості та ефективність діючої політики продажу. При цьому дії менеджменту слід диференціювати за стадіями життєвого циклу дебіторської заборгованості (рис. 5.5): освіта (надання кредиту), моніторинг (термін відстрочення платежу не завершився), робота з проблемними кредитами (корпорація стикнулася з неповерненням заборгованості після завершення терміну дії договору). Цілком очевидно, що основні дії менеджменту з нівелювання кредитного ризику повинні бути виконані саме на першій стадії.

На відміну від банків технологія організації кредитного процесу в корпораціях тільки розвивається, на багатьох з них не існує чіткої регламентації дій менеджменту з оцінювання платоспроможності покупця, визначення його кредитного ліміту, встановлення розміру штрафів за прострочення платежу. Як правило, можливість продажу з відстроченням платежу і обсяг реалізованої в такий спосіб готової продукції менеджмент визначає експертно за досвідом роботи з конкретним дебітором, а також з урахуванням сформованих умов діяльності на ринку. Це призводить до простроченої та безнадійної дебіторської заборгованості, уповільнення темпів збільшення обсягу продажів, нестачі оборотного капіталу, проблем із забезпеченням ліквідності та підтримання платоспроможності. В основу

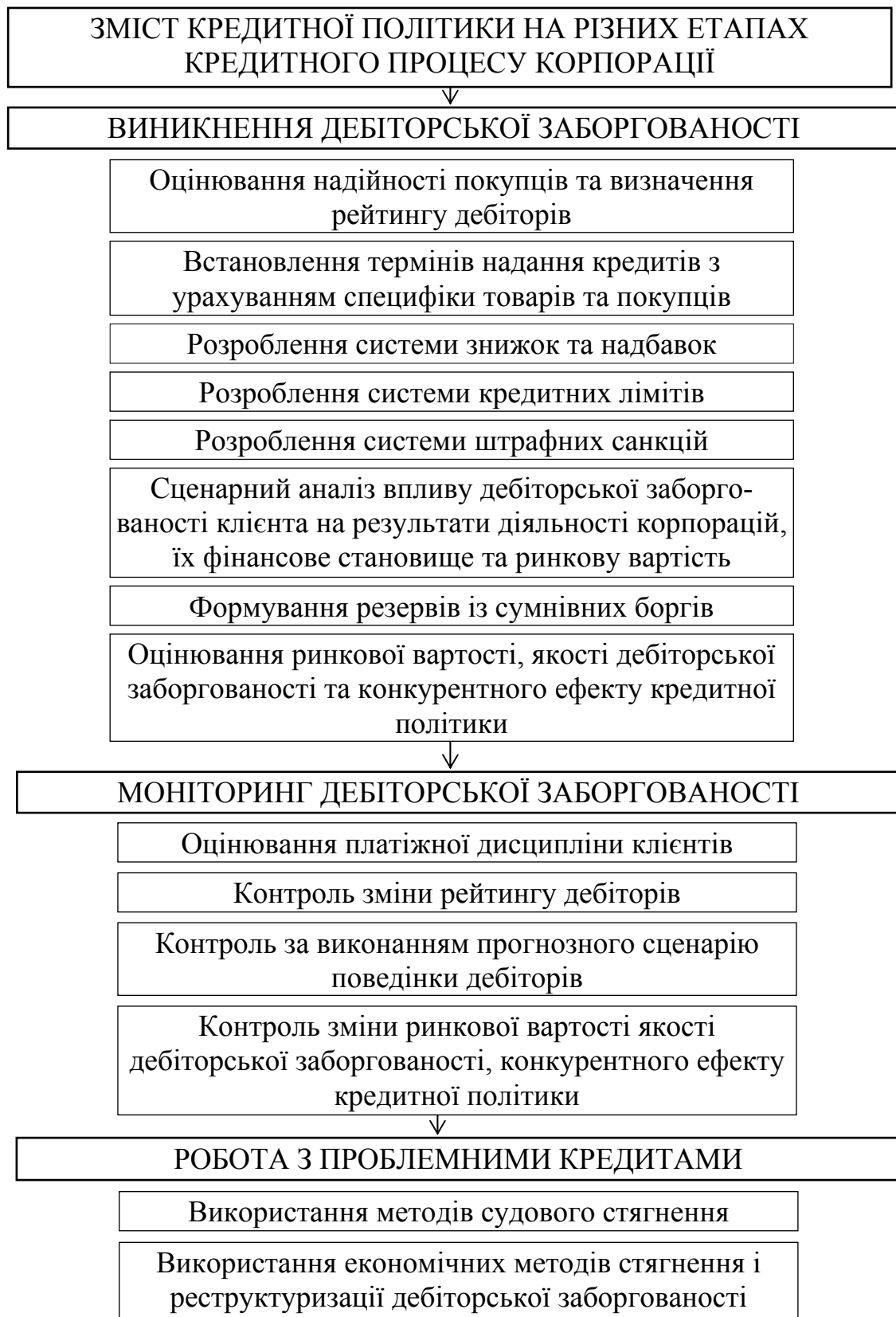


Рис. 5.5. Зміст кредитної політики корпорації

оцінювання надійності покупців слід закласти ризикоорієнтований підхід, що дає змогу враховувати як загальні (систематичні), так й індивідуальні (несистематичні) ризики конкретного дебітора. У загальному вигляді алгоритм оцінювання надійності та визначення рейтингу дебітора можна подати так: визначення значущості кожного чинника в сукупному кредитному ризику (експертно або за даними статистики минулих років); визначення показників, що характеризують індивідуальні чинники ризику дебітора; визначення балової шкали оцінок для розрахунку інтегрального показника кредитного рейтингу дебітора. Як варіант ранжування значущості чинників у сукупному кредитному ризику можна запропонувати показаний на рис. 5.6.

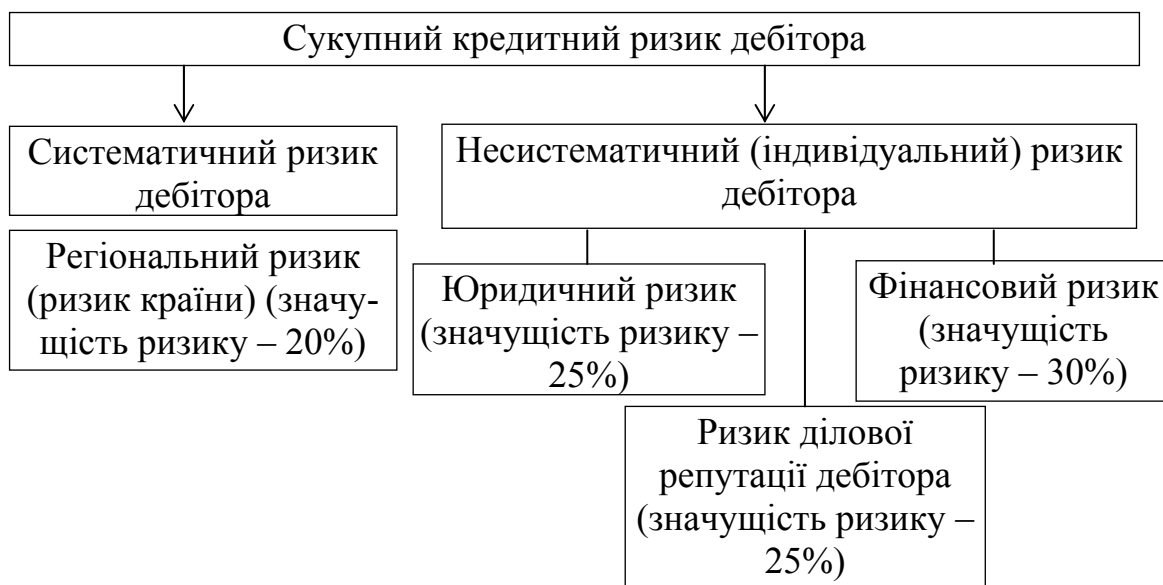


Рис. 5.6. Розподіл значущості чинників сукупного кредитного ризику

Шкала балів може бути такою: 1–4 бали. При цьому бал «1» встановлюється показникам з мінімальним рівнем ризику, «4» – з максимальним. Підсумковий кредитний рейтинг визначають як суму зважених оцінок усіх чинників ризику конкретного дебітора:

$$\text{Рейтинг дебітора} = \sum \text{Рейтинг}_i \times \text{Питома вага}_i, \quad (5.27)$$

де Рейтинг_i – рейтинговий бал за кожним чинником сукупного кредитного ризику;

Питома вага_{*i*} – коефіцієнт значущості кожного чинника сукупного кредитного ризику.

Ризик відносин з дебіторами іншої країни доволі значущий для корпорацій з експортування продукції, оскільки платоспроможність їх клієнтів багато в чому залежить від загальної економічної ситуації у країні. Разом з тим ризик регіону має важливе значення, оскільки рівень економічного розвитку, інвестиційної привабливості регіону може істотно відрізнятися від цих показників сусідніх регіонів або від рейтингу країни загалом. Для оцінювання такого чинника ризику доцільно використовувати результати рейтингів як міжнародних, так і національних рейтингових агентств.

Значущість цього чинника в сукупному кредитному ризику найнижча з огляду на те, що часто рейтинги не відображають ризику, що чітко виявилось в умовах світової фінансової кризи.

Юридичний ризик дебітора характеризується насамперед, тривалістю існування юридичної особи, оскільки велика кількість банкрутств корпорацій, підприємств та організацій припадає на термін від одного до трьох років. Очевидно, корпорації, що вийшли за встановлені межі, певною мірою стійкі, їх менеджмент компетентний з питань організації бізнесу. Разом з тим значущі також термін співробітництва корпорації з покупцем та інші чинники.

За отриманим значенням юридичного ризику дебітору вис-тавляється відповідний рейтинговий бал. Так, для критерію оцінки 0,8–9% – 1; 9,1–24,9% – 2; 25–54,9% – 3; 55–100% – 4.

Діловий ризик дебітора характеризується його залежністю від ринкової кон'юнктури і впливає на інтенсивність грошових потоків (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Показники ділового ризику дебітора

Показник ділового ризику	Критерії оцінки позитивної	Критерії оцінки негативної
Тривалість діяльності на ринку	Понад 3 роки	Менше від трьох років
Частка дебітора на ринку	Дебітор є одним з лідерів ринку	Дебітор не належить до значущих учасників ринку
Чутливість дебітора до сезонних чинників	Низька чутливість, попит на продукцію сталий	Висока чутливість, помітний спад ділової активності покупців
Наявність на ринку конкурентів	Відсутність значущих конкурентів (частка ринку – понад 30%)	Понад чотири великих конкурентів
Якість продукції	Вища від якості продукції конкурентів	Нижча від якості продукції конкурентів
Асортимент продукції	Широкий з різними напрямками збуту	Спеціалізація на одичному поширеному на ринку виді продукції
Залежність дебітора від одного або групи покупців	Втрата одного або кількох клієнтів не відображається на обсязі виручки від реалізації	Втрата одного клієнта може призвести до значних фінансових втрат
Цінова стратегія	Ціни відповідають середнім на ринку	Ціни необґрунтовано вищі, ніж на ринку

Критерії оцінки: позитивна оцінка за 6–8 показниками з 8 запропонованих – рейтинговий бал 1; за 4–5 показниками – 2; за 2–3 показниками – 3; за одним показником – 4.

Фінансовий ризик дебітора характеризується низькою ліквідністю, незбалансованістю активів та джерел фінансування, низькою віддачею на вкладений капітал, неповерненням дебіторської заборгованості, порушенням платіжної дисципліни, вірогідністю потенційного банкрутства. Показники фінансового ризику дебітора наведено в табл. 5.3.

Таблиця 5.3

Показники фінансового ризику дебітора

Показник фінансового стану дебітора	Значення за рейтинговим балом			
	1	2	3	4
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	0,5–0,7	0,3–0,49	0,2–0,29	< 0,2 > 0,7
Коефіцієнт швидкої ліквідності	1,5–1,7	1,2–1,49	1,1–1,19	< 1,1 > 1,7
Коефіцієнт поточної ліквідності	2,0–2,5	1,4–1,99	1,1–1,39	< 1,1 > 2,5
Коефіцієнт достатності грошових коштів для здійснення платежів, днів	15–20	9–14	5–9	< 5 > 20
Частка оборотних активів у валюті балансу	0,35–0,7	0,25–0,34	0,2–0,24	< 0,2 > 0,7
Коефіцієнт фінансової незалежності	0,6–0,8	0,4–0,59	0,3–0,39	< 0,3 > 0,8
Коефіцієнт рентабельності продажів	0,18–0,5	0,1–0,17	0,01–0,9	< 0,01 > 0,5
Середньозважений термін старіння заборгованості дебітора за минулий звітний період, днів	Простроченої заборгованості немає	До 10	10–90	> 90

Більшість з наведених показників традиційно є базовими для аналізу фінансового стану корпорації, виявлення та оцінювання фінансового ризику.

Включення до складу короткострокових зобов'язань заборгованості учасникам (засновникам) з виплати доходів зумовлено тим, що така заборгованість, як правило, має характер короткострокової кредиторської заборгованості. Разом з тим зі складу короткострокових зобов'язань необхідно виключити «Доходи майбутніх періодів» і «Резерви майбутніх витрат», які за економічним змістом відображають не позикові, а власні джерела фінансування активів корпорації. Зі складу повільно реалізованих активів необхідно виключити довгострокову дебіторську заборгованість, яка за економічним змістом є позаоборотним активом, і розраховувати на

можливість перетворення цієї статті балансу на грошові кошти в коротко- та середньостроковому періоді не можна. Зі складу найліквідніших активів необхідно виключити суму, відображену за статтею «Короткострокові фінансові вкладення», перенісши її до складу швидкоорелізовуваних активів. Мало того, такі елементи короткострокових фінансових вкладень, як інвестиції, залежні від суспільства, інвестицій у цінні папери інших організацій, державних цінних паперів, надання позик, а також фінансові вкладення корпорації у спільну діяльність більшою мірою доцільно зараховувати до повільно реалізовуваних активів. Це зумовлено тим, що вкладення, які залежать від суспільства, як правило, характеризують інвестиційні цілі керівництва, а не забезпечення платоспроможності; можливість повернення наданої раніше позики за виникнення необхідності так само видається малоімовірною. З урахуванням відповідних коригувань алгоритм розрахунку показників оцінювання фінансового ризику дебітора наведено в табл. 5.4.

Таблиця 5.4

**Алгоритм розрахунку показників оцінювання
фінансового ризику дебітора**

Показник фінансового стану	Алгоритм розрахунку
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$K_{a.l} = A_1 / (П_1 + П_2)$, де A_1 – найліквідніші активи (грошові кошти); $П_1$ – найтерміновіші зобов'язання (кредиторська заборгованість); $П_2$ – короткострокові пасиви (короткострокові кредити та позики)
Коефіцієнт швидкої ліквідності	$K_{ш.л} = (A_1 + A_2) / (П_1 + П_2)$, де A_2 – швидкоореалізовувані активи (Короткострокова дебіторська заборгованість + Короткострокові фінансові вкладення)
Коефіцієнт поточної ліквідності	$K_{п.л} = (A_1 + A_2 + A_3) / (П_1 + П_2)$, де A_3 – важкоореалізовувані активи (Довгострокова дебіторська заборгованість + Позаоборотні активи)

Закінчення табл. 5.4

Показник фінансового стану	Алгоритм розрахунку
Коефіцієнт достатності грошових коштів для платежів	<p>1. Визначення платежів контрагентів, які здійснює корпорація, у поточному періоді: Платежі за період = Собівартість продукції + Управлінські витрати + Комерційні витрати + Податок на прибуток + Амортизація + Сировина та матеріали + Незавершене виробництво + Готова продукція</p> <p>2. Визначення середньодобового обсягу платежів: Середньодобові платежі = Платежі за період / Кількість днів у періоді</p> <p>3. Визначення кількості днів, протягом яких корпорація може відповідати за зобов'язаннями залишками грошових коштів: Кількість днів платежів = Середній залишок грошових коштів / Середньодобові платежі</p>
Частка оборотних активів у валюті балансу	$K_{o.a} = (A_1 + A_2 + A_3) / (A_1 + A_2 + A_3 + A_4)$, де A_4 – важкореалізовувані активи (Довготривала дебіторська заборгованість + Позаоборотні активи)
Коефіцієнт фінансової незалежності	$K_{ф.н} = П_4 / (A_1 + A_2 + A_3 + A_4)$, де $П_4$ – постійні пасиви (Капітал та резерви + Доходи майбутніх періодів + Резерви майбутніх витрат і платежів)
Коефіцієнт рентабельності продажів	$K_{R_{пр}} = П_{пр} / ВР$, де $П_{пр}$ – прибуток від реалізації товарів та послуг; $ВР$ – виручка від реалізації товарів та послуг
Середньозважений термін старіння заборгованості дебітора за минулий звітний період	$T_{созв} = (\sum t_i ДЗ_{простр.i}) / (\sum ДЗ_{простр.i})$, де t_i – термін прострочення платежу за i -м рахунком; $ДЗ_{простр.i}$ – обсяг простроченої заборгованості дебітора за i -м рахунком

За фінансовим ризиком дебітор отримує відповідний рейтинговий бал: 1 – для критерію оцінки 0,2–0,41; 2 – для 0,41–0,7; 3 – для 0,71–0,99.

Оскільки показників, за якими оцінюють фінансовий ризик, багато, пропонуємо використовувати такий алгоритм оцінювання:

$$\begin{aligned} & (\text{Сума набраних балів за кожним показником} / \\ & / \text{ Загальна сума мінімальних балів за кожним показником}) \times \\ & \times \text{Наявність або відсутність рекомендацій} \\ & \text{третіх осіб.} \end{aligned} \quad (5.28)$$

Наявність / відсутність рекомендацій третіх осіб. При оцінюванні кредитного рейтингу дебітора можна запросити інформацію у кредитних бюро про своєчасність виконання ним платежів в інших корпораціях, які надавали йому комерційні кредити. Якщо це неможливо, слід скористатися послугами консалтингових компаній, що надають інформацію про фінансовий стан дебітора. Важливим фактом є наявність забезпечення за угодою, до якої найчастіше належить порука або застава товарів в обігу.

Так само значущий етап кредитної політики з розроблення системи кредитних лімітів, у процесі реалізації якого фактично визначають можливу дебіторську заборгованість корпорації.

Можна вирізнити два основних підходи, що характеризують особливості побудови лімітної політики корпорації. Згідно з першим ліміт конкретного дебітора визначають на основі нагромадженої статистики середньомісячних надходжень грошових коштів, згідно з другим – на основі загального ліміту заборгованості, розрахованого по корпорації в конкретному періоді.

Лімітування на основі середньомісячних надходжень.

Кредитні ліміти не рекомендується встановлювати контрагентам, з якими корпорація співробітничала лише близько півроку. Проте якщо менеджмент здійснює агресивну політику продажів, кредитний ліміт може бути встановлений на доволі низькому рівні. Розраховувати кредитний ліміт доцільно за кожним дебітором з урахуванням історії відносин з ним та іншої доступної інформації щомісяця за такою формулою:

$$ДЗ_{\text{лім}} = НГС \times T, \quad (5.29)$$

де НГС – середньомісячні надходження грошових коштів за останні 3 місяці (для нового покупця – у межах місячної виручки);

T – часовий коефіцієнт ($T = 1-6$, тобто максимальний термін погашення заборгованості не повинен перевищувати 6 місяців).

Максимальний кредитний ліміт не повинен перевищувати чистий прибуток, отриманий від конкретного дебітора за 3–6 місяців. Разом з тим при встановленні ліміту необхідно враховувати, що частка дебіторської заборгованості конкретного клієнта в загальному портфелі боргів корпорації повинна відповідати його частці в сумарній виручці.

Лімітування на основі визначення загального ліміту заборгованості корпорації.

Загальний ліміт заборгованості можна визначати як суму доступних корпорації джерел фінансування дебіторської заборгованості:

$$ДЗ_{\text{лім}} = ВК + ДЗ + КЗ - НА - З - ДЗ_{\text{ав.пр}} - КФВ - ГК, \quad (5.30)$$

де ВК – власний капітал;

ДЗ, КЗ – зобов'язання відповідно довго- та короткострокові;

НА – необоротні активи;

З – запаси і витрати;

ДЗ_{ав.пр} – дебіторська заборгованість у частині авансів, виданих постачальникам і підрядникам, та інших дебіторів;

КФВ – короткострокові фінансові вкладення;

ГК – грошові кошти.

Ліміт заборгованості можна визначати також за формулою

$$I_{\text{дз}} = OP_{\text{к}} K_{\text{с/ц}} (ПНК_{\text{ср}} + ПР_{\text{ср}}) : 360, \quad (5.31)$$

де $I_{\text{дз}}$ – необхідні фінансові кошти, що інвестуються в дебіторську заборгованість;

$OP_{\text{к}}$ – планований обсяг реалізації продукції у кредит;

$K_{\text{с/ц}}$ – коефіцієнт співвідношення собівартості та ціни продукції, виражений десятковим дробом;

$ПНК_{\text{ср}}$, $ПР_{\text{ср}}$ – середній період відповідно надання кредиту покупцям та прострочення платежів за ним, днів.

Розрахований відповідним способом ліміт розподіляють серед дебіторів відповідно до їх рейтингу надійності та вигідності для корпорації:

$$ДЗ_{\text{лімі}} = ДЗ_{\text{лім}} ДЗ_i K_{\text{н.в}}, \quad (5.32)$$

де $ДЗ_i$ – частка i -го покупця в дебіторській заборгованості;

$K_{\text{н.в}}$ – коефіцієнт надійності та вигідності клієнта.

Такий підхід до визначення ліміту заборгованості найприйнятніший, тому що дає змогу враховувати не лише індивідуальні особливості конкретного дебітора, а й стратегічні інтереси корпорації-продавця. Цілком очевидно, що в такому разі загальна дебіторська заборгованість враховує особливості розвитку та фінансування корпорації, що сприяє оптимізації співвідношення обсягу продажів та операційних витрат, пов'язаних з виникненням дебіторської заборгованості.

Визначати категорію клієнта, його вигідність для корпорації і відповідний коефіцієнт доцільно за такими параметрами (табл. 5.5): тривалістю співробітництва з клієнтом; обсяг грошових коштів, що надходять від клієнта; відсотком надходжень грошових коштів за клієнтом у загальному обсязі продажів.

Таблиця 5.5

Параметри визначення категорії клієнта

Тривалість співробітництва з клієнтом, міс.	Обсяг грошових коштів, що надходять від клієнта, тис. грн	Відсоток надходжень грошових коштів за клієнтом у загальному обсязі продажів	Бал за критерієм	Сума балів за критеріями
До 1	До 1	0–5	1	1
1–2	1–5	6–10	2	8
2–4	5–15	11–20	3	27
4–7	15–50	21–50	4	64
7–12	50–100	51–75	5	125
12–36	100–500	76–99	6	216
Понад 36	Понад 500	100	7	343

Наведена табл. 5.5 універсальна, оскільки менеджмент корпорації самостійно надає бали за кожним з трьох параметрів, потім шляхом перемноження отримує суму балів за конкретним клієнтом. Після визначення суми балів клієнту надають відповідну категорію та встановлюють коефіцієнт надійності (табл. 5.6).

Таблиця 5.6

Критерії зарахування клієнта до відповідної категорії

Суми балів	Критерій	Категорія клієнта	Коефіцієнт надійності
1–50	Малоефективні клієнти	4	0,10
51–100	Ефективні клієнти	3	0,40
101–230	Постійні клієнти	2	0,75
231–343	Стратегічні партнери	1	1

Один з ключових етапів кредитної політики – *визначенням пільгових умов реалізації продукції*. Розмір знижок можна визначати експертно, за середньогалузевими показниками або порівнянням з показниками основних конкурентів. Наприклад, за повної передоплати надають знижку 5% вартості товару, за часткової (понад 50% вартості відвантаженої партії товарів) – 3%, при оплаті за фактом відвантаження – 1%. У разі надання розстрочки платежу на сім днів знижок не передбачають.

Для стимулювання збільшення обсягу продажів запас міцності доцільно прийняти таким, що перебуває у зворотній залежності від обсягу замовлення. У такому разі при збільшенні обсягу закупівлі знижка збільшуватиметься в геометричній прогресії.

Важливий етап кредитної політики будь-якої корпорації – *визначення системи штрафів за несвоєчасне погашення заборгованості з боку дебіторів*. Така система штрафів – найнадійніший інструмент максимізації потоку грошових коштів і зниження ризику виникнення простроченої дебіторської заборгованості.

Мета розроблення системи штрафних санкцій полягає у визначенні розміру штрафу для кожного клієнта. Персоніфікований характер встановлення штрафних санкцій вважається оптимальним у практиці кредитного менеджменту. При визначенні розміру штрафу слід враховувати платіжну дисципліну клієнта (дебітора), категорію та рейтинг клієнта, поправочний коефіцієнт.

Для визначення платіжної дисципліни клієнта необхідно мати інформацію про розміри та терміни прострочення платежу. Методику визначення платіжної дисципліни дебітора за чотирибальною системою оцінки наведено в табл. 5.7.

Залежно від терміну та розміру простроченої дебіторської заборгованості дебітору присвоюють певну кількість балів. Що більші термін та розмір прострочення, то вищий бал.

Таблиця 5.7

Методика визначення платіжної дисципліни дебітора

Термін прострочення платежу, міс.	Кількість балів за розмірами прострочення, %			
	до 5	6–30	31–75	76–100
1	1	2	3	4
2–3	1	2	3	4
4–6	2	2	3	4
7–9	2	3	3	4
10–12	3	3	4	4
12–36	3	3	4	4
Понад 36	4	4	4	4

Особливості визначення рейтингу клієнта та його зарахування до відповідної категорії розглянуто раніше. Для розрахунку поправочного коефіцієнта складають зведену таблицю за відповідними елементами (табл. 5.8).

Таблиця 5.8

Зведена таблиця для визначення розміру штрафу

Платіжна дисципліна (ПД)	Категорія клієнта (КК)	Рейтинг дебітора (РД)	Отримана клієнтом кількість балів
1	1	1	1
2	2	2	8
3	3	3	27
4	4	4	64

У зв'язку з тим, що максимальна сума балів, яку може набрати клієнт, відповідно до запропонованої методики становить 64 бали, поправочний коефіцієнт для 1 бала становитиме 1,56, отже, поправочний коефіцієнт = $100/64$ бали = 1,56.

Таким чином, розглянувши алгоритм усіх необхідних параметрів для визначення розміру штрафу, наведемо формулу для його розрахунку:

$$\text{Розмір штрафу} = \text{ПД} \times \text{КК} \times \text{РД} \times K_{\text{попр}} T_{\text{пр}j}, \quad (5.33)$$

де $T_{\text{пр}j}$ – сумарна прострочена дебіторська заборгованість дебітора.

Розмір штрафу визначають у відсотковому співвідношенні, що дає змогу обґрунтовано збільшити суму залишкового платежу (дебіторську заборгованість) певного клієнта. Разом з тим рішення про застосування штрафних санкцій повинен приймати кредитний комітет (фінансова служба) за результатами визначення причин несплати, того, якою мірою конкретний клієнт важливий для корпорації та чи є можливість почекати оплату без нарахування відсотків.

Отже, дебіторська заборгованість є складним об'єктом управління, що потребує кваліфікованого розв'язання не лише фінансових, а й юридичних та маркетингових проблем, що може сприяти поліпшенню добробуту власників бізнесу. Для досягнення цього необхідно регламентувати кредитний процес, максимально формалізувати дії персоналу з визначення умов кредитування кожного конкретного дебітора, покласти на менеджмент персональну відповідальність за забезпечення якості портфеля дебіторської заборгованості.

5.4. Фінансова політика як інструмент підвищення конкурентоспроможності корпоративного управління

В умовах нестабільного економічного середовища, кризи неплатежів багато вітчизняних корпорацій перебуває на межі банкрутства та здійснює пошук шляхів подальшого функціонування. Ефективна система корпоративного управління дає змогу не лише якнайдоцільніше використовувати можливості акціонерів та надані ними ресурси, а й залучати нових інвесторів, що є запорукою розвитку фінансової діяльності корпорації.

Фінансова політика корпорації виражає цілеспрямоване використання фінансів для розв'язання стратегічних і тактичних завдань, визначених установчими документами.

Зміст фінансової політики корпорації включає такі основні ланки: розроблення оптимальної концепції управління фінансовими потоками, що забезпечує поєднання високої прибутковості та захисту від комерційних ризиків; виявлення основних напрямів використання фінансових ресурсів; здійс-

нення практичних дій, спрямованих на досягнення поставлених цілей.

Єдність зазначених ключових ланок визначає зміст фінансової політики, стратегічні завдання якої полягають у такому: максимізації прибутку як джерела економічного зростання; оптимізації структури та вартості капіталу, забезпеченні фінансової стійкості та ділової активності корпорації; досягненні фінансової відкритості корпорації для власників, інвесторів і кредиторів; використанні ринкових механізмів залучення капіталу за допомогою емісії корпоративних цінних паперів, фінансового лізингу, проектного фінансування; розроблення ефективного механізму управління фінансами на основі діагностики фінансового стану з урахуванням постановки стратегічних цілей діяльності корпорації, адекватних ринковим умовам, і пошуку шляхів їх досягнення.

При розробленні ефективної системи управління фінансами постійно виникають проблеми гармонізації розвитку інтересів власників корпорації, наявності достатнього обсягу грошових ресурсів та збереження високої платоспроможності.

За тривалістю періоду і характером вирішуваних завдань фінансову політику поділяють на фінансову стратегію і тактику. Фінансова стратегія – це довготривалий курс фінансової політики, що розраховується на перспективу і передбачає розв’язання важливих завдань розвитку корпорації. У процесі розроблення фінансової стратегії прогнозують основні тенденції розвитку фінансів, формують концепцію використання, а також принципи фінансових відносин з державою (податкова політика) та партнерами (постачальниками, покупцями, кредиторами, інвесторами, страховиками та ін.).

Фінансова стратегія передбачає вибір альтернативних шляхів розвитку корпорації. При цьому використовують прогнози, досвід та інтуїцію фахівців з метою мобілізації фінансових ресурсів на досягнення поставлених цілей. З позицій стратегії формують конкретні цілі й завдання виробничої і фінансової діяльності та приймають оперативні управлінські рішення.

Фінансова стратегія корпорації спрямована на побудову ефективної системи управління фінансами.

Отже, фінансова стратегія – один з найважливіших видів функціональної загальнокорпоративної стратегії, система формування довгострокових цілей фінансової діяльності корпорації, на основі якої детально опрацьовують концепцію залучення та використання її фінансових ресурсів, включаючи конкретний механізм формування необхідного обсягу фінансування за рахунок різних джерел та форм, а також механізм ефективного вкладення цих ресурсів в активи корпорації з орієнтацією на зміни внутрішнього та зовнішнього середовища.

Модель стратегічного управління фінансовою політикою корпорації показано на рис. 5.7.

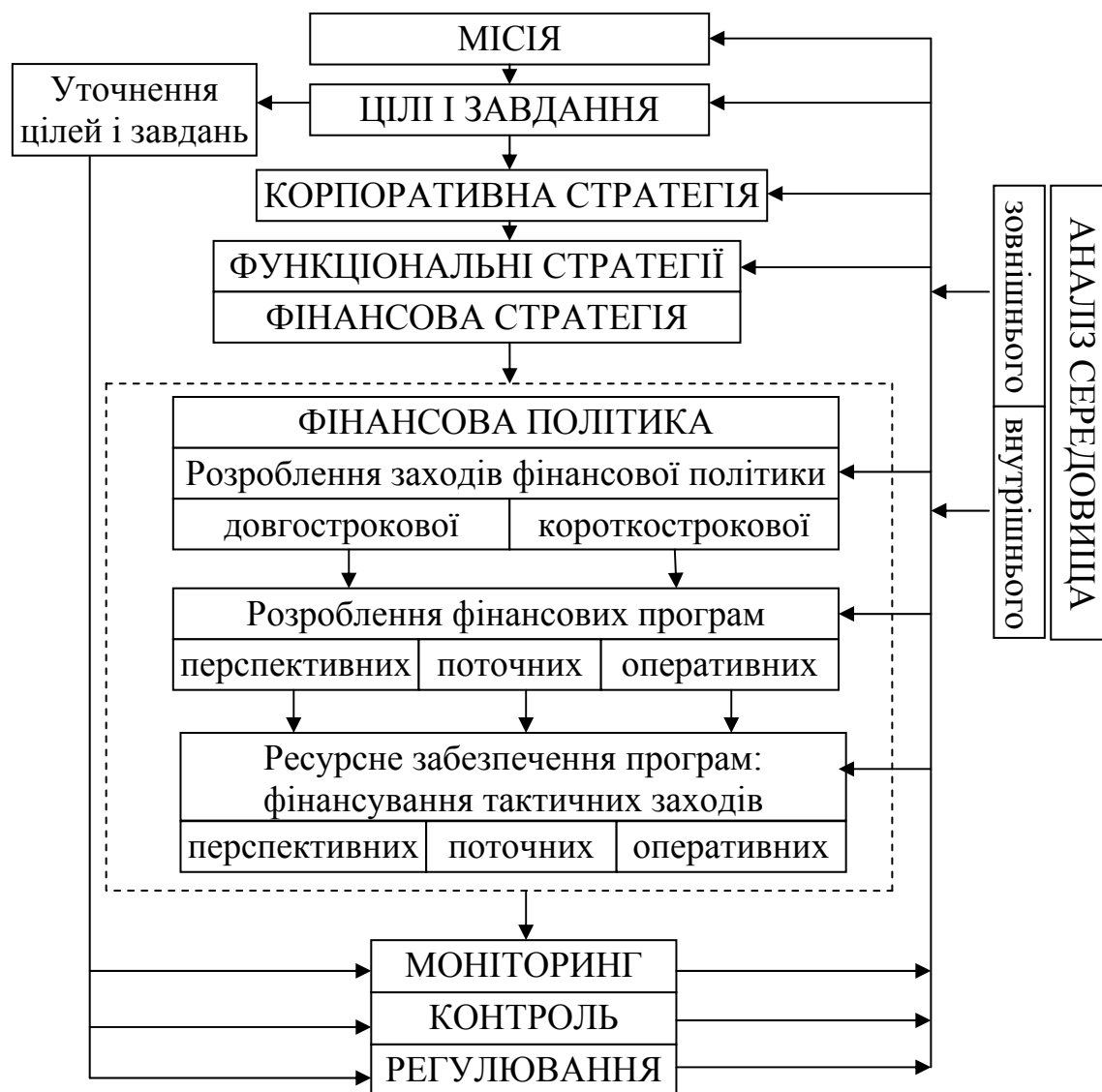


Рис. 5.7. Модель стратегічного управління фінансовою політикою корпорації

За результатами аналізу зовнішнього та внутрішнього середовища як бази формують модель стратегічного управління фінансовою політикою корпорації, оскільки оцінювати зазначені середовища необхідно постійно.

Фінансова стратегія є одним з п'яти функціональних елементів стратегічного управління: виробництво, маркетинг, інновації, кадри та фінанси.

Наведена система прогностного розвитку корпорацій є основою для розроблення рекомендацій щодо підвищення ефективності управління корпорацією та визначення її подальшого розвитку у вигляді стратегії, що включає цільові показники діяльності.

Як основну мету доцільно вибирати максимізацію доходів власників та акціонерів корпорації шляхом максимізації її ринкової вартості. Для досягнення стратегічної цілі – підвищення вартості корпорації – усі монетарні цілі необхідно узгодити та збалансувати у процесі планування.

Розроблення та втілення заходів фінансової політики корпорації сприятимуть визначенню єдиної концепції її розвитку в довго- та короткостроковій перспективі, вибрати найоптимальніший механізм та методи досягнення поставлених цілей.

На основі розроблених корпорацією програм програмно-цільовим методом встановлюють зв'язок цільових показників її фінансової стратегії з наявними ресурсами. Порядок розроблення фінансових програм діяльності корпорації залежить від змісту та складності поставлених завдань. При цьому будь-яка розроблювана корпорацією програма повинна містити обґрунтування цілей програми; характеристику змісту програми; систему показників кінцевих результатів діяльності корпорації та їх обмеження; комплекс основних, допоміжних та обслуговуючих програм та проектів; варіанти реалізації програми за термінами та обсягами з розрахунком потреб корпорації в ресурсах за кожним варіантом програми;

оцінювання ефективності кожного варіанта програми, що пов'язує витрати, кінцеві результати програми та відповідні цільові нормативи розвитку корпорації. Показниками ефективності розроблюваних програм можуть бути рентабельність власного капіталу, активів та продажів, ринкова капіталізація, оборотність активів, ефект фінансового левериджу.

У результаті розроблення пропонованої системи показників ефективності програм формується розуміння завдань, поставлених перед корпорацією, з урахуванням усіх напрямів діяльності; визначаються терміни виконання цих завдань. Зазначені показники ефективності використовують для складання тактичних фінансових планів. Основним інструментом на цьому етапі планування є бюджетування, оскільки на цій основі можна оптимізувати використання ресурсів корпорації і розробити фінансову стратегію. Характерна особливість системи стратегічного управління полягає в тому, що існує тісний зв'язок і відповідно вплив кожного процесу на інші, оскільки динамічність зміни внутрішнього середовища, її невизначеність потребують внесення відповідних коректив на будь-якому етапі стратегічного управління фінансовою політикою корпорації. Таким чином, процес стратегічного управління є замкненим циклом.

Фінансова тактика спрямована на розв'язання завдань конкретного етапу розвитку корпорації шляхом своєчасної зміни способів організації фінансових зв'язків, перерозподілу грошових ресурсів між видами витрат та структурними підрозділами. За відносно стабільної фінансової стратегії фінансова тактика повинна вирізнятися гнучкістю, що зумовлюється зміною ринкової кон'юнктури: попиту та пропозиції на ресурси, товари, послуги і капітал. Стратегія і тактика фінансової політики тісно взаємопов'язані. За ефективної стратегії створюються сприятливі умови для розв'язання тактичних завдань. Об'єктом фінансового управління корпорації є капітал і грошові потоки. Ці вартісні категорії мають

стратегічне значення, тому що їх стан значною мірою визначає конкурентні переваги і економічний потенціал корпорації. Корпорація з достатнім обсягом власного капіталу – понад 50% загального капіталу і позитивним сальдо грошових потоків має можливість залучати додаткові грошові ресурси з фінансового ринку.

Отже, фінансова стратегія є базою системи управління фінансовою політикою корпорації та інструментом підвищення конкурентоспроможності корпоративного управління.

До актуальних завдань економічного розвитку країни належить удосконалення корпоративних відносин та формування ефективної моделі корпоративного управління. Для України актуальність цього питання набуває особливого значення, тому що корпоративний сектор формує основу сучасної ринкової економіки та визначає її конкурентоспроможність. Ефективність функціонування такого сектору є передумовою розвитку економіки. Використання ефективної структурно-функціональної моделі системи управління корпоративними фінансами забезпечить виконання відповідних функцій як інструментів реалізації стратегічних та тактичних цілей діяльності корпоративних підприємств, що є основою для їх конкурентоспроможного функціонування в середньо- та довгостроковій перспективі.

Запропонований підхід до структури механізму фінансового управління корпорації сприятиме реалізації цілей і завдань, що стоять перед корпораціями, результативному здійсненню ними функцій фінансового управління.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Конституція України // ВВР України. – 1996. – № 30. – Ст. 141.
2. Господарський кодекс України // ВВР України. – 2003. – № 18–22. – Ст. 144 (зі змінами, внесеними згідно із Законом України № 2424-IV (2424-15) від 04.02.2005).
3. Податковий кодекс України // ВВР України. – № 2012. – № 19–20. – Ст. 174.
4. Цивільний кодекс України // ВВР України. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.
5. Закон України «Про бухгалтерський облік і фінансову звітність в Україні» // ВВР України. – 1999. – № 40. – Ст. 365.
6. Закон України «Про власність» // ВВР України. – 1991. – № 20. – Ст. 249.
7. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» // ВВР України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.
8. Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» // ВВР України. – 1998. – № 15. – Ст. 67.
9. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» // ВВР України. – 1991. – № 38. – Ст. 508.
10. Про усунення обмежень, що стримують розвиток підприємницької діяльності : Указ Президента України від 03.02.98 № 79/98 // Уряд. кур'єр. – 1998. – 7 лют. (№ 26). – С. 11.
11. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» : затв. наказом Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73. – Режим доступу : [zakon.rada.gov.ua/go/z0336-13?](http://zakon.rada.gov.ua/go/z0336-13)
12. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 3 «Звіт про фінансові результати» : затв. наказом

- Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0336-13?
13. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів» : затв. наказом Міністерства фінансів України від 31.03.99 № 87. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0336-13?
 14. Національне положення (стандарт) бухгалтерського обліку 5 «Звіт про власний капітал» : затв. наказом Міністерства фінансів України від 07.02.2013 № 73. – Режим доступу : zakon.rada.gov.ua/go/z0336-13?
 15. Положення про державну реєстрацію суб'єктів підприємницької діяльності : постанова Кабінету Міністрів України від 25.05.98 № 740 // Постанови та розпорядження Кабінету Міністрів України. – 1998. – № 9. – С. 105.
 16. Про надання роз'яснення щодо внесення змін до установчих документів акціонерного товариства у зв'язку зі зміною його найменування : лист Державного комітету України з питань регуляторної політики та підприємництва від 2 березня 2011 р. № 2279.
 17. Рішення ДКЦПФР «Про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів» від 26.05.98 № 60.
 18. Щодо порядку застосування статей 41 та 43 Закону України «Про господарські товариства» у частині регулювання питання щодо порядку денного загальних зборів акціонерів» : роз'яснення ДКЦПФР від 10.11.99 № 24.
 19. Андрійчук Р.В. Обґрунтування вибору форми вияву вартості підприємства для оцінки ефективності виробництва / Р.В. Андрійчук // Економіка та підприємництво : зб. наук. пр. КНЕУ. – К., 2008. – Вип. 21. – С. 138–146.
 20. Баканов М. Теория экономического анализа / М. Баканов, М. Мельник, А. Шеремет. – М. : Финансы и статистика, 2005. – 536 с.
 21. Банківська справа / за ред. Р.І. Тиркала. – Тернопіль : Карт-бланш, 2001. – 356 с.

22. Басовский Л. Теория экономического анализа / Л. Басовский. – М. : Инфра-М, 2001. – 225 с.
23. Битюцких В.Т. Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании / В.Т. Битюцких. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 200 с.
24. Білик М.Д. Управління фінансами державних підприємств / М.Д. Білик. – К. : Знання КОО, 1999. – 412 с.
25. Бланк И.А. Управление денежными потоками / И.А. Бланк. – К. : Ника-центр, 2002. – 576 с.
26. Бланк И.А. Управление формированием капитала / И.А. Бланк. – К. : Ника-Центр, 2000. – 512 с.
27. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия / И.А. Бланк. – К. : Эльга, Ника-Центр, 2004. – 720 с.
28. Бочаров В.В. Корпоративные финансы / В.В. Бочаров, В.Е. Леонтьев. – СПб. : Питер, 2002. – 544 с.
29. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
30. Брігхем Е.Ф. Основи фінансового менеджменту / Е.Ф. Брігхем. – К. : Молодь, 1997. – 1002 с.
31. Буряк П.Ю. Корпоративне управління: особливості розвитку в Україні / П.Ю. Буряк, Н.Б. Татарин // Фінанси України. – 2006. – № 6. – С. 116.
32. Бухгалтерський облік / за ред. М.Д. Корінька. – К. : Інформ.-аналіт. агентство, 2009. – 459 с.
33. Василик О.Д. Теорія фінансів / О.Д. Василик. – К. : НІОС, 2001. – 328 с.
34. Виленский П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. – М. : Дело, 2001. – 1104 с.
35. Вінник О.М. Акціонерне право / О.М. Вінник, В.С. Щербина. – К. : Атіка, 2000. – 544 с.

36. Вінницька О. Євразійський круглий стіл з корпоративного управління ОЕСР / О. Вінницька // Бюл. з корпоративного управління. – 2004. – № 1.
37. Воловець Я.В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / Я.В. Воловець. – К. : Алерта, 2005. – 200 с.
38. Герасимова С. Інвестиційна діяльність акціонерних товариств та пріоритетні напрями інвестування / С. Герасимова // Світ фінансів. – 2007. – № 2. – С. 164–172.
39. Герасимова С. Роль акціонерних товариств у формуванні інвестиційної привабливості країни в умовах глобалізації / С. Герасимова // Економіка та держава. – 2006. – № 9. – С. 22–24.
40. Герасимова С. Управління інвестиційною діяльністю акціонерних товариств промисловості: проблеми та особливості / С. Герасимова // Економіка та держава. – 2008. – № 7. – С. 4–6.
41. Герасимова С.В. Управління інвестиційною діяльністю акціонерних товариств : монографія / С.В. Герасимова. – К. : Знання, 2006. – 407 с.
42. Гольцберг М.А. Акционерные товарищества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами / М.А. Гольцберг. – К. : Биб-ка деловой Украины, 1992. – 94 с.
43. Горбатенко В. Акціонерні товариства: життя за новими правилами / В. Горбатенко // Круглий стіл. – 2003. – № 4(7).
44. Горбатенко В. Закон України «Про акціонерні товариства»: аргументи «за» / В. Горбатенко // Бюл. з корпоративного управління. – 2001. – № 4. – С 34–38.
45. Горбатенко В. Принципи корпоративного управління України – новий інструмент регулювання корпоративних відносин / В. Горбатенко // Круглий стіл. – 2003. – № 6–7. – С. 19–23.
46. Грідчіна М.В. Управління фінансами акціонерних товариств / М.В. Грідчіна. – К. : А.С.К., 2005. – 384 с.

47. Даньків Й.Я. Фінансовий облік: первинна документація та облікова реєстрація / Й.Я. Даньків, М.Р. Лучко, М.Я. Остапук. – К. : Знання, 2005. – 319 с.
48. Денисенко М.П. Інноваційні процеси в змішаній економіці : монографія / М.П. Денисенко, А.П. Гречан, Л.С. Селіверстова. – К. : ШК ДСЗУ, 2008.
49. Дєєва Н.М. Управління корпоративними фінансами / Н.М. Дєєва, В.Я. Олійник, Т.Ф. Григораш. – К. : Центр навч. л-ри, 2007. – 200 с.
50. Дєєва Н.М. Фінансовий аналіз / Н.М. Дєєва, О.І. Дедіков. – Д. : ДДФА, 2006. – 380 с.
51. Дживелегов А.К. Торговля на Западе в середині века / А.К. Дживелегов. – СПб. : Брокгауз-Ефрон, 1904. – 228 с.
52. Дзюбенко Л. Прибутковість як основа стабільного розвитку акціонерного товариства / Л. Дзюбенко // Ринок цінних паперів України. – 2005. – № 11–12. – С. 45–51.
53. Довгалюк В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / В. Довгалюк. – Хмельницький : Евріка, 2003. – 314 с.
54. Драган О. Удосконалення правового статусу акціонерних товариств в Україні / О. Драган, Ю. Пустосвіт // Економіка. Фінанси. Право. – 2004. – № 10. – С. 28–32.
55. Дребот Н.П. Аналіз стану фінансового забезпечення розвитку підприємств / Н.П. Дребот // Банківська система України: теорія і практика становлення : зб. наук. пр. – Суми : Ініціатива, 1999. – Вип. 2 – Т. 2. – С. 322.
56. Дробозина Л.А. Финансы. Денежное обращение. Кредит / Л.А. Дробозина, Л.П. Окунева, Л.Д. Андросова. – М. : ЮНИТИ, 2000. – 479 с.
57. Євтушевський В.А. Основи корпоративного управління / В.А. Євтушевський. – К. : Знання-Прес, 2002. – 317 с.
58. Єщенко П.С. Сучасна економіка / П.С. Єщенко, Ю.І. Балкін. – К. : Вища шк., 2005. – 327 с.

59. Загородній А. Гроші. Валюта. Валютні цінності : термінологічний словник / А. Загородній, Г. Вознюк. – Л. : Бак, 2000. – 405 с.
60. Загородній А.Г. Фінансовий словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. – 2-ге вид., виправл. та допов. – К. : Центр Європи, 1997. – 576 с.
61. Задихайло Д.В. Корпоративне управління / Д.В. Задихайло, О.Р. Кібенко, Г.В. Назарова. – Х. : Еспада, 2003. – 688 с.
62. Зятковський І.В. Теоретичні засади фінансів підприємств / І.В. Зятковський // Фінанси України. – 2000. – № 4. – С. 17–27.
63. Зятковський І.В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / І.В. Зятковський, Л.І. Зятковська, М.В. Романів. – Чернівці : Золоті литаври, 2007. – 274 с.
64. Инвестирование, финансирование, кредитование. Стратегия и тактика предприятия / Н.Н. Ушакова, Т.Е. Унковская, Н.Н. Гуляева, Н.А. Гринюк. – К. : КГТЭУ, 1997. – 1024 с.
65. Інвестиційно-інноваційна діяльність: теорія, практика, досвід : монографія / М.П. Денисенко, Л.І. Михайлова, І.М. Грищенко та ін. – Суми : Університет. кн., 2008.
66. Карелин В.С. Финансы корпораций / В.С. Карелин. – М. : Дашков и Ко, 2007. – 620 с.
67. Карзаева Н.Н. Оценка и ее роль в учетной и финансовой политике организации / Н.Н. Карзаева. – М. : Финансы и статистика, 2002. – 224 с.
68. Кинг У. Стратегическое планирование и хозяйственная политика / У. Кинг, Д. Клиланд. – М. : Прогресс, 1982. – 400 с.
69. Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент / В.В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 768 с.
70. Ковальчук А.Т. Банки, кредит, фінанси: законодавчо-правовий вимір / А.Т. Ковальчук. – К. : Парламент. вид-во, 2004. – 259 с.

71. Ковальчук Т.Т. Економічна безпека і політика / Т.Т. Ковальчук. – К. : Знання, 2004. – 638 с.
72. Коласс Б. Управление финансовой деятельностью предприятия: проблемы, концепции и методы / Б. Коласс ; под ред. проф. Я.Ц. Соколова. – М. : Финансы, ЮНИТИ, 1997.
73. Коробов М.Я. Фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств / М.Я. Коробов. – К. : Знання, КОО, 2000. – 378 с.
74. Коростей В. Господарсько-правовий бюрократизм у ринкових умовах / В. Коростей // Право України. – 2003. – № 6. – С. 93–97.
75. Кошкин В.И. Организация и методы оценки бизнеса / В.И. Кошкин. – М. : ЭКМОС, 2002. – 944 с.
76. Крейнина М.Н. Финансовый менеджмент / М.Н. Крейнина. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Дело и сервис, 2001. – 400 с.
77. Кузнецов П. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка / П. Кузнецов, А. Муравьев // Науч. докл. РПЭИ. – М., 2002. – 64 с.
78. Кузнецова О.А. Структура капитала. Анализ методов ее учета при оценке инвестиционных проектов / О.А. Кузнецова, В.Н. Лившиц // Экономика и математические методы. – 1995. – Т. 31. – Вып. 4. – С. 213–219.
79. Лагутін В.Д. Гроші та грошовий обіг / В.Д. Лагутін. – К. : Знання, 2001. – 289 с.
80. Лайко Л.А. Фінанси АПК / Л.А. Лайко, Ю.І. Лященко. – К. : Дія, 2000. – 226 с.
81. Лахтіонова Л.А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання / Л.А. Лахтіонова. – К. : КНЕУ, 2001. – 387 с.
82. Лимитовский М.А. Инвестиции на развивающихся рынках / М.А. Лимитовский. – М. : ДеКА, 2002. – 459 с.
83. Маркин Ю.П. Теория экономического анализа / Ю.П. Маркин. – М. : КноРус, 2006. – 307 с.

84. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. – т. 3, кн. 3, ч. 2: Процесс капиталистического производства, взятый в целом / К. Маркс ; под ред. Ф. Энгельса. – М., 1986.
85. Мартюшева Л.С. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / Л.С. Мартюшева, Л.О. Меренкова. – Х. : Інжек, 2006. – 184 с.
86. Международные стандарты оценки (International Valuation Standards 8th edition).
87. Международные стандарты финансовой отчетности (International Financial Reporting Standards).
88. Мельничук Л.Ю. Рентабельність власного капіталу як інтегральний показник результативності діяльності підприємства / Л.Ю. Мельничук // Вісн. Хмельницьк. нац. ун-ту. – 2010. – № 4. – Т. 4. – С. 41–46.
89. Механізми забезпечення розвитку підприємств: еколого-економічний аспект : монографія / В.М. Хобта та ін. – Донецьк : Чернецька Н.А., 2009. – 272 с.
90. Мочерний С.В. Основи підприємницької діяльності / С.В. Мочерний, О.А. Устенко, С.І. Чеботар. – К. : Академія, 2001. – 280 с.
91. Науково-практичний коментар Податкового кодексу України / І.Г. Андрущенко, С.М. Безрутенко, О.І. Клименко та ін. – К. : Професіонал, 2011. – Т. 2.
92. Науково-практичний коментар Податкового кодексу України / І.Г. Андрущенко, С.М. Безрутенко, О.І. Клименко та ін. – К. : Видав. дім «Професіонал», 2011. – Т. 3. – 644 с.
93. Небава М.І. Теорія корпоративного управління / М.І. Небава. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 371 с.
94. Нестор С. Корпоративне управління і роль Організації економічного співробітництва та розвитку / С. Нестор // Бюл. з корпоративного управління. – 2004. – № 4. – С. 86–88.

95. Нікбахт Е. Фінанси : пер. з англ. / Е. Нікбахт, А. Гропеллі. – К. : Основи, 1993. – 383 с.
96. Петряєва З.Ф. Аналіз фінансової звітності підприємства / З.Ф. Петряєва, О.О. Петряєв. – Х. : ХНЕУ, 2009. – 248 с.
97. Письмаров А. Как оценивать эффективность работы компании / А. Письмаров // Ген. директор. – 2006. – № 6. – С. 26–33.
98. Покропивний С.Ф. Підприємництво: стратегія, організація, ефективність / С.Ф. Покропивний, В.М. Колот. – К. : КНЕУ, 1998.
99. Про погодження Рекомендацій з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України : рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 02.06.2002 № 190.
100. Проскуряков А.М. Бухгалтерский учет на малых предприятиях / А.М. Проскуряков. – Вологда : Анлен ; М. : Зенит, 1992. – 224 с.
101. Радыгин А.Д. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов. – М. : ИЭПП, 2001. – 289 с.
102. Результаты деятельности фирм и смена менеджеров в Украине / А. Муравьев, А. Талавера, О. Билык, Б. Гречанюк // Рос. журн. менеджмента. – 2009. – № 4. – Т. 7. – С. 21.
103. Родионова В.М. Финансы / В.М. Родионова. – М. : Финансы и статистика, 2009. – 524 с.
104. Романенко О.Р. Фінанси / О.Р. Романенко. – К. : КНЕУ, 1999. – 264 с.
105. Росс С. Основы корпоративных финансов : пер. с англ. / С. Росс, Р. Велтерфилд, Б. Джордано. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. – 189 с.

106. Румянцев С.А. Українська модель корпоративного управління: становлення та розвиток / С.А. Румянцев. – К. : Знання, 2003. – 150 с.
107. Рупняк М.Я. Проблеми оптимізації структури фінансових ресурсів акціонерних товариств / М.Я. Рупняк // Актуал. пробл. економіки. – 2005. – № 5. – С. 32–39.
108. Сазонець І.Л. Корпоративне управління: досвід та механізми залучення інвестицій / І.Л. Сазонець. – К. : Центр навч. л-ри, 2008. – 304 с.
109. Саллівон Дж.Д. Корпоративне управління: прозорість у відносинах між урядом і бізнесом / Дж.Д. Саллівон // Економічні реформи сьогодні. – 2000. – № 32. – С. 3–16.
110. Селиверстова Л.С. Зарубежный опыт формирования финансов корпораций / Л.С. Селиверстова // Уральск. науч. вестн. : науч.-теорет. и практ. журн. – 2012. – № 9(45). – С. 68.
111. Селиверстова Л.С. Подходы к определению стоимости капитала корпорации / Л.С. Селиверстова // Современ. науч. вестн. : науч.-теорет. и практ. журн. – 2012. – № 18(130).
112. Селиверстова Л.С. Пути формирования эффективного инвестиционного портфеля / Л.С. Селиверстова // Изв. высш. учеб. завед. Технология легкой промышленности. – 2013. – № 1.
113. Селіверстова Л.С. Корпоративне управління в Україні: сутність, особливості та тенденції розвитку / Л.С. Селіверстова // Тези доп. НДФІ, 2010.
114. Селіверстова Л.С. Методи та критерії формування дивідендної політики / Л.С. Селіверстова // Актуал. пробл. економіки. – 2007. – № 12. – С. 117–124.
115. Селіверстова Л.С. Методи формування ефективної дивідендної політики акціонерних товариств / Л.С. Селіверстова // Сб. матер. междунар. науч.-практ. семинара. – Херсон ; Рига ; Гомель : ПП Вишемирский, 2007. – С. 64–67.

116. Селіверстова Л.С. Методика формування портфелю реальних інвестицій сучасної корпорації : матер. І Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. «Теорія і практика забезпечення ефективного розвитку суб'єктів ринку» / Л.С. Селіверстова. – Полтава : ІнтерГрафіка, 2012. – С. 59.
117. Селіверстова Л.С. Методологічний підхід до системи корпоративного управління / Л.С. Селіверстова // Економіка і держава. – 2011. – № 12. – С. 71–73.
118. Селіверстова Л.С. Методологічні засади сучасного корпоративного управління в Україні / Л.С. Селіверстова // Екон. науки. Сер. «Облік і фінанси» : зб. наук. пр. / відп. ред. д.е.н., проф. З.В. Герасимчук. – Луцьк, 2010. – Вип. 7(25). – Ч. 3. – С. 151–160.
119. Селіверстова Л.С. Методологічні засади управління вартістю капіталу сучасної корпорації / Л.С. Селіверстова // Екон. науки. Сер. «Економіка та менеджмент» : зб. наук. пр. – Луцьк, 2012. – Вип. 9(34). – Ч. 2. – С. 452–458.
120. Селіверстова Л.С. Методологічні основи оцінки ефективності корпоративних структур / Л.С. Селіверстова // Актуал. пробл. економіки. – 2010. – № 2. – С. 28–33.
121. Селіверстова Л.С. Механізм розробки інвестиційної політики корпорацій / Л.С. Селіверстова // Problems of Business and Education Development in West and East European Countries, Second international workshop. – Budapest – Kiev, 22.04–24.04.2012 / Collection of papers. – С. 122–128.
122. Селіверстова Л.С. Місце і роль фінансів корпорації в фінансовій системі України / Л.С. Селіверстова // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – № 22. – С. 27–31.
123. Селіверстова Л.С. Місце корпоративних структур в економіці України / Л.С. Селіверстова // Вісн. Київ. нац. ун-ту технологій та дизайну. – 2008. – № 2. – С. 123–125.

124. Селіверстова Л.С. Місце фінансів корпорацій у фінансовій системі України / Л.С. Селіверстова // Актуал. пробл. економіки. – 2013. – № 3. – С. 84–90.
125. Селіверстова Л.С. Обґрунтування системи управління фінансами корпорацій / Л.С. Селіверстова // Інвестиції: практика та досвід. – 2013. – № 5.
126. Селіверстова Л.С. Організаційно-правові форми підприємств в системі корпоративного управління / Л.С. Селіверстова // Економіка і держава. – 2010. – № 1. – С. 32–34.
127. Селіверстова Л.С. Основні елементи системи корпоративного управління / Л.С. Селіверстова // Сучасні кризові явища в економіці та проблеми облікового, контрольного і аналітичного забезпечення управління підприємством : матер. міжнар. наук.-практ. конф., 29–30 черв. 2010 р. / відп. ред. З.В. Герасимчук. – Луцьк : РВВ ЛНТУ, 2010. – С. 215–217.
128. Селіверстова Л.С. Оцінка ефективності корпоративних підприємств / Л.С. Селіверстова // Организационно-экономические проблемы регионального развития в современных условиях : матер. всеукр. науч.-практ. конф. молодых ученых, аспирантов и студентов. – Симферополь : Таврический нац. ун-т им. Вернадского, 2010. – С. 288–290.
129. Селіверстова Л.С. Поняття та елементи системи корпоративного управління / Л.С. Селіверстова // Вісн. Київ. нац. ун-ту технологій та дизайну. – 2006. – № 1. – С. 107–110.
130. Селіверстова Л.С. Система корпоративного управління: сутність, поняття та основні елементи / Л.С. Селіверстова // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. – № 13. – С. 46–48.
131. Селіверстова Л.С. Стратегічний підхід до розробки інвестиційної політики корпорації / Л.С. Селіверстова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2012. – № 12. – С. 80–83.

132. Селіверстова Л.С. Сучасний підхід до управління вартістю капіталу корпорації / Л.С. Селіверстова // Сучасні проблеми і перспективи розвитку обліку, аналізу та контролю в умовах глобалізації економіки : матер. IV Міжнар. наук.-практ. конф. молодих науковців, аспірантів, здобувачів і студентів. – Луцьк : РВВ ЛНТУ, 2012. – С. 366–369.
133. Селіверстова Л.С. Теоретичні засади формування інвестиційної політики корпорацій / Л.С. Селіверстова // Інвестиції: практика та досвід. – 2009. – № 24. – С. 7–9.
134. Селіверстова Л.С. Управління вартістю капіталу сучасної корпорації / Л.С. Селіверстова // Інноваційна економіка. – 2012. – № 11. – С. 210–215.
135. Селіверстова Л.С. Управління інвестиційною політикою корпорації / Л.С. Селіверстова // Економічний аналіз : зб. наук. пр. – Тернопіль : Видав.-поліграф. центр Тернопільськ. нац. екон. ун-ту «Економічна думка», 2012. – Вип. 11. – Ч. 3. – С. 44–47.
136. Селіверстова Л.С. Управління реальними інвестиціями корпорації / Л.С. Селіверстова // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – № 23. – С. 8–10.
137. Селіверстова Л.С. Управління фінансовими інвестиціями корпорації / Л.С. Селіверстова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2013. – № 1(140). – С. 22–25.
138. Селіверстова Л.С. Фінансова діяльність корпорацій: сутність та особливості / Л.С. Селіверстова // Вісн. Хмельницьк. нац. ун-ту. – 2010. – № 3. – С. 190–193.
139. Селіверстова Л.С. Фінансове інвестування сучасної корпорації / Л.С. Селіверстова // Всеукр. наук.-практ. конф. молодих вчених «Проблеми і перспективи розвитку фінансів, обліку і маркетингу в сучасному бізнесовому середовищі», 25–26 жовт. 2012. – К., 2012.
140. Селіверстова Л.С. Фінансовий аналіз : навч.-метод. підруч. / Л.С. Селіверстова. – К. : Центр навч. л-ри, 2012. – 274 с.

141. Селіверстова Л.С. Формування інвестиційної політики корпоративних підприємств / Л.С. Селіверстова // Економіка та управління в умовах побудови інформаційного суспільства : матер. II Всеукр. наук.-практ. конф., 15–16 квіт. 2010. – Одеса : ОНАЗ ім. О.С. Попова, 2010. – С. 113–114.
142. Селіверстова Л.С. Шляхи формування ефективної стратегії корпорації / Л.С. Селіверстова // Актуал. пробл. економіки. – 2008. – № 7. – С. 133–136.
143. Сенчагов В.К. Финансовый механизм и его роль в повышении эффективности производства / В.К. Сенчагов. – М. : Финансы, 1979. – 140 с.
144. Скалюк Р.В. Фінансова результативність діяльності промислових підприємств / Р.В. Скалюк // Вісн. економіки транспорту і пром-ті. – 2011. – № 33. – С. 227.
145. Слав'юк Р.А. Фінанси підприємств / Р.А. Слав'юк. – К. : Центр навч. л-ри, 2002. – 460 с.
146. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М. : ЭКСМО, 2007. – Кн. IV; гл. IX.
147. Смоленюк П.С. Фінансовий аналіз / П.С. Смоленюк. – Хмельницький : Евріка, 2002. – 244 с.
148. Спасибо-Фатєєва І.В. Історико-економічний нарис розвитку акціонерного руху в Україні / І.В. Спасибо-Фатєєва // Пробл. законності. – 2000. – № 45. – С. 71–75.
149. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления / П.Ю. Старюк // Электрон. журн. «Корпоративные финансы», 2007. – С. 5–15.
150. Статистичний щорічник України за 2000 рік. – К. : Техніка, 2001. – 598 с.
151. Статистичний щорічник України за 2002 рік. – К. : Консультант, 2003. – 663 с.
152. Статистичний щорічник України за 2004 рік. – К. : Консультант, 2005. – 59 с.

153. Статистичний щорічник України за 2006 рік. – К. : Консультант, 2007. – 561с.
154. Статистичний щорічник України за 2008 рік. – К. : Держкомстат, 2009. – 644 с.
155. Статистичний щорічник України за 2009 рік. – К. : Держкомстат, 2010. – 566 с.
156. Статистичний щорічник України за 2010 рік. – К. : Трейд, 2011. – 559 с.
157. Статистичний щорічник України за 2011 рік. – К. : Консультант, 2012. – 558 с.
158. Статутний фонд // Все про бух. облік. – 2005. – 22 листоп. (№ 109). – С. 109–160.
159. Статутний фонд : тематич. номер // Главбух без бланков отчетности. – 2006. – № 61. – С. 57.
160. Сугеев И.В. Экономика предприятия / И.В. Сугеев. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 304 с.
161. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій / В.М. Суторміна, В.М. Федоров, Н.С. Резанова. – К. : Либідь, 1993. – 248 с.
162. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В.М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
163. Теория финансов. – К. : КНЭУ, 2008. – 368 с.
164. Теплиць І.Л. Економічні проблеми приватизації та акціонування промисловості / І.Л. Теплиць. – Одеса, 2001. – 173 с.
165. Теплова Т.В. Планирование в финансовом менеджменте / Т.В. Теплова. – М. : ГУ ВШ, 1998. – 315 с.
166. Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями / Т.В. Теплова. – М. : ГУ ВШ, 2001. – 504 с.
167. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / О.О. Терещенко. – К. : КНЕУ, 2003. – 554 с.
168. Факторный анализ эффективности производства / кол. под рук. В.Ф. Палия. – М. : Финансы, 1973. – 107 с.

169. Финансовое планирование деятельности малых предприятий США. – М. : Крокус Интернешнл, 1993. – 162 с.
170. Финансовый менеджмент: теория и практика / под ред. Е.С. Стояновой. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Перспектива, 2000. – 656 с.
171. Філімоненков О.С. Фінанси підприємств / О.С. Філімоненков. – К. : Ельга, Ніка-центр, 2002. – 360 с.
172. Фінанси підприємств / А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик, Л.Д. Буряк та ін. ; кер. авт. кол. і наук. ред. А.М. Поддєрьогін. – 5-те вид., переробл. і допов. – К. : КНЕУ, 2005. – С. 15–16.
173. Фінанси підприємств / за ред. Г.Г. Кірейцева. – К. : Центр навч. л-ри, 2002. – 268 с.
174. Фінанси України: інституційні перетворення та напрями розвитку / за ред. І.Я. Чугунова. – К. : ДННУ АФУ, 2009. – 848 с.
175. Фінанси. Грошовий обіг. Кредит / за ред. Л.О. Дробозіної. – К. : Вертекс, 2001. – 423 с.
176. Фінансовий аналіз / М.Д. Білик, О.В. Павловська, Н.М. Притуляк, Н.Ю. Невмержицька. – К. : КНЕУ, 2005. – 592 с.
177. Функ Я.И. Акционерное общество: история и теория / Я.И. Функ, В.А. Михалеченко, В.В. Хвалей. – Минск : Амалфея, 1999. – 608 с.
178. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика / И.А. Храброва. – М. : Альпина, 2000. – 198 с.
179. Цал-Цалко Ю.С. Фінансова звітність підприємства та її аналіз / Ю.С. Цал-Цалко. – 2-ге вид., переробл. і допов. – Житомир, 2001. – 300 с.
180. Цивільне право України : у 2 кн. / О.В. Дзера, кер. авт. кол. Д.В. Боброва, А.С. Довгерт та ін. ; за ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнєцової. – К. : Юрінком Інтер, 2002. – 643 с.

181. Чечетов М. Корпоративне управління в умовах економічної трансформації / М. Чечетов // Економіка України. – 2001. – № 4. – С. 10–18.
182. Чугунов І.Я. Фінансово-економічне прогнозування і планування / І.Я. Чугунов, Т.Г. Затонацька, А.В. Ставицький. – К. : НДФІ, 2007. – 312 с.
183. Шарп У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М., 1999. – 1024 с.
184. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа предприятия / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашев. – М. : Юни-Глоб, 1992. – 80 с.
185. Шиян Д.В. Фінансовий аналіз / Д.В. Шиян, Н.І. Строченко. – К. : А.С.К., 2005. – 230 с.
186. Экономика предприятия / В.П. Грузинов и др. ; под ред. проф. В.П. Грузинова. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – 535 с.
187. Экономический анализ хозяйственной деятельности предприятий и объединений / под ред. проф. С.Б. Барнгольц, проф. Г.М. Тация. – М. : Финансы и статистика, 1986. – 364 с.
188. Amram M. Real Options- Managing Strategic Investment in an Uncertain World / M. Amram, N. Kulatilaka. – Boston : Harvard Business School Press, 1998. – 246 p.
189. Baker M. Market Timing and Capital Structure / M. Baker, J. Wurgler // J. of Finance. – N 57. – 2002. – P. 3.
190. Beattie V. Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence / V. Beattie, A. Goodacre, S. Thomson // J. of Business Fin. & Ac. – 2006. – N 33(9-10). – P. 1430.
191. Beaver A.A. Is the stakeholder model dead? / A.A. Beaver // Business Horizons. – 1999. – N 42.
192. Beninga S. Corporate Finance: A Valuation approach / S. Beninga, O. Sarig. – N. Y. : McGraw-Hill, 1997. – 445 p.
193. Biddle G. Wallace Ji Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values /

- G. Biddle, R. Bowen // J. of Ac. and Econ. – 1997. – N 24. – P. 301–336.
194. Bikhchandani S. Learning From the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades / S. Bikhchandani, D. Hirshleifer, I. Welch // The J. of Econ. Perspectives. – 1998. – Vol. 12. – N 3.
195. Black F. The pricing of options and corporate liabilities / F. Black, M. Scholes // J. of Political Econ. – 1973. – N 81. – P. 637–654.
196. Brennan M. Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure / M. Brennan, E. Schwartz // J. of Business. – 1978. – P. 51.
197. Brigham E. Fundamentals of Financial Management / E. Brigham, F. Huston // Harcourt Publish. – 2001. – Jul. – P. 7–8.
198. Bromwich Ml. Residual Income Past, and Future / Bromwich Ml., M. Walker / Management Ac. Res. – 1998. – N 9(4). – P. 391–419.
199. Brounen D. Corporate Finance in Europe: Confronting Theory and Practice D. Brounen, A. de Jong, R. Kloedijk // Financial Management. – 2004.
200. Brown D.J. Competition and Firm Performance: Lessons from Russia / D.J. Brown, J.S. Earle // Stockholm Institute of Transitional Economy, Working Paper. – 2000. – N 154.
201. Business Valuation News. – Режим доступу : www.parmentierarthur.co.uk/valuation-and-corporation-tax.htm
202. Copeland T. Valuation: Measuring and managing the value of companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. – N. Y. : John Wiley & Sons, 1999. – June. – P. 118–124.
203. Cozion M. Droit des societes Vitec / M. Cozion, A. Viader. – 1997. – 419 p.
204. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset / A. Damodaran. – 2nd ed. – 2002. – February. – P. 3–30.

-
205. Demsetz H. Ownership structure and corporate performance / H. Demsetz, B. Villalonga // J. of Corporate Finance. – 2001. – N 7. – P. 476–495.
206. Dittmar A. Why Do Firms Issue Equity? / A. Dittmar, A. Thakor // J. of Fin. – 2007.
207. Dixit A. The Options Approach to Capital Investment Harvard / A. Dixit, R. Pindyck // Business Rev. – 1995. – May-June. – P. 105–115.
208. Does Foreign Ownership Matter? Russian Experience / K. Yudaeva, K. Kozlov, N. Melentieva, N. Ponomaryova // Econ. of Trans. – 2003. – Режим доступу : www.cefir.ru/papers/WP5.pdf
209. Donaldson T. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications / T. Donaldson, L. Preston // Acad. of Management Rev. – 1995. – N 20(2). – P. 404–437.
210. Fama E. Financing Decisions: Who Issues Stock? / E. Fama, K. French // Working Paper. – 2004.
211. Fischer E. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests / E. Fischer, R. Heinkel, J. Zechner // J. of Fin. – 1989 – P. 44.
212. Graham J. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field / J. Graham, C. Harvey // J. of Financ. Economics. – 2001. – N 60.
213. Harris M. The Theory of Capital Structure / M. Harris, A. Raviv // J. of Fin. – 1991. – V. XLVI. – N 1;
214. Hovakimian A. The Debt-Equity Choice / A. Hovakimian, T. Opler, S. Titman // J. of Financial and Quantitative Analysis 36. – 2001.
215. Jarrow R. Option pricing / R. Jarrow, A. Rudd. – Homewood, IL : Irwin, 1983. – 235 p.
216. Jensen M.C. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure / M.C. Jensen, W.H. Meckling // J. of Fin. Econ. – 1973. – V. 3. – N 5.

217. Jenter D. Market Timing and Managerial Portfolio Decisions / D. Jenter // J. of Finance. – 2005. – N 60.
218. Kocenda E. The Effect of Ownership Forms and Concentration on Firm Performance after Large-Scale Privatization / E. Kocenda, J. Svejnar // William Davidson Institute. – Working Paper 471. – 2002.
219. Korajczyk R.A. Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints / R.A. Korajczyk, A. Levy // J. of Fin. Econ. – 2003. – N 68.
220. Leland H. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure / H. Leland // J. of Finance. – 1994. – V. XLIX. – P. 1221.
221. Little I. Higgledy piggledy growth' / I. Little // Oxford Bulletin of Statistics. – 1962. – V. 1. – 24. – N 4. – P. 387–412.
222. Mayers S.C. The Capital Structure Puzzle / S.C. Mayers // J. of Finance. – 1984. – July.
223. Miller M. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares / M. Miller, F. Modigliani // J. of Business. – 1961. – V. XXXIV. – N 4.
224. Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of a Capital: A Correction / F. Modigliani, M. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1963. – V. LIII. – N 5.
225. Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares / F. Modigliani, M.H. Miller // J. Business. – 1961. – Oct. – P. 411–433.
226. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1958. – V. XLVIII. – N 3.
227. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M.H. Miller // Amer. Econ. Rev. – 1958. – June. – P. 267–297.
228. Morck R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // J. of Fin. Econ. – 1998. – N 20. – P. 293–315.
229. Myers S. Capital Structure / S. Myers // J. of Econ. Perspect. – 2001. – V. XV. – N 2.

230. Myers S. Capital Structur / S. Myers // J. of Econ. Perspect. – 2001. – V. XVII. – N 4.
231. Myers S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have / S. Myers, N. Majluf // J. of Fin. Econ. – 1984. – N 13.
232. Myers S. Financial Architecture / S. Myers // Europ. Fin. Management. – 1999. – V. 5. – P. 133–141.
233. Porter M. Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors / M. Porter. – N. Y. : Free Press, 1980. – 396 p.
234. Post J.E. Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth / J.E. Post, L.E. Preston, S. Sachs. – Stanford : Stanford Univer. Press, 2002.
235. Rappaport A. Creating shareholder value / A. Rappaport. – N. Y. : Free Press, 1998. – 205 p.
236. Roberts B. Is Privatization a Free Lunch? New Evidence on Ownership Status and Firm Performance / B. Roberts, Y. Gorkov, J. Madigan // Univer. of Miami. – Working Paper Series 115. – 1998.
237. Ross S. Corporate Finance / S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe. – Burr Ridge, IL : Irwin, 1996. – 112 p.
238. Smith Adam. Essays philosophical and literary / Smith Adam. – Kessinger Publishing, LLC, 2005. – 476 p.
239. Stewart B. The Qwest for Value / B. Stewart. – N. Y. : Harper Collins, 1991. – 494 p.
240. Taggart R. Some Mathematical Notes on Bond Pricing, Duration and Convexity / R. Taggart. – Boston Univer. Work Paper. – 1996. – N 3.
241. The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia / A.A. Bevan et al. // William Davidson Institute Working Paper 452. – 2001. – P. 182.
242. Trigeorglis L. Real Option in Capital Investment: Models, Strategies and Applications / L. Trigeorglis. – Westport, CT: Praeger.
243. Wanzenried G. Capital Structure D in the UK and Continental Europe / G. Wanzenried // Europ. J. of Fin. – 2006. – N 12.

Наукове видання

СЕЛІВЕРСТОВА Людмила Сергіївна

ФІНАНСИ КОРПОРАЦІЙ

Монографія

Редактор Т.М. Коліна
Комп'ютерне верстання О.А. Гаркуші
Дизайн обкладинки Т.Ю. Петруші

Формат 60×84/16. Ум. друк. арк. 16,53. Тираж 300 пр. Зам. 1494.

Видавець і виготовлювач

Київський національний торговельно-економічний університет
вул. Кіото, 19, м. Київ-156, Україна, 02156

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи серія ДК № 359 від 14.03.2001.