

О. О. Терещенко

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", Київ, Україна, corfinua@ukr.net

А. І. Івашченко

кандидат економічних наук, доцент кафедри ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", Київ, Україна, alla_ivashchenko@inbox.ru

**СУЧАСНИЙ СТАН І НАПРЯМИ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ
КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ**

Анотація. Практична квінтесенція корпоративних фінансів як науки полягає в технологічній підтримці прийняття фінансових рішень. Тому ключовим завданням наукових досліджень у сфері корпоративних фінансів має бути обґрунтування новітніх інструментів і методів прийняття фінансових рішень у корпоративному секторі економіки, зокрема визначення найприйнятніших форм та методів фінансування підприємств, формулювання критеріїв ефективного вкладення капіталу, розроблення адекватних інструментів оцінки фінансово-інвестиційних ризиків. Із метою виявлення ключових тенденцій розвитку корпоративних фінансів в Україні з погляду глобальних трендів у відповідній царині в Київському національному економічному університеті імені Вадима Гетьмана було проведено міжнародну науково-практичну конференцію на тему "Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку". В пропонованій статті висвітлено основні висновки цього наукового форуму, сформульовано ключові виклики, котрі постають перед корпоративними фінансами в нашій державі з огляду на світові тренди. Систематизовано особливості еволюції корпоративних фінансів на ринках, що розвиваються (до яких належить і Україна), виявлено канали впливу окремих ланок вітчизняної фінансової системи на діяльність підприємств та обґрунтовано інструментарій підвищення ефективності фінансового менеджменту в корпоративному секторі економіки.

Ключові слова: корпоративні фінанси, інноваційний розвиток, фінансовий контролінг, ставка витрат на капітал, вартісно-орієнтоване управління, деформована модель корпоративних фінансів, інвестиційна гіпергнучкість.

Рис. 1. Літ. 3.

Oleh Tereshchenko

Dr. Sc. (Economics), Professor, SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadim Hetman", Kyiv, Ukraine, corfinua@ukr.net

Alla Ivashchenko

Ph. D. (Economics), SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadim Hetman", Kyiv, Ukraine, alla_ivashchenko@inbox.ru

**THE CURRENT STATE AND DIRECTIONS OF CORPORATE FINANCE
INNOVATIVE DEVELOPMENT**

Abstract. The purpose of the article is to analyze the main trends and features of corporate finance innovative development, which were presented at the 1st International scientific conference, namely "Corporate Finance: Problems and Prospects of Innovative Development". The round table was held on 21 June on the basis of the Corporate Finance and Controlling Department of the State University "Kyiv National Economic University

© Терещенко О. О., Івашченко А. І., 2018

named after Vadim Hetman”, with the support of such institutions as the NASU Institute for Economics and Forecasting (Kyiv) and the Controlling Department of Philipps-Universität (Marburg, Germany). The round table was mainly focused on the thematic areas regarding globalization processes` impacts on corporate finance; influence of controlling instruments on corporate finance development; behavioral aspects of corporate finance; financial and credit leverages of state support of innovative-investment business activity; system disproportions of corporate finance development in Ukraine. The participants of the mentioned round table developed the following conclusions and recommendation as the results of scientific discussions. Firstly, it is feasible to observe financial services of enterprises in two ways: 1) as the mediator between enterprises, external shareholders and stakeholders; and 2) as an internal financial services provider. Secondly, the rate of capital cost could be considered as the globalization process effect on financial activity of corporations, as well as the result of macroeconomic policy and economic reforms of the local government simultaneously as the essential indicator of company effectiveness assessment. Thirdly, the innovative potential of financial controlling should be considered as one of the main components for international competitiveness provision of the company. According to the modern trends of corporate finance development, it is reasonable to create a financial management system based on value-oriented indicators. System disproportions of corporate finance development were appealed due to the underdevelopment of the financial market infrastructure, high investment risks, a high corruption level and inefficiency of public governance. Besides, the existence of the deformed model was revealed as the progressive corporate finance autonomization in the financial system of the country. Financial and credit leverages of state support for corporations should be focused on the formation of equal conditions for financial, commodity and resource markets. Furthermore, great attention was paid to the state leverages establishment directed at corporate sector unshadowing.

Keywords: corporate finance, innovative development, financial controlling, the rate of capital cost, value-based management, corporate finance deformed model, investment hyperflexibility.

JEL classification: O11, O29, O31.

О. А. Терещенко

доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой ГВУЗ “Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана”, Киев, Украина

А. И. Иващенко

кандидат экономических наук, доцент кафедры ГВУЗ “Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана”, Киев, Украина

**СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И НАПРАВЛЕНИЯ
ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ**

Аннотация. Практическая квинтэссенция корпоративных финансов как науки заключается в технологической поддержке принятия финансовых решений. Поэтому ключевой задачей научных исследований в сфере корпоративных финансов должно быть обоснование новейших инструментов и методов принятия финансовых решений в корпоративном секторе экономики, в частности определение наиболее приемлемых форм и методов финансирования предприятий, формулировка критериев эффективного вложения капитала, разработка адекватных инструментов оценки финансово-инвестиционных рисков. С целью выявления ключевых тенденций развития корпоративных финансов в Украине с точки зрения глобальных трендов в соответствующей сфере в Киевском национальном экономическом университете имени Вадима Гетьмана была проведена международная научно-прак-

тическая конференция на тему “Корпоративные финансы: проблемы и перспективы инновационного развития”. В предлагаемой статье освещены основные выводы этого научного форума, сформулированы ключевые вызовы, встающие перед корпоративными финансами в нашем государстве ввиду мировых трендов. Систематизированы особенности эволюции корпоративных финансов на развивающихся рынках (к которым относится и Украина), выявлены каналы влияния отдельных звеньев отечественной финансовой системы на деятельность предприятий и обоснован инструментарий повышения эффективности финансового менеджмента в корпоративном секторе экономики.

Ключевые слова: корпоративные финансы, инновационное развитие, финансовый контроллинг, ставка затрат на капитал, стоимостно-ориентированное управление, деформированная модель корпоративных финансов, инвестиционная гипергибкость.

У вітчизняній фінансовій науці бракує науково-практичних досліджень за напрямом “фінанси мікрорівня”. З метою активізації наукових пошуків у сфері корпоративних фінансів у Київському національному економічному університеті імені Вадима Гетьмана (КНЕУ) було проведено міжнародну науково-практичну конференцію на тему “Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку”. Організатор заходу – кафедра корпоративних фінансів і контролінгу КНЕУ, яка спеціалізується на питаннях інноваційного розвитку фінансів базової ланки економіки, імплементації відповідних наукових результатів у практичну діяльність підприємств та в процес підготовки фахівців із корпоративних фінансів і контролінгу. Співорганізатори заходу – ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України” та Філіппс-Університет (м. Марбург) (Philipps-Universität Marburg), Німеччина. Учасники конференції обговорювали найактуальніші питання інноваційного розвитку корпоративних фінансів. Зокрема, було висвітлено тенденції розбудови корпоративних фінансів у контексті процесів глобалізації, інноваційний потенціал контролінгу та його вплив на корпоративні фінанси; оцінено перспективи біхевіористичної складової фінансів; виявлено системні диспропорції розвитку корпоративних фінансів в Україні та розглянуто фінансово-кредитні важелі державної підтримки інноваційно-інвестиційної діяльності бізнесу.

Результати досліджень, представлені на міжнародному форумі, безперечно, становлять науково-практичний інтерес. У вступній доповіді (професор О. О. Терещенко) було наголошено, що корпоративні фінанси не можуть розвиватися тільки на локальному рівні. З огляду на міжнародний рух капіталів, трудових ресурсів, товарів і послуг, корпоративні підприємства повинні бути інтегровані в глобальну економічну систему. Це означає, що процеси глобалізації впливають на діяльність підприємств, навіть якщо остання має локальний характер. Отже, інструментарій корпоративних фінансів повинен враховувати як світові тренди, так і місцеві особливості. В сучасній глобальній економічній системі Україна належить до групи країн із ринками, що розвиваються (*emerging markets*). Таким країнам притаманні доволі високі темпи економічного зростання, більші ризики, низькі кредитні рейтин-

ги та велика ймовірність конфліктів між принципалами й агентами, що безпосередньо впливає на діяльність корпоративних підприємств і організацію їхніх фінансів. Виявляється, більшість загальноприйнятих у розвинутих країнах інструментів та методів корпоративних фінансів у їх чистому вигляді є неприйнятними до використання на ринках, що розвиваються. Це стосується методів оцінювання ризиків, порядку розрахунку процентних ставок, інструментів фінансового прогнозування, способів визначення вартості бізнесу й ефективності інвестиційних проектів. Тому постає потреба в розробленні модифікованих підходів і численних адаптаційних алгоритмів.

Функції корпоративних фінансів на сучасному підприємстві реалізуються передусім фінансовим директором (*chief financial officer* – CFO) та підпорядкованими йому службами. За висновками класика німецької школи економіки Е. Гутенберга, мистецтво управління фінансами полягає в збалансуванні теперішніх, очікуваних і планових обсягів господарської діяльності із фінансовими можливостями підприємства [1]. Згідно з англосаксонською моделлю організації корпоративних фінансів, виокремлюється два блоки компетентності фінансових служб:

1) корпоративне казначейство (*corporate treasury*) – комплекс завдань, пов'язаних із фінансуванням та інвестуванням;

2) контролінг (*controlling*) – планування, аналітика, контроль і репортинг, у т. ч. на основі обробки даних різних видів обліку.

Ефективні фінансові рішення не можливі без інформаційної, методичної й консультативної підтримки з боку служб контролінгу, котрі мають враховувати особливості прийняття фінансових рішень в умовах інформаційної асиметрії та суб'єктивних преференцій учасників фінансових відносин, а також специфіку нерациональної поведінки індивідів. У рамках виконання цього завдання непересічного значення набувають стандартизація та автоматизація фінансових процесів і технологій, а також децентралізація повноважень та компетенції прийняття рішень. Фінансовий контролінг зосереджується не так на питаннях контролю діяльності агентів, як на запровадженні системи поштовхів до прийняття раціональних рішень і відповідальності за їх результати.

За результатами досліджень компанії “Делойт”, 52 % опитаних фінансових директорів віднесли до числа ключових компетентностей CFO завдання, пов'язані з контролінгом, 50 % – із фінансуванням, 48 % – зі стратегічним плануванням, 38 % – з обліком (*accounting*), 33 % – з менеджментом персоналу, 29 % – з інформаційними технологіями [2]. На рисунку показано новітню інтерпретацію ключових завдань, які виконуються фінансовим директором підприємства та підпорядкованими йому фінансовими службами.

Функціонал фінансового директора підприємства та підпорядкованих йому фінансових служб нині трансформується з профі у фінансуванні й показниках у профі з питань розроблення та реалізації стратегії. Додана вартість, котра генерується фінансовими службами, вимірюється мінімізацією витрат підприємства на капітал і максимізацією показників результатив-

CFO	
Управління фінансовими службами компанії Стратегічний спаринг-партнер керівника підприємства Формування та реалізація фінансової політики компанії Проведення операцій типу M&A Антикризовий фінансовий менеджмент	
Корпоративне казначейство	Контролінг
Управління грошовими потоками (<i>cash-flow</i>). Фінансування бізнесу (формування боргового і власного капіталу). Діяльність з емісії та обслуговування цінних паперів. Управління розрахунками. Комерційне кредитування та управління дебіторською заборгованістю. Управління кредиторською заборгованістю. Управління оборотним капіталом (<i>working capital management</i>). Фінансові й реальні інвестиції. Забезпечення ліквідності та платоспроможності. Оперативне фінансове планування. Оптимізація структури капіталу	Інформаційно-методична підтримка розроблення й реалізації стратегії компанії. Бюджетування та бюджетний контроль. Управлінський облік і репортинг. Трансформація звітності та її аналіз згідно з міжнародними стандартами. Консультативно-методична підтримка управління ризиками й вартістю компанії. Фінансова комунікація. Фінансова аналітика, діагностика й моніторинг. Оцінка результативності діяльності та модерація поведінки. Внутрішній фінансовий і податковий консалтинг. Внутрішній фінансовий контроль

Рисунок. Ключові компетентності фінансових служб підприємства

Складено авторами.

ності діяльності бізнесу загалом та його окремих сегментів. Вирішальними критеріями успішності фінансових служб майбутнього й виробництва ними доданої вартості є: орієнтація на клієнтів, якість і швидкість виконання завдань, транспарентність, надійність, розуміння бізнесу. Інвестори не лише проводять моніторинг фінансових показників, а й спостерігають, як компанія налагоджує відносини із зовнішніми та внутрішніми стейкхолдерами.

Нестабільність і ризики фінансово-господарської діяльності на ринках, що розвиваються, зумовлюють потребу в розробленні спеціальних адаптаційних алгоритмів щодо більшості технологій прийняття рішень у сфері корпоративних фінансів. Одним із ключових інструментів їх прийняття, який до того ж виступає обов'язковим елементом багатьох фінансових технологій, є ставка витрат на капітал. З точки зору підприємств – одержувачів ресурсів, процентна ставка характеризує відносну величину витрат на борговий чи інвестиційний капітал (*cost of capital*). Для капіталодавців процентна ставка є виразом очікуваної норми дохідності на вкладений капітал. Водночас у результаті нарахування й виплати капіталодавцям доходів у підприємств виникають витрати. Саме тому на рівні підприємств доцільно вживати термін “ставка витрат на капітал”.

Стандартні моделі визначення ставки дисконтування, котрі використовуються на розвинутих ринках, для ринків, що розвиваються, є здебільшого непридатними, передусім через брак релевантної інформації. Процентні

ставки рефлектують на рівень зайнятості та заробітної плати, ціни, обсяг інвестицій і ділової активності, тож вони є предметом спекуляцій на політичному рівні. Навколо питання процентних ставок розгортаються гострі дискусії серед науковців та практиків. З огляду на тіньову складову, на таких деформованих фінансових ринках, як український, застосовуються процентні ставки трьох видів: договірні (наводиться в офіційних звітних документах і угодах), фактична й ринкова. Висновок щодо неринкових умов залучення капіталу є слушним у разі розбіжності між офіційною платою за капітал та фактичними платежами. В такому випадку йдеться про імпліцитні (тіньові) витрати на капітал. За їх наявності капітал вважатиметься таким, що залучається на неринкових умовах, навіть коли загальна величина платежів за його користування відповідатиме ринковій процентній ставці. Це зумовлено тим, що переведення платежів за капітал у тіньовий сектор пов'язане насамперед із ухиленням від оподаткування, що порушує ринкові умови залучення й обслуговування капіталу. У країнах із деформованим фінансовим ринком діють усталені схеми переведення плати за капітал у тіньовий сектор. Для цього великий бізнес послуговується передусім офшорними зонами, а дрібний – приватними підприємцями або іншими інструментами.

Окреслена проблематика тісно пов'язана з тінізацією прибутку, заробітної плати й платежів за користування ресурсами. Для оцінювання величини тіньового сектору плати за капітал доцільно проаналізувати інформацію про обсяг офіційних платежів у рамках плати за капітал у розрізі його окремих категорій. Ідеться про офіційні дивіденди, розмір тезаврованого прибутку, проценти за облігаціями чи банківськими кредитами. Визначити фактичну плату за капітал за допомогою прямих методів неможливо. Зважаючи на розмаїття схем і форм виведення капіталу, а також надзвичайну витратність подібного контролю, це можна зробити лише стосовно невеликої кількості підприємств. Гіпотетично можна припустити, що величина тіньового сектору витрат на капітал (додаткова тіньова процентна ставка) відповідає різниці між ставкою, визначеною з використанням непрямих методів, та витратами на капітал, що відображені в офіційній звітності. Визначальною при цьому є коректність непрямого розрахунку ставки витрат на капітал.

За допомогою параметра очікуваної ставки витрат на капітал можна провести наближені оцінки прибутків тіньового сектору економіки. Тіньова процентна ставка на капітал – це різниця між очікуваною дохідністю за модифікованим CAPM і офіційним ROE (за інших рівних умов). Отже, доходи на інвестований (власний) капітал за імпліцитною (тіньовою) процентною ставкою відповідають доходам, генерованим тіньовою економікою. Високі витрати на капітал, зокрема їхньої тіньової складової, є однією із причин низьких заробітних плат в Україні. Наприклад, частка витрат на заробітну плату у структурі витрат та відносно ВВП у нашій державі є на порядок меншою, ніж у розвинутих країнах. Тісний зв'язок між ризиками, котрі прояв-

ляються у високій премії за ризик країни та ставці витрат на інвестований капітал, рівнем заробітної плати і зростанням безробіття свідчить про жорстку орієнтацію бізнесу в країнах із ринками, що розвиваються, на інтереси шехолдерів та ігнорування інтересів стейкхолдерів. Розраховані коефіцієнти кореляції між аналізованими змінними на підставі інформації за 2007–2016 рр. вказують на наявність зв'язку між зростанням ризиків, рівнем заробітної плати й безробіття. В розвинутих країнах збільшення ризиків і витрат на капітал призводить переважно до зростання безробіття, а на ринках, що розвиваються, – як до істотного скорочення заробітної плати, так і до зростання безробіття.

Підсумовуючи викладене, доповідач наголосив, що ставка витрат на капітал є необхідним параметром оцінювання результативності компаній; змінною, яка визначає фінансові відносини між корпоративним і фінансовим секторами економіки, впливає на рівень заробітної плати, безробіття й цін; критерієм ризиковості вкладення капіталу в конкретну країну, сегмент ринку, актив та інструментом оцінки доходів тіньового сектору економіки.

Корпоративні підприємства можуть забезпечити конкурентні переваги лише в разі, якщо технології генерування фінансових рішень ґрунтуватимуться на найновіших досягненнях науки й техніки, враховуватимуть сучасні тренди у сфері корпоративних фінансів. Один із таких трендів зводиться до побудови фінансового менеджменту в компаніях на вартісно-орієнтованих засадах. У представлених на конференції результатах дослідження групи фахівців із Філіппс-Університету (м. Марбург) (професор М. С. Рапп, Дж. Удоєва, О. Мавруполо) наголошено на важливості впливу вартісно-орієнтованого управління (*value-based management*) на робочий капітал лістингових фірм. Їхня доповідь була присвячена визначенню ефектів впливу систем вартісно-орієнтованого контролю на управління робочим капіталом підприємств. На основі емпіричних досліджень згаданими фахівцями ідентифіковано механізми впливу системи вартісно-орієнтованого контролю на ефективність управління робочим капіталом, застосовано модель таргетування співвідношення чистого робочого капіталу (ЧРК) шляхом коригування його номінальної вартості на змінні систем контролю, а саме галузевого ЧРК, доступу до фінансування, корпоративного управління тощо.

Встановлено, що фірми з вартісно-орієнтованим управлінням мають тенденцію до зниження граничної маржі, яка перевищує таргетований рівень чистого робочого капіталу значно швидше, ніж інші фірми. Пропонована за результатами дослідження методика передбачає впровадження системи управління й контролю детермінант чистого робочого капіталу, а також інтеграцію моделі таргетування та регулювання чистого робочого капіталу в інвестиційний аналіз.

Фахівцями Філіппс-Університету (м. Марбург) проаналізовано 1676 підприємств, чії акції торгуються на Франкфуртській фондовій біржі, в часовому

періоді з 2002 по 2014 рр. Ключові висновки проведеного ними дослідження полягають у такому:

- вартісно-орієнтовані системи контролю впливають на прийняття фінансових рішень компанією в короткостроковій перспективі;
- компанії, що імплементували у свою діяльність вартісно-орієнтоване управління, мають вищу і швидшу схильність до зниження рівня чистого робочого капіталу, котрий є вищим, ніж таргетована мета, навіть у випадках ендогенності.

Значну увагу під час конференції приділено можливостям використання інноваційного ресурсу контролінгу для розвитку корпоративних фінансів. Зокрема, керівник служби контролінгу ПАТ “Одеса-кабель” В. В. Чернова підкреслила необхідність упровадження на підприємстві інформаційно-аналітичної платформи вартісно-орієнтованого контролінгу, яка має створюватися на засадах результативності, координації й процесного підходу, що уможливає постійний моніторинг зміни показників вартості підприємства та якісну оцінку ефективності управлінських рішень. Було визначено основні правила побудови такої платформи з виокремленням оперативного й стратегічного рівнів моніторингу зміни показників вартості та процесів їх планування. Оперативний рівень повинен бути представлений базовими планами продажів, закупок, інвестицій тощо; а стратегічний – консолідованим річним, стратегічним планом (горизонт планування становить 2–5 років) та інтегрованими показниками й факторами вартості (горизонт планування – 7–10 років). Також було наголошено на специфіці визначення вартості підприємства ПАТ “Одеса-кабель”, істотному впливі ціни на сировину (зокрема, на мідь) на вартість компанії. Пропонований підхід дасть можливість оцінити ефективність менеджменту підприємств із урахуванням впливу біржових коливань сировинних ринків.

Провідний дослідник проблематики корпоративних фінансів із Криворізького економічного інституту КНЕУ професор І. П. Васильчук у продовження дискусії щодо вартісно-орієнтованого управління звернула увагу на необхідність застосування нових підходів до фінансового аналізу при управлінні вартістю корпорації, аргументувавши цю думку положеннями Директиви Європейської комісії “Про права власників акцій”, котра спрямована на вдосконалення корпоративного управління в акціонерних товариствах та захист прав акціонерів. Директивою передбачено перегляд фідучіарних обов’язків директорів у бік орієнтації на довгострокову стратегію розвитку, що передбачає обов’язкове врахування низки критеріїв – екологічних, соціальних, корпоративного управління (*дали* – ЕСКУ-критерії). Нові підходи до фінансового й інвестиційного аналізу передбачають:

- використання стратегій сталого й відповідального інвестування;
- врахування у фідучіарних обов’язках довгострокових цілей і ЕСКУ-критеріїв;
- інтеграцію ЕСКУ-критеріїв у інвестиційний аналіз компаній на різних стадіях інвестиційного процесу (відбір активів, моніторинг портфеля з ура-

хуванням створеної вартості портфельних компаній, оцінка дохідності інвестиційного портфеля);

– застосування методик оцінювання екологічних, соціальних чинників та якості корпоративного управління (*sustainable scoring*) у інвестиційному аналізі та при прийнятті інвестиційних рішень;

– взаємодію з портфельними компаніями: використання стратегій “активні дії власників” (*shareholder activism*), що включає голосування, участь у діалозі, подання резолюції власників.

Визначено такі етапи інтеграції ЕСКУ-критеріїв у інвестиційний процес:

1) якісний аналіз (економіка, галузь, стратегія компанії, якість менеджменту);

2) кількісний аналіз (фінансове прогнозування, моделі оцінки вартості компанії, показники формування інвестиційного портфеля);

3) прийняття інвестиційного рішення (купівля / збільшення вагомості; утримання / збереження вагомості; продаж / зменшення вагомості; відмова в інвестуванні);

4) активна фаза оцінки власності (безпосередня участь компанії, голосування).

Як підсумок було наведено позитивний досвід застосування компанією “Union Investment” техніки інтеграції ЕСКУ-критеріїв.

Базовою категорією корпоративних фінансів і визначальним чинником діяльності підприємств є капітал. Загальновідомо, що недієздатність окремих сегментів фінансового ринку є серйозною перешкодою для розвитку корпоративного сектору. Більшості країн із ринками, що розвиваються, притаманний низький рівень розвитку фондового ринку (ринку корпоративних цінних паперів). В Україні ця проблема стоїть особливо гостро, оскільки вітчизняний ринок капіталів не виконує жодної з покладених на нього функцій. Тому велику увагу учасники конференції приділили обговоренню впливу інструментів фінансового ринку на корпоративні фінанси, який проявляється, зокрема, у виникненні системних диспропорцій у їх розвитку внаслідок неповноцінної інфраструктури фінансового ринку, високих фінансово-інвестиційних ризиків і корупції, неефективності державного регулювання. Аномалії фінансів мікроекономічного рівня проаналізовано в доповіді завідувача відділу фінансів реального сектору ДУ “Інститут економіки і прогнозування НАН України” професора В. В. Зимовця. Він виокремив такі основні ознаки деформованої моделі:

– надмірна боргова залежність;

– незадовільна платіжна дисципліна;

– незначна роль банків у фінансуванні підприємств (менш ніж 15 % фінансування);

– нагромадження капіталу в тіньовому секторі (офшорних юрисдикціях).

Ключовим чинником високого рівня декапіталізації корпоративного сектору за висновками В. В. Зимовця є збитки реального сектору економіки за 2014–2015 рр. через знецінення гривні та втрату коштів у результаті “очи-

щення” банківської системи (ліквідації великої кількості банків); падіння попиту й зменшення завантаження потужностей; ухилення від оподаткування, викривлення фінансової звітності, заниження прибутків. Ученим уведено поняття ресурсного вичерпання фінансового сектору, що характеризується істотним переважанням державного боргу над грошовою масою (M2). За норми 50 % у 2016 р. цей показник сягав близько 200 %. Окрім того, в доповіді було виокремлено етапи міжнародного руху боргового капіталу в Україні протягом 2005–2016 рр. та виявлено тенденції скорочення його надходжень у 2016 р.

Дискусія була спрямована також на з’ясування поняття “інвестиційна гіпергнучкість”. Для визначення рівня автономізації корпоративних фінансів проведено порівняння інвестиційної гіпергнучкості в Україні, державах ЄС і США, в результаті якого виявлено помітне відставання України за показником самофінансування, котрий у 2014–2015 рр. навіть мав від’ємне значення. Було вказано основні фактори збереження циклічності поглиблення деформацій у моделі вітчизняних корпоративних фінансів, серед яких варто виокремити надмірну боргову залежність, зниження кредитоспроможності, погіршення якості кредитних портфелів банків, “очищення” банківської системи, втрату ліквідного капіталу банків, наявність сурогатних боргових форм фінансування активів тощо.

Розвиток корпоративних фінансів великою мірою залежить від наявності чітких правил гри щодо відносин усередині підприємств, між бізнесом і державою, корпоративним та фінансовим секторами. Поштовх до запровадження цивілізованих правил гри має йти від держави. Для цього слід створити якісне інституційне забезпечення функціонування корпоративного сектору та грамотно використовувати фінансово-кредитні важелі державної підтримки фінансових інновацій, зокрема фіскальні інструменти впливу, про що йшлося в доповідях професорів А. М. Поддєрьогіна, Т. В. Паєнтко і О. М. Тимченко.

Так, А. М. Поддєрьогін описав механізм впливу порядку оподаткування прибутку на розвиток інноваційно-інвестиційної спрямованості підприємства та систематизував процес формування системи оподаткування прибутку в Україні впродовж 1991–2017 рр. Професор наголосив на необхідності стимулювання інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств при визначенні об’єкта оподаткування, ставок податку, наданні цільових податкових пільг та обґрунтував низку пропозицій щодо вдосконалення механізму оподаткування прибутку. На його думку, при визначенні оподаткованого прибутку доцільно брати до уваги витрати на інноваційно-інвестиційну діяльність, диференціювати ставку оподаткування прибутку з урахуванням такої діяльності, встановити цільові пільги за її проведення.

Ключовою тезою виступу А. М. Поддєрьогіна є твердження, що для розвитку інноваційно-інвестиційної діяльності підприємств в Україні потрібно імплементувати механізм виведення з-під оподаткування частини прибутку, котрий спрямовується на фінансування такої діяльності. Проблема,

однак, полягає в розробленні дієвих критеріїв відповідних видів інноваційно-інвестиційної діяльності та контролі їх дотримання.

Доповідь Т. В. Паєнко присвячена дії адміністрування ПДВ на управління робочим капіталом підприємства. В ході дискусії наголошено на важливості встановлення каналів впливу ПДВ на робочий капітал, а саме механізмів реєстрації й блокування податкових накладних у системі електронного адміністрування (СЕА), а також відшкодування ПДВ експортерам. Дія ПДВ на робочий капітал супроводжується різними ризиками для продавця й покупця. Наприклад, для продавця підвищується ризик несвоечасного погашення дебіторської заборгованості та сума поточних зобов'язань, а для покупця – ризик необхідності поповнення рахунку в СЕА грошовими коштами, що призводить до зменшення поточних активів. Таким чином, недосконалий механізм адміністрування ПДВ ускладнює планування оптимального залишку грошових коштів і залишку запасів, а також, більшою мірою, процеси управління дебіторською заборгованістю, в т. ч. розроблення систем знижок для клієнтів.

Логічним продовженням дискусії щодо вдосконалення фіскальних інструментів впливу на інноваційний розвиток корпоративних фінансів став виступ О. М. Тимченко, присвячений тому, як зниження ставки на загальнообов'язкове державне соціальне страхування (*дали* – ЄСВ) відображається на поведінці роботодавця. В ході обговорення було доведено, що зменшення ставки ЄСВ до 22 % не позначається на фонді заробітної плати з боку роботодавців та майже не сприяє детінізації заробітних плат “у конвертах”. Деструктивний вплив на мотивацію щодо легалізації зарплат має також чинник нестабільності законодавства й недовіри до уряду, внаслідок чого надходження до централізованих державних фондів не збільшились (як очікувалося внаслідок зниження ставки ЄСВ з 33,6 до 22 %).

Таким чином, на розвиток корпоративних фінансів істотно впливає якість використання фінансово-кредитних важелів державного регулювання фінансових відносин на рівні корпоративного сектору. Водночас для прийняття ефективних фінансових рішень необхідно усунути причини нерациональної поведінки агентів та потенційних зловживань і конфліктів інтересів на рівні підприємств. Саме тому окремий блок наукових дискусій у ході конференції був присвячений удосконаленню корпоративного управління та корпоративної звітності як інструментів, спрямованих на гармонізацію принципал-агент відносин на рівні корпоративних підприємств. Корпоративна звітність повинна містити відомості про бізнес-моделі, систему використовуваних ресурсів, комерційну діяльність, продукти й результати, а також про орієнтацію стратегії, управління, діяльності міжнародної компанії й усіх її підрозділів на створення цінності в коротко-, середньо- й довгостроковому періодах [3].

За підсумками наукових дискусій сформульовано такі висновки та рекомендації:

- Фінансові служби підприємства слід розглядати у двох ракурсах – як своєрідного посередника між підприємством і зовнішніми шехолдерами й

стейкхолдерами (учасниками фінансових відносин) та як внутрішнього оферента фінансових послуг (сервіс і консалтинг). Ідеться про посередництво між підприємством та учасниками ринку капіталів, підприємством і державою. Для успішного виконання цієї ролі діяльність фінансових служб повинна бути сфокусована на підтримці репутації підприємства й на фінансових ринках, і перед контролюючими органами та іншими стейкхолдерами. У відносинах із внутрішніми стейкхолдерами, зокрема з менеджментом і операційними підрозділами, крім функціонального забезпечення руху капіталу, такі служби мають здійснювати сервісні й консультативні функції.

- Ставка витрат на капітал є продуктом впливу глобалізації на фінансову діяльність корпоративних підприємств, макроекономічної політики та господарських реформ локального уряду, обов'язковим параметром оцінки результативності компаній. Вона є змінною, що визначає фінансові відносини між корпоративним і фінансовим секторами економіки, впливає на рівень заробітної плати, безробіття й цін, та слугує інструментом оцінки доходів тіньового сектору економіки.

- Для забезпечення міжнародної конкурентоспроможності вітчизняних компаній їхній фінансовий менеджмент повинен широко використовувати інноваційний потенціал контролінгу. При цьому акцент слід робити не так на питаннях контролю діяльності агентів, як на запровадженні системи поштовхів до прийняття раціональних із погляду підприємства рішень і відповідальності за їх результати.

- Один із сучасних трендів у розвитку корпоративних фінансів зводиться до побудови фінансового менеджменту на вартісно-орієнтованих засадах. Компанії, котрі застосовують вартісно-орієнтоване управління, мають вищу й швидшу схильність до оптимізації рівня чистого робочого капіталу. Причому модель такого управління на підприємстві повинна бути представлена на операційному і стратегічному рівнях.

- Неповноцінність інфраструктури фінансового ринку, високі фінансово-інвестиційні ризики й рівень корупції, неефективність державного регулювання спричинили системні диспропорції в розвитку вітчизняних корпоративних фінансів. Деформована модель таких фінансів є формою прояву їх прогресуючої автономізації у складі фінансової системи країни як реакції на наявні інституційні бар'єри та макрофінансові ризики. В умовах макрофінансової нестабільності деформації моделі поглиблюються, що проявляється в посиленні боргової залежності. В результаті менеджмент багатьох підприємств зосереджує свою діяльність не на усуненні фінансових проблем, а на їх поглибленні, щоб мати підстави для отримання фінансової допомоги в майбутньому.

- Фінансово-кредитні важелі державної підтримки корпоративного сектору мають бути спрямовані передусім на формування цивілізованих, однакових для всіх правил гри на фінансовому, товарному й ресурсному ринках. Важливим у цьому контексті є забезпечення нейтрального впливу податкових чинників на діяльність підприємств. Зasadничим принципом економіч-

ної політики в країні повинна бути мінімізація негативних ефектів від державного втручання для конкурентного середовища. Разом із тим важелі державного впливу мають сприяти створенню системи поштовхів для виведення корпоративних фінансів із тіньової сфери.

Список використаних джерел

1. Gutenberg E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, die Finanzen, 8. Aufl., Berlin. 1987. S. 3.
2. Die Zukunft des CFO im Mittelstand / Deloitte, 2009. URL: <http://www2.deloitte.com/>.
3. Єфименко Т. І., Жук В. М., Ловінська Л. Г. Інформація в антикризовому управлінні: глобальний аспект стандартизації обліку та фінансової звітності. Київ : ДННУ "Акад. фін. управління", 2015. 400 с.

References

1. Gutenberg, E. (1987). *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre*. Bd. 3, die Finanzen, 8. Aufl., Berlin.
2. Deloitte. (2009). *Die Zukunft des CFO im Mittelstand*. Retrieved from <http://www2.deloitte.com/>.
3. Yefymenko, T. I., Zhuk, V. M. & Lovins`ka, L. H. (2015). *Informaciya v anty`kry`zovomu upravlinni: hlobal`ny`j aspekt standarty`zacyi obliku ta finansovoyi zvitnosti* [Information in crisis management: the global aspect of accounting standardization and financial reporting]. Ky`yiv: DNNU "Akademiya finansovoho upravlinnya" [in Ukrainian].