

Карпенко Г. В.,

кандидат економічних наук,

завідувач відділу міжнародних фінансів

Науково-дослідного фінансового інституту

Академії фінансового управління

Міністерства фінансів України

ФІНАНСОВІ МЕХАНІЗМИ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ У СИСТЕМІ СУЧASНОЇ СВІТОВОЇ ЕКОНОМІКИ

Проблема функціонування транснаціональних корпорацій (ТНК) у сучасних економічних умовах є надзвичайно актуальною. Низка корпоративних банкрутств найбільших корпорацій світу не могла не позначитися на стабільноті функціонування світової фінансової системи. Фінансові махінації та банкрутства корпорацій США та Європи вплинули на економічну стабільність як у материнських країнах, так і у країнах-реципієнтах цих компаній, а також позначилися на коливанні валютних курсів долара й євро.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про те, що проблеми економічної діяльності транснаціональних корпорацій широко висвітлені в численних наукових працях видатних вчених минулого, таких як А. Маршалл, Д. Рікардо, А. Сміт, а також у роботах сучасних визнаних дослідників проблеми функціонування ТНК – Л. Бальцеровича, Т. Веблена, Дж. К. Гелбрейта, Дж. Даннінга, Р. Коуза, М. Портера, Дж. Сороса.

У контексті зазначененої теми привертають увагу праці російських вчених – О. Мовсесяна, С. Огнівцева, А. Олійника, О. Стеблинського. Варто також відмітити доробок вітчизняних авторів, серед яких О. Білорус, В. Будкін, В. Геєць, А. Кредісов, Д. Лук'яненко, С. Мочерний, В. Новицький, Ю. Пахомов, Є. Панченко, О. Плотніков, А. Поручник, О. Рогач, В. Рокоча, В. Савчук, С. Якубовський та ін.

Але, незважаючи на значну кількість виконаних українськими і зарубіжними вченими досліджень, у науковій літературі недостатньо обґрунтовано і проаналізовано проблему фінансових махінацій корпорацій на міжнародних фінансових ринках та їх значення для світової економічної системи.

Тому метою статті є дослідження та класифікація видів і методів, які використовують сучасні корпорації для фінансових маніпуляцій, а також оцінка ступеня їхнього впливу на світову фінансову систему.

Аналіз останніх подій на світових фінансових ринках свідчить про так звану другу хвилю банкрутств великих ТНК світу, яка розпочалася наприкінці 2005 р. у Сполучених Штатах Америки і поширилася на весь світ.

І якщо на сьогодні банкрутства пов'язують із різким падінням іпотечного ринку і ринку нерухомості взагалі, то першу хвилю банкрутств серед транснаціональних корпорацій у 2000–2004 рр. спровокували фінансові махінації та зловживання з боку вищого менеджменту.

Детальніший розгляд цієї проблеми та проведений аналіз дають змогу зробити певні висновки й узагальнення щодо методів, які використовують-

ся для такого роду фінансових маніпуляцій. На мою думку, їх умовно можна розділити на дві великі групи:

- махінації з використанням фінансових інструментів компанії;
- махінації, пов’язані з маніпулюванням внутрішньокорпоративними фінансовими потоками.

До першої групи махінацій належать маніпуляції менеджменту корпорацій з акціями та корпоративними облігаціями ТНК, а також різноманітними похідними цінними паперами.

Акції є найтипівішим і поширеним проявом *фіктивного капіталу*. Адже вони мають крім номінальної ціни ще й ринкову, або так звану курсову ціну.

Відомо, що при визначенні ринкового курсу акції враховується величина позикового відсотка. І компанії на практиці капіталізують дивіденди за дешо більшою його величиною. Так, наприклад, якщо на акцію 120 дол. США виплачено дивіденд 8,26 дол. США, а позиковий відсоток тримається на рівні 3 %, то курс акції становитиме $330,4$ дол. США $\times (8,26 : 3 \times 120)$. Якщо порахувати позиковий відсоток на рівні 3,3 %, то насправді курс дотрівнюватиме 300,36 дол. США $(8,26 / 3,3 \times 120)$.

Відтак, у процесі організації нового акціонерного товариства при нормі відсотка 3,3 % його акції будуть реалізовані за вказаною курсовою ціною, а різниця складе *засновницький прибуток*, який одержують засновники АТ, а також банк, що випускає на ринок нові акції.

Привласнення засновницького прибутку може відбуватися й в інший спосіб – через випуск акцій не на суму дійсно вкладеного в АТ капіталу, а на суму їх ринкової вартості.

Така форма привласнення засновниками прибутку має називу “розводнення капіталу”, що фіктивно знижує величину прибутку і відповідно розміри прибуткового податку.

Такий само спосіб власники корпорацій використовують для забезпечення і отримання майбутнього, ще не існуючого монопольного прибутку. Для цього випускаються привілейовані акції з першочерговою, але граничною виплатою дивіденду – 4–6 % від номіналу.

Випускаються і реалізуються привілейовані акції з граничним дивідендом 6 %, а понад те ще й звичайні акції, які залишаються у засновників. Збільшується монопольний прибуток, ринкова ціна звичайних акцій стрімко зростає, і весь приріст дістається їх власникам. Надалі, зі збільшенням прибутку корпорацій, зростає й номінальний відсоток на звичайну акцію, і її курсова вартість. Слід зауважити, що корпорація виплачує у вигляді дивіденду не весь, а лише частину балансового прибутку, проте дивіденди складають величезні суми. Що стосується номінальної суми звичайних акцій, то дивіденди 60–100 % і вище характерні на цей час для найбільших корпорацій в США, які (наприклад, JENERAL MOTORS corp. і DUPON de NEMUR) мають особливо вигідне для їх власників співвідношення привілейованих і звичайних акцій. Курс останніх сягає 30–40-кратної, а у деяких випадках навіть 100-кратної величини щодо номінальної ціни.

Юридичні махінації фактичних власників корпорацій переплітаються і доповнюються їх бухгалтерськими маніпуляціями. Власники корпорацій (АТ)

в бухгалтерському звіті і *внутрішньому балансі* виводять реальні прибутки (або збитки), але в публістичному балансі показують прибуток у належному розмірі. Різниця ж між прибутком у цих двох балансах утворює приховані резерви (при збитковості – *приховані збитки*). В економічній літературі, зважаючи на наявність прихованих резервів у корпорації, наголошується на деяких перевагах цього методу для фінансової політики підприємства.

Чим вищим є прибуток АТ, тим більша його частина спрямовується у резервні капітали, і тим менший відсоток залишається на виплату дивіденду. Резервні капітали зазвичай, згідно зі статутами АТ, призначені для покриття збитків та інших цілей, але часто їх обсяг набагато перевищує обсяг, передбачений в статуті.

Другий вид фінансових маніпуляцій пов’язаний з маніпулюванням внутрішньо-корпоративними міжнародними фінансовими потоками. Це, насамперед, використання у транзитних схемах офшорних фірм та банків.

Найпопулярнішими офшорними юрисдикціями вважаються Британські Віргінські Острови, Співдружність Багамських Островів, Республіка Панама, Острів Мен, Гібралтар. Офшорні фірми реєструються і в деяких респективельних країнах (традиційних міжнародних фінансових центрах світу) – Ліхтенштейні, Люксембурзі та деяких ін.

Відомо близько 300 юрисдикцій, які надають іноземним компаніям можливості міжнародного податкового планування. Кількість класичних офшорних районів не перевищує 50–60.

На сьогодні вироблено велику кількість корпоративних схем та організаційних методів, які забезпечують управління закордонними операціями. Офшорна компанія – один з найрозповсюдженіших корпоративних інструментів. Отже, такий досвід широко використовується корпораціями всього світу і є важко контролюваним, адже технологія міжнародних трансферних операцій (внутрішньофірмових угод та платежів) взагалі є однією з найзакритіших. Це пов’язано з тим, що сфера міжнародного податкового і валютно-фінансового планування компанії стосується відносин з офіційними органами власних та іноземних держав.

До найпоширеніших прийомів маніпулювання з фінансовими потоками ТНК належить перенесення фінансової бази міжнародних операцій у сприятливі економічні райони. У цьому разі офшорний кліринговий центр забезпечує легалізацію “брудних” коштів шляхом фінансування інвестицій у різні країни світу, здійснюючи платіжне й розрахункове обслуговування закордонних дочірніх філій.

Структури, створені материнською компанією за кордоном, забезпечують проведення міжнародних трансферних операцій, тобто угод, що укладаються за визначеними внутрішньофірмовими умовами. Міжнародні трансферні операції інтенсивно освоюються вітчизняними компаніями. Їх використання потребує ґрутовного перегляду організаційних, юридичних і валютно-фінансових аспектів операцій.

У розвинених державах (США, Великобританії, країнах Європейського Співтовариства) хоча й існує “антитрансферне”, “антиофшорне” і “антидемпінгове” законодавство, але ведеться боротьба з “брудними” грошови-

ми і товарними потоками. Міжнародний фінансовий ринок усе ж має деякий “ступінь свободи” щодо його руху. Багато країн знижують рівень прозорості для фінансових операцій міжнародних представництв іноземних організацій.

Офшорна компанія діє у безподаткових умовах. Її власники отримують в управління самостійний суб’єкт господарських відносин. Такий інструмент є необхідним для багатьох видів бізнесу і проведення міжнародних фінансових операцій.

Суттєвою перевагою офшорних компаній є те, що їхнє функціонування та керування не потребує значних адміністративних витрат. Не потрібно проводити аудиторські перевірки та подавати податкові декларації. Збори акціонерів і директорів мають суто формальний характер.

Найчастіше офшорна компанія організовується шляхом оформлення номінального володіння акціями. Номінальні акціонери формально проводять загальні збори акціонерів, на яких формується рада директорів, що складається з “номінальних” осіб.

Наступним етапом є передача права підпису резолюцію ради директорів власнику компанії, внаслідок чого управління компанією здійснюють її реальні власники.

Зазначені процедури зазвичай здійснює секретарська компанія (увесь комплекс послуг стосовно створення та управління офшорними компаніями в інтересах своїх клієнтів).

Але останніми роками організаційні форми офшорних підприємств стають дедалі різноманітнішими. У деяких регіонах існує практика інституту довірених директорів, які мають право керувати компанією в інтересах третіх осіб.

Нешодавно з’явилися також нові форми офшорних підприємств – *компанії міжнародного бізнесу, пільгові чи звільнені компанії*. Основна їх відмінність від класичної офшорної компанії полягає в тому, що вони можуть відкривати в офшорній юрисдикції реальний функціонуючий офіс для ведення бізнесу та мають право на придбання нерухомості.

У країнах, які дозволяють створювати такі компанії, скорочені або майже відсутні податки на прибуток від доходів, отриманих за кордоном. Вони мають широку мережу угод про усунення подвійного оподатковування, що зручно для транзитного переказу капіталу.

До цієї групи країн належать такі держави, як Швейцарія, Нідерланди, Люксембург, Кіпр, Данія, Ірландія. Іноді до цієї групи юрисдикції включають Австрію. Загальний рівень оподаткування в них загалом відповідає світовим стандартам і не є пільговим. Податок на прибуток становить 30 – 40 %, у деяких випадках – 10–20 %, наприклад, в Ірландії.

Допоміжні структури, розташовані у таких зонах, бувають *трьох основних типів*:

- оперативно-холдингові компанії;
- фінансові компанії;
- ліцензійні фірми, які спеціалізуються на управлінні закордонними нематеріальними активами.

З огляду на викладене, можна зробити певні узагальнення. Так, при організації міжнародних фінансово-інвестиційних операцій дочірні компанії створюються у два етапи.

1. Початковими і кінцевими пунктами міжнародних “транзитних” схем є “класичні” офшорні компанії. На їхніх рахунках на безподаткових умовах акумулюються отримані за кордоном доходи. Через офшорні компанії здійснюється управління резервами фірми. Крім того, офшорні фірми діють у нескладних схемах податкового планування, виступаючи посередниками сторін внутрішньофіrmової угоди.
2. У корпоративних схемах використовуються також пільгові компанії іншого типу. Вони розташовані у країнах, які належать до категорії юрисдикції з помірною чи проміжною системою податків. Особливість такої юрисдикції полягає у створенні привілеїв для компаній, які спеціалізуються на “транзитних” та інвестиційних операціях в інтересах материнської фірми.

Отже, “транзитні” корпоративні схеми найчастіше складаються з таких груп господарських суб’єктів:

- фірми, які виробляють продукцію та послуги за профілем підприємства. Під час вибору місця розміщення звичайно орієнтуються на основні ринки збути та фактори виробничо-технологічного характеру;
- фірми, розташовані у країнах з “помірним” податковим режимом;
- офшорні фірми у податкових гаванях.

Корпоративний “ланцюг” зазвичай має такий вигляд: “офшорна фірма – компанія “транзитного” типу – профільне підприємство компанії”.

За подібними схемами проводилися маніпуляції з цінними паперами відомої американської енергетичної корпорації Enron, що призвело у 2001 р. до її банкрутства, незважаючи на те, що вона мала обсяги продажу на рівні 100 млрд дол. та посідала сьоме місце у списку найбільших корпорацій журналу Fortune¹.

Крім досить передбачуваного порушення законодавства, Enron проводила немало загалом законних, але не зовсім коректних операцій, які за своєю сутністю були шахрайськими. Так, незважаючи на багатомільйонні прибутки, що проходять у балансових звітах, чотири роки з останніх п'яти компанія взагалі не платила федеральних корпоративних податків. Enron заснувала майже 1000 дрібних дочірніх компаній (товариств) у багатьох податкових гаванях – на Кайманових (692 одиниці) і Бермудських Островах, в Арубі, Барбадосі, Тринідад і Тобаго та інших офшорних зонах світу. За допомогою таких компаній Enron приховувала прибутки.

Водночас ця корпорація законно знижувала прибуток оподаткування за рахунок преміальних виплат у вигляді акцій, які щедро виплачувалися керівництву. Наприклад, у 2000 р. після сплати податків на суму 112 млн дол. компанія отримала 278 млн дол. податкового відшкодування².

¹ Кобяков А. Незаказанный сценарий // Эксперт. – 2002. – № 5. – С. 13.

² Яценко В. Уроки Enron – фінансові і пенсійні / В. Яценко // Дзеркало тижня, № 6 (381) 16–22 лютого 2002 р. // <http://www.zn.ua/2000/2040/33829/>.

Від наслідків злочинних маніпуляцій фінансовою звітністю найбільше постраждали співробітники та звичайні акціонери компанії. Тисячі працівників компанії втратили усі чи майже всі свої заощадження на пенсійних рахунках, сума яких перевищувала 2 млрд дол.³ Адже до кінця 2000 р. в акції Enron-спонсора були вкладені 60 % усіх пенсійних активів — значно більше, ніж було б доцільним з точки зору диверсифікації.

Значна частина провини за недостатню диверсифікацію була за співробітниками Enron, які добровільно обрали акції власної компанії. А за умовами пенсійної угоди продати акції своєї компанії могли лише працівники, які досягли 50-річного віку. Крім того, керівництво блокувало продаж акцій з рахунків працівників у період, коли до банкрутства залишалися лічені дні. До того ж, топ-менеджери намагалися переконати співробітників, що справи не такі вже й погані, заробивши при цьому на продажу більше 1 млрд дол.

Ситуація з банкрутством Enron також звертає увагу на опціони як форму матеріального стимулювання менеджерів. Саме вони були однією з причин махінацій у сфері корпоративної статистики та фінансової звітності.

Їх особливість полягає у тому, що вони дають змогу власникам обмежити свій ризик лише певною сумою, яка втрачається за несприятливих обставин. Виграш, навпаки — потенційно не обмежений. Опціони на акції власної компанії являють собою зобов'язання компанії перед власниками цих паперів сплатити їм різницю між вартістю угоди в майбутньому і біржовою ціною на момент виконання опціону. Оскільки така різниця може бути досить суттєвою, цей дериватив став дуже популярним засобом стимулювання менеджменту.

Згідно з дослідженнями Б. Холла (Harvard Business School) та К. Мерфі (Університет Південної Каліфорнії)⁴, у 1998 р. 500 компаній, 97 % з яких мають індекс Standard&Poor's, використовували опціони як матеріальний стимул. Опціони на акції становили 40 % сукупної заробітної плати вищих посадових осіб згаданих компаній. За деякими даними, прибутки американських корпорацій, внаслідок виключення виплат за опціонами, є завищеними майже на 20 %.

Окрім корпорації Enron, у шахрайстві в особливо великому розмірі було звинувачено менеджерів компанії Adelphia, які видали забалансові рахунки на суму 3,1 млрд дол. засновнику та його родині; корпорацію Computer Associates, голова та виконавчі директори якої привласнили акції компанії на суму 1 млрд дол.; компанію Duke Energy, менеджери якої через махінації з ціною на електричну енергію заробили близько 1 млрд. дол., корпорацію Global Crossing, яка не показувала в балансі довготермінові контракти з оптового продажу, та багато інших. І така поведінка не є винятком. Взагалі, The Wall Street Journal зауважує, що, за даними Національного інституту

³ Яценко В. Уроки Enron – фінансові і пенсійні / В. Яценко // Дзеркало тижня, № 6 (381) 16–22 лютого 2002 р. // <http://www.zn.ua/2000/2040/33829/>.

⁴ Клименко И. Скомпрометированные ценности / И. Клименко // Комп&Ньюн. – 2002. – № 9 (265). – С. 37.

відносин з інвесторами, приблизно 57 %, тобто більше половини американських компаній, завищують прибутки і надають неточні фінансові звіти.

Глобальна фінансова криза, яка охопила нині економікі більшості країн світу, є логічним продовженням згаданих процесів. Серед її причин називається декілька вже наведених фінансових проблем. По-перше, йдеться про необмежену кредитну експансію. Кредит став потужним фінансовим інструментом, що сприяв розвитку світової економіки, але в сучасних умовах перетворився на складний ланцюг передач. Кредити державного банку потрапляють до великих банків, від них – до багатьох наступних. Ситуація склалася таким чином, що найпотужніші олігархи по суті є “кредитними бульбашками”.

Американці більш ніж половину своїх коштів вклади у компанії та фонди, які займаються фінансовими спекуляціями, адже, як зазначають аналітики, найслабкіше місце американської економіки – це скорочення інвестицій у реальний сектор. Компанії США, так само як і споживачі, мають від’ємний індекс накопичення, оскільки ліквідність спрямовується не в реальний сектор, який дедалі більше цього потребує, а в акції, де вона може знецінитися.

Наприклад, керівництво Enron прагнуло максимально звільнитися від “твердих” активів (виробничих будівель, машин, обладнання), оскільки вони “зв’язують” готівку, яку можна було б ефективніше використовувати в торговельних операціях. Корпорація Enron майже не займалася виробництвом, а стала здебільшого великим торговельним майданчиком, тобто типовою спекулятивною фінансовою компанією, центральною ланкою якої став торговельний підрозділ EnronOnline, що був свого часу найуспішнішим проектом мережі Інтернет. Реальна економіка дедалі більше стає заручницею віртуальних фінансів, тому ще однією причиною кризи, яка є похідною з попередньої, є перевиробництво основної світової валюти – американського долара.

Крім того, часто наголошують на ролі акцій як інструменту, що сприяв нестійкості світової економіки та врешті-решт спровокував кризу, а саме йдеться про градацію акцій – привілейованих, гарантованих, “золотих” акцій тощо. Як вже зазначалося, менеджмент створив підґрунтя для незаконних обрудок, внаслідок чого величезна кількість акціонерів лишилася “поза грою”, не маючи жодного стосунку до прийняття рішень. Відбувся захват акціонерного капіталу невеликими групами осіб, що суттєво змінило власне природу акціонерного капіталу⁵.

Сьогодні звичайним видається той факт, що криза насамперед охопила ринок нерухомості, адже головною її причиною стало збільшення кількості несплачених житлових кредитів. Протягом 2007 р. зазнали збитків або виявилися банкрутами десятки інвестиційних компаній, які займалися іпотечним кредитуванням. Влітку 2007 р. криза торкнулася інвестиційних

⁵ Мировой финансовый кризис-2008. Причины экономического кризиса и возможные пути выхода. — [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.bizobzor.net.ua/192>.

фондів найбільших фінансових компаній (Bear Stearns, Goldman Sachs, BNP Paribas), що вклали кошти в іпотечні облігації. На міжнародних ринках намітилася криза ліквідності. Центрбанки всього світу почали вливати у свої фінансові системи десятки і сотні мільярдів доларів.

Будь-який фінансовий інститут тримається на довірі. Поки позичальнику довіряють, він може робити нові запозичення і здійснювати свою діяльність. Як тільки довіра падає – усі пред'являють зобов'язання. Схожа картина спостерігається в США: гостро постало питання про збереження довіри до їхньої фінансової системи. Подальша низка банкрутств у цій країні може привести до повної кризи довіри і відмови від співпраці з американськими фінансовими інститутами. Це означатиме кінець фінансової системи США, яка вже багато років існує за рахунок кредиту, накопичуючи борги перед іншими країнами.

Прикладом такого банкрутства став американський банк Washington Mutual, який втратив за останній рік більше 95 % своєї вартості і був узятий під контроль Федеральною корпорацією страхування депозитів США (FDIC). Це банкрутство стало найбільшим в історії американських банків⁶. Washington Mutual сильно постраждав від кризи американської іпотеки, проте фатальною для нього виявилася втеча вкладників, які відкликали з банку депозити на 16 млрд дол. Тривалі переговори про порятунок банку зрештою закінчилися невдачею, банк так і не отримав нового власника.

Також банкрутом визнано ще один великий банк США – IndyMac, що входить до десятки лідерів американського іпотечного ринку. IndyMac спеціалізувався на видачі іпотечних кредитів середніх ризиків Alt-a, які знаходяться між звичайними кредитами і кредитами високого ризику, причому не вимагав від позичальників надання документів про доходи. Втрати банку за 2007 р. становили 614 млн дол. За два роки банк втратив 95 % ринкової капіталізації – близько 3,5 млрд дол.

Експерти прогнозують, що хвиля банкрутств великих банків й іпотечних компаній триватиме принаймні до кінця 2009 р. Так, аналітик RBC Capital Markets Ж. Кассиді зазначає, що в найближчі три роки на межі банкрутства можуть опинитися ще як мінімум 300 американських банків. Причому учасники ринку попереджають: ніколи не можна передбачити, яка компанія виявиться наступною жертвою кризи. Повідомлення про крах IndyMac відразу обумовило зростання побоювань, що наступними жертвами кризи стануть дві найбільші в США іпотечні компанії – Freddie Mac і Fannie Mae⁷.

Отже, підсумовуючи викладене, можна впевнено сказати, що низка сенсаційних корпоративних скандалів має гучні та тривалі наслідки не лише

⁶ Захаров П. Крупнейшее банкротство в США // Финансовой системе угрожает коллапс. – [Электронный ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rbcdaily.ru/2008/09/26/focus/382450x0> 26.09.2008.

⁷ Жуков Д. Деньги закончились. На грани банкротства оказались крупнейшие ипотечные компании США / Д. Жуков [Электронный ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rbcdaily.ru/2008/07/14/world/360899>.

для Сполучених Штатів Америки, а й для світової економічної та інституційної систем і, окрім низки банкрутств у 2001–2004 рр., по суті породила глобальну фінансову кризу. Підірвано довіру до корпорацій, а також до системи фондових ринків у цілому як до об'єкта вкладання коштів. Пересячні вкладники виявилися беззахисними перед системою віртуальних фінансів. Спекулятивні операції стали прибутковішими, ніж виробництво продукції, проте це не сприяє технічному прогресу та розвитку суспільства в цілому. Так, десятирічний економічний бум у США не створив умови для здійснення інновацій, що могло б слугувати основою для нової хвилі економічного піднесення.