

# ФІНАНСОВИЙ КОНТРОЛІНГ В ДІЯЛЬНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ АТ НА СВІТОВИХ ФОНДОВИХ РИНКАХ

*Процеси інтернаціоналізації та глобалізації обумовлюють посилення економічних зв'язків України та світового господарства. Найбільш явним та беззаперечним наслідком цих процесів стала фінансова глобалізація, яка визначила експансією зарубіжних фінансових інститутів на вітчизняний фінансовий ринок, активізацією емісійної діяльності українських підприємств на глобальних ринках.*

Саме останній аспект, на наш погляд, є найбільш актуальним та важливим на сучасному етапі розвитку. Об'єктивно, національний фондовий ринок не здатен задоволити попит на капітал з боку вітчизняних підприємств, що зумовлює посилення ресурсного голоду та поглиблення техніко-технологічного відставання промисловості.

Проте, випуск цінних паперів на глобальному фондовому ринку – складний та неоднозначний процес, який вимагає відмінних управлінських підходів та прийомів, врахування тенденцій світового ринку в діяльності підприємства. Зараз коло емітентів, що здійснили випуски на світовому ринку досить обмежене, але тенденції внутрішнього ринку цінних паперів дають підстави стверджувати, що існує значний потенціал для його зростання. Разом з тим, в сучасних управлінських технологіях в економічно розвинених країнах важливе місце займає фінансовий контролінг, чого, на жаль, не можна сказати про вітчизняних емітентів.

Саме цей факт і визначає необхідність актуалізації існуючих досліджень як в питаннях фінансового контролінгу, так і проблем емісійної стратегії вітчизняних підприємств на світовому фондовому ринку.

Мета статті – визначити місце та роль фінансового контролінгу в емісійній політиці вітчизняних підприємств на світовому фондовому

ринку, його вплив на досягнення цілей емісії.

Однією із визначальних переваг акціонерної форми організації бізнесу є здатність корпорацій акумулювати капітал (насамперед, через випуск цінних паперів на фондовому ринку) та вирішувати за рахунок цього масштабні завдання. Більшість українських підприємств у власній політиці управління структурою капіталу орієнтуються виключно на внутрішні джерела фінансування та банківське кредитування, тоді як випуски облігацій та акцій використовуються чи не в останню чергу.

На наш погляд, подібну стратегію фінансування можна розглядати як результат негативного впливу наступних факторів:

1. Недостатня ємність вітчизняного ринку капіталів, який на сучасному етапі об'єктивно не здатен «поглинуть» значну кількість цінних паперів на умовах, що прийнятні для емітентів. Зокрема, за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку у 2010 році обсяг зареєстрованих випусків акцій склав 40,6 млрд. грн., облігацій підприємств – 9,5 млрд. грн.[1] Разом з тим, капіталізація лістингових компаній на кінець 2010 року досягла позначки у 171,8 млрд. грн..

2. Слабкість інститутів національної моделі корпоративного управління, що не забезпечують достатній рівень захисту акціонерів, в свою чергу, це змушує застосовувати стратегію максимі-

Ольга Смирна,  
асистент кафедри  
фінансів  
КЕІ ДВНЗ «КНЕУ  
імені Вадима  
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

зациї пакету акцій у власності для запобігання «ворожим» поглинанням. Звернемо увагу на такі симптоматичні дані: з майже 3,8 тис. скарг, що надійшли до ДКЦПФР протягом 2010 року 78 % становлять скарги міноритарних акціонерів на діяльність посадових осіб акціонерних товариств [1].

**3.** Фрагментарність біржового сегменту вітчизняного ринку капіталів (існування 10 організаторів торгівлі), відсутність єдиних механізмів ціноутворення на фінансові інструменти, емітовані акціонерними товариствами, висока волатильність ринку ускладнюють використання базових принципів управління структурою капіталу акціонерних товариств, орієнтованих на максимізацію ринкової вартості підприємства.

**4.** Поширення практики «рейдерства», неефективність інститутів захисту прав власності, тоді як емісія цінних паперів створює передумови для «вражого поглинання» підприємства.

Насамперед, підкреслимо, що до цього часу в наукових джерелах існує певна «розмитість» підходів як до питання оцінки результативності (інколи вживається поняття «ефективність»), так і до детермінації показників, що її характеризують. Найчастіше в ролі таких показників науковці розглядають наступні [2, 3, 4]:

- обсяг капіталу, що залучений за рахунок випуску відповідних фінансових інструментів;
- вартість капіталу, залученого з зовнішніх джерел та вплив цього показника на вартість внутрішніх джерел фінансування;
- ринкова ціна цінних паперів емітента та її зміна в процесі реалізації емісійної стратегії;
- вартість компанії.

Якщо систематизувати існуючі підходи, слід виокремити загальну особливість: усіма без виключення дослідниками визнається особлива роль інформації в процесі як самої емісії цінних паперів, так і під час оцінки її результатів. Інвестор вже на момент випуску цінних паперів повинен володіти достатнім обсягом інформації, щоб прийняти кваліфіковане рішення. В свою чергу, управлінські рішення на рівні емітента повинні базуватися виключно на різноманітній

інформації та ринкових сигналах. Не зменшується роль інформаційних потоків і в процесі обігу сек'юритизованих фінансових інструментів на вторинному ринку.

На наш погляд, розбіжності на рівні показників обумовлюють і можливість їх неправильної інтерпретації в процесі залучення фінансування на фондовому ринку. Окрім того, необхідно зважати на той факт, що в процесі реалізації емісійної стратегії підприємства на фондовому ринку можливе виникнення цілого ряду внутрішніх та зовнішніх конфліктів, які вимагають врахування суб'єктного фактору в оцінці ефективності стратегії фінансування. Наприклад, якщо акціонери зацікавлені в нарощуванні прибутковості підприємства, оскільки вони можуть розраховувати на збільшенні дивіденди, то власники боргових зобов'язань в цілому індиферентні до такого зростання, оскільки отримують фіксовані відсоткові виплати.

Як цілком аргументовано зазначають окремі дослідники, фінансова політика підприємства не повинна розглядатися як певний «відокремлений» сегмент його фінансової стратегії [5]. Скоріше, її необхідно розглядати в тісному взаємозв'язку з інвестиційними та суто виробничими рішеннями. В таких умовах зростає роль координаційних дій, спрямованих на оптимальну взаємодію усіх підрозділів та систем управління на підприємстві.

Отже, існують підстави стверджувати, що оцінка ефективності стратегії корпоративного фінансування на фондовому ринку повинна базуватися на наступних принципах:

**1.** Врахування інтересів як суб'єктів корпоративного управління, так і самого підприємства.

**2.** Аналіз зовнішнього фінансового середовища та розробка системи рішень, обумовлених його тенденціями та сигналами.

**3.** Повнота та достовірність інформації, а також ефективна система її оцінки на підприємстві.

**4.** Кореляція з іншими підсистемами фінансового менеджменту на підприємстві.

На наш погляд, виділені принципи оцінки ефективності стратегії фінансування підприємства на фондовому рин-

ку логічно можна пов'язати з функціями, завданнями та інструментами фінансового контролінгу. Наприклад, окрім науковці серед причин необхідності запровадження фінансового контролінгу на вітчизняних підприємствах виділяють саме нестабільність фінансового середовища, та необхідність безперервного відстеження змін на ньому [6].

Зокрема, більшість дослідників виділяють наступні особливості випуску цінних паперів на глобальному ринку та їх вплив на діяльність підприємства [7, 8]:

- високий рівень транспарентності компанії-емітента через забезпечення достатньої комунікації з великою кількістю учасників фондового ринку (посередниками, інвесторами, суб'єктами інфраструктури і т.п.);

- зростання рівня контролю за діяльністю компанії як з боку держави, так і з боку інших зацікавлених осіб. Зокрема, одним із найбільш явних наслідків покращення контролю над компанією є збільшення податкового навантаження через значно гірші можливості використання схем оптимізації податків для підприємства;

- значний рівень трансакційних витрат у порівнянні з випуском цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку. Відповідно, збільшення рівня таких витрат обумовлює вищі критерії оцінки ефективності розміщення цінних паперів на глобальному фондовому ринку;

- формування чітких ціннісних орієнтирів в управлінні підприємством, які, насамперед, враховують ринкову вартість компанії (курс її цінних паперів) або, в меншій мірі, поточні виплати власникам цінних паперів у вигляді дивідендів за пайовими інструментами, відсотків за борговими цінними паперами;

- збільшення залежності компанії-емітента від поточного стану фондового ринку, необхідність розробки та впровадження заходів, які б хоча б частково нівелювали негативний вплив ринкових процесів на діяльність публічного підприємства.

З нашої точки зору, складність оцінки інформаційного забезпечення на глобальному ринку цінних паперів визначається наступним:

- інформація у вигляді різноманітних сигналів з'являється не тільки в результаті цілеспрямованої діяльності економічних суб'єктів, але й проти їх волі;

- інформація може бути двох видів – істинною, але може і не відповідати дійсності, бути неправдивою;

- на основі даних про минуле та теперішній стан необхідно визначити привабливість цінних паперів в майбутньому;

- інтерпретація однакової інформації різними учасниками ринку неоднорідна.

Стосовно відповідності ринкової інформації реальним подіям та явищам, то тут важливим є черговість доступу суб'єктів ринку до інформації та відповідна реакція на неї. З точки зору раціональності, важливим є першочерговий доступ інвесторів до достовірної, так і до неправдивої інформації.

З нашої точки зору, необхідно говорити про існування певної інформаційної моделі на двох рівнях:

- на рівні ринку цінних паперів;
- на рівні підприємства.

I саме фінансовий контролінг повинен синхронізувати їх функціонування, гармонізувати фінансову комунікацію між підприємством та усіма іншими учасниками ринку цінних паперів. На наш погляд, в розбудові моделі фінансової комунікації підприємства-емітента на ринку цінних паперів необхідно виходити з наступних постулатів:

- кожен учасник ринку цінних паперів є полі функціональним з погляду його інформаційної моделі, тобто, виступає і як споживач фінансової інформації, і як її «виробник»;

- відповідно, на ринку цінних паперів відсувається постійне переміщення інформаційних потоків між різними учасниками, і, як вже зазначалося, такий рух, багато в чому визначає рух цін на сек'юритизовані фінансові інструменти;

- «подвійна» функціональна роль підприємства у інформаційних потоках ринку цінних паперів, вимагають перевігляду його ролі у цьому процесі. Відповідно, не можна, на наш погляд, погодитися з Г. Семеновим та Н. Таран, які стверджують, що: «Причини, що зумовили появу нової концепції

інформації та управління, полягають у необхідності гарантованого існування підприємства та пристосування його до розвитку ринків і зовнішнього середовища» [9].

Вважаємо, що говорити про підлеглу роль підприємства в процесі обміну інформаційними потоками на ринку цінних паперів, щонайменше, некоректно. Більше того, саме за рахунок активної фінансової комунікації емітент має змогу отримати явні конкурентні переваги в процесі випуску цінних паперів. Так, О. Шевченко зазначає, що сучасний фінансовий контролінг є новою філософією мислення компанії, що орієнтована на активний тип управління, який передбачає окрім усього і постійне коригування діяльності підприємства [10].

— з погляду теоретичних концепцій цілеутворення в процесі реалізації емісійної стратегії підприємства на ринку цінних паперів, фінансова комунікація стає визначальним фактором конкурентної боротьби як між різними емітентами за доступ до джерел фінансування, так і між емітентом та інвестором в контексті встановлення оптимальних параметрів фінансових інструментів.

— роль фінансової комунікації в процесі реалізації емісійної стратегії на світовому фінансовому ринку об'єктивно посилюється невизначеністю, що характерна для цього елемента фінансового середовища. Відповідно, необхідно говорити не про обґрунтування єдиного підходу в емісійні стратегії, а, скоріше, про використання певних альтернативних сценаріїв розвитку, які спрямовані на врахування чи не усіх змін у фінансовому навколошньому середовищі взагалі, та на ринку цінних паперів — зокрема.

Схематично вказаний процес виглядає наступним чином (Рис. 1):

Зауважимо, що діяльність вітчизняних публічних компаній в провідних галузях національної економіки досить часто є дуже далекою від стандартів та правил, що характерні для зарубіжних публічних компаній (особливо тих, які активно залишають ресурси з фондового ринку). Максимальна закритість та непублічність, ігнорування прав міноритарних акціонерів, використання «тіньових» схем оптимізації фінансових потоків, максимальні «доходи від контролю» — доволі поширені практика в Україні.



*Rис. 1. Фінансова комунікація підприємства на ринку цінних паперів в процесі реалізації емісійної стратегії*

Джерело: систематизовано автором

Зважаючи на динамічність фондового ринку, модель повинна враховувати зміну ендогенних та екзогенних факторів, та проявляти гнучкість та мобільність для кращого відображення дійсності. Цей принцип є особливо важливим саме для ринку цінних паперів, який характеризується високою здатністю до новацій, появою нових інструментів та інститутів.

Підсумовуючи зазначимо, що фінансова комунікація є практичним та надзвичайно важливим проявом інформаційної функції фінансового контролінгу в емісійній діяльності підприємства. Саме якісні та кількісні характеристики інформаційного забезпечення фактично визначають ефективність діяльності підприємства на первинному сегменті ринку цінних паперів.

#### ЛІТЕРАТУРА:

1. Фондовый рынок [Электронный ресурс] // Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку [сайт] ДКЦПФР. — Режим доступу: [www.ssmisc.gov.ua](http://www.ssmisc.gov.ua). — Назва з екрану.
2. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Фабоцци Ф.; пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.
3. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика: учеб. пособ. / Теплова Т.В. — М.: ИЧП «Издательство Магистр», 1998.

4. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: підруч. / Суторміна В.М. — К.: КНЕУ, 2004 — С.436.

5. Росс С., Вестерфілд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов/ Пер. с англ. — М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. — 720 с.

6. Стефанік І.Б. Поняття, сутність і причини виникнення контролінгу // Фінанси України. — 2005. — №2. — С. 146–153.

7. IPO от А до Я: справочник эмитента [Текст] // Рейтинговое агентство «Эксперт-Рейтинг». — Киев, Украина. — Декабрь, 2009.

8. Карпенко Г.В. Проблеми та перспективи застосування інвестиційного капіталу українськими підприємствами на світових фондових ринках шляхом IPO [Текст]// Г.В. Карпенко/ Фінанси України. - №12. – 2008.

9. Семенов Г.А., Н.В. Таран [Текст] / Г.А. Семенов, Н.В. Таран // Вісник економічної науки України. - 2007. - № 1. - С. 154-159.

10. Шевченко Е. Контроллинг, или кто владеет информацией- владеет миром // Справочник экономиста. - май 2007. - С. 64-67.

РІЦПУ