

УДК 336.011; 336.012.23

Микола СТЕЦЬКО

ФУНКЦІОНАЛЬНІ ЗВ'ЯЗКИ МІЖ КОРПОРАТИВНИМИ ФІНАНСАМИ ТА РИНКОМ КАПІТАЛІВ

Проаналізовано сучасні концепції трактування причинно-наслідкових зв'язків між корпоративними фінансами та ринком капіталів. Визначено, що свою сутність корпоративні фінанси та ринок капіталу виявляють через комплекс функцій, які значним чином накладаються одна на одну. Обґрунтовано, що у процесі формування власного та середньо- і довгострокового боргового капіталу корпоративних підприємств має місце накладання фінансових відносин, що є притаманними як для корпоративних фінансів, так і для ринку капіталів. Доведено, що для обох категорій, окрім загальновідомих функцій, характерними є функції управління поведінкою учасників фінансових відносин та інформаційно-комунікаційна, які можна інтерпретувати як допоміжні.

Ключові слова: корпоративні фінанси, ринок капіталів, фінансові та грошові відносини, управління поведінкою, конфлікт інтересів, інформаційна асиметрія, тунелінг.

Николай СТЕЦЬКО

Функциональные связи между корпоративными финансами и рынком капиталов

Проанализированы современные концепции трактовки причинно-следственных связей между корпоративными финансами и рынком капиталов. Определено, что свою сущность корпоративные финансы и рынок капитала проявляют через комплекс функций, которые в значительной степени накладываются друг на друга. Обосновано, что в процессе формирования собственного, среднесрочного и долгосрочного долгового капитала корпоративных предприятий имеет место совмещение финансовых отношений, свойственных как для корпоративных финансов, так и для рынка капиталов. Доказано, что для обеих категорий, кроме общеизвестных функций, характерны функции управления поведением участников финансовых отношений и информационно-коммуникационная, которые можно интерпретировать как вспомогательные.

Ключевые слова: корпоративные финансы, рынок капиталов, финансовые и денежные отношения, управление поведением, конфликт интересов, информационная асимметрия, туннелинг.

Mykola STETSKO

Functional Relations Between Corporate Finance and Capital Market

Introduction. Cause and effect relationships of corporate finance and capital market lie in the area of capital movement and financial relations emerging during its mobilization and usage.

Purpose. The purpose of the article is to highlight cause and effect relationships between corporate finance and capital market from the point of view of existing information asymmetry and conflicts of interest that occur among members of financial relations.

Results. It is determined that corporate finance and capital market manifest their essence through the complex of functions which coincide significantly. It is proved that coincidence of financial relationships occurs in the process of equity, medium and long term debt capital formation that are typical for both corporate finance and capital market. It is proved that the function of behavior management of financial relations members and the function of information and communication are typical for both categories, except well-known functions. These functions can be interpreted as additional ones, as they are necessary to perform the basic functions (capital formation, capital transformation).

Conclusion. Information and communication function is the product of evolutionary development of information function, as it involves not only providing information but also the use of modern methods of analysis, information sharing techniques and feedback. It is determined that the nature of those functions logically comes from the concept of principal-agent relationship. The above mentioned functions are objective and involve the functions of analysis and control.

Keywords: corporate finance, capital market, financial and monetary relations, behavior management, conflicts of interest, information asymmetry, tunneling.

JEL Classification: E440, G300.

Постановка проблеми. Сучасна економіка має яскраво виражений тренд до широкого використання інформаційно-комунікаційних технологій, впровадження інноваційних розробок на рівні усіх фінансово-господарських процесів, тобто йдеться про інформаційно-інноваційну модель розвитку. До нових економічних реалій мають бути адаптовані не лише виробничі процеси на підприємствах, а й процеси прийняття фінансових рішень. Враховуючи архаїчний характер фінансових відносин, що мають місце на більшості вітчизняних підприємств, висновок про те, що “нова економіка” вимагає “нового економіксу” набуває для корпоративного сектору економіки України особливої актуальності [1, с. 29]. З огляду на появу новітніх методів

і технологій оцінювання ризиків, залучення капіталу, раціоналізації інвестицій оновлених підходів вимагає не лише трактування економічної природи та суспільного призначення корпоративних фінансів, а й розуміння їхніх функцій та взаємозв'язків з ринком капіталів. Згідно з усталеним визначенням, ринок капіталів – це складова фінансового ринку, яка спрямована на забезпечення підприємств середньо- та довгостроковим капіталом. До цього сегмента належить ринок акцій та середньо- і довгострокових боргових інструментів. Очевидно, що головне призначення ринку капіталів полягає в обслуговуванні фінансових та інвестиційних потреб корпоративних підприємств. З іншого боку, переважну частину свого капіталу корпоративні підприємства формують

на ринку капіталів. Відтак, проблематика функціонування корпоративних фінансів і ринку капіталів багато у чому збігається. Подібними є також концептуальні підходи до її вирішення.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У вітчизняній науково-практичній літературі мають місце фрагментарні спроби адаптувати понятійний та функціональний апарат фінансів мікроекономічного рівня та ринку капіталів до міжнародних трендів і вимог так званої “нової економіки”. Досить ґрунтовними, з точки зору обґрунтування сучасних тенденцій, сутності та об’єктів корпоративних фінансів і ринку капіталів, є праці В. Зимовця [6], А. Крисоватого [9], Н. Рязанової [5; 9], О. Терещенка [1; 6], В. Федосова [5; 9]. Водночас, у більшості наукових джерел проблематику фінансових відносин, що мають місце на рівні корпоративних фінансів і на ринку капіталів, прийнято досліджувати дещо автономно. Однак каузальність та однотипність згаданих фінансових відносин є апріорною. Окрім цього, поза увагою дослідників залишаються питання допоміжних функцій корпоративних фінансів і ринку капіталів, необхідність яких впливає з невиконання останнім критеріїв ефективності.

Метою статті є висвітлення причинно-наслідкових зв’язків між корпоративними фінансами та ринком капіталів під кутом зору наявної інформаційної асиметрії та конфлікту інтересів, що мають місце між учасниками фінансових відносин.

Виклад основного матеріалу дослідження. Для з’ясування причинно-наслідкових зв’язків між корпоративними фінансами та ринком капіталів дослідимо функції зазначених категорій, суспільне призначення та проблематику. Дискусію щодо сутності корпоративних фінансів доцільно розпочати з типового визначення фінансів підприємств. Відповідно до дефініції, яка обґрунтована

Г.Г. Намом, фінанси підприємств – це економічні відносини, пов’язані з рухом грошей, формуванням грошових потоків, розподілом і використанням доходів і грошових фондів суб’єктів господарювання у процесі відтворення [2, 7]. Для свого часу наведене визначення досить повно характеризувало сутність фінансів підприємств як економічної категорії. Водночас, з плином часу, разом з поступом нової інформаційно-інноваційної економіки змінювалися пріоритети в розвитку й інтерпретації фінансів мікрорівня. Все більших відмінностей набували економічні відносини, фінансові методи, технології, що мають місце на корпоративних та унітарних підприємствах. До останніх належать державні та комунальні підприємства, а також ті, що засновані на власності об’єднання громадян, релігійної організації або на приватній власності засновника. На відміну від корпоративних, унітарні підприємства створюються одним засновником, який виділяє необхідне для того майно, формує статутний капітал, неподілений на частки (паї), затверджує статут, розподіляє доходи безпосередньо або через керівника, який ним призначається, керує підприємством і формує його трудовий колектив, вирішує питання реорганізації та ліквідації підприємства [3]. Втрачають значення грошові фонди підприємств, які у більшості суб’єктів господарювання сьогодні не формуються взагалі. З розвитком новітніх критеріїв оцінювання результативності діяльності переоцінюється також роль доходів підприємств і значення їхнього розподілу. Окрім цього, на фінансово-інвестиційну діяльність підприємств все більший вплив чинять інститути та інструменти ринку капіталів.

З огляду на викладене, в наукових працях все більшого поширення набуває диференційований підхід до трактування сутності фінансів підприємств і корпоративних фінансів як їхньої визначальної складової.

Водночас, різні автори вкладають у поняття “корпоративні фінанси” різний зміст. Досить часто під згаданою дефініцією розуміють фінанси великих транснаціональних корпорацій (вузьке розуміння). В інших джерелах зустрічаємо трактування корпоративних фінансів у широкому значенні, як фінансів усіх підприємств, що належать до реального сектору економіки. Інтерпретацію “фінансів суб’єктів господарювання (корпоративних фінансів)” у широкому та вузькому розумінні знаходимо, для прикладу, у монографії І.П. Васильчук [4, 189]. Широким трактуванням корпоративних фінансів оперують також Н.С. Рязанова та В.М. Федосов, які, окрім іншого, вказують, що корпорація створюється з метою ринкового виробництва товарів і послуг для принесення фінансової чи іншої вигоди власнику, має можливість обмінюватися правами власності з іншими інституційними одиницями [5, 44]. У контексті корпоративних фінансів В.В. Зимовець та О.О. Терещенко обґрунтовують необхідність використовувати термін “корпоративне підприємство”, а не “корпорація”. Відтак, об’єктом досліджень у сфері корпоративних фінансів має бути фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств, що належать як до реального, так і до фінансового сектору економіки [6, 82-83]. Предметом корпоративних фінансів є широкий спектр фінансових відносин, що виникають на рівні корпоративних підприємств. Йдеться про специфічні відносини, що мають місце у процесі формування капіталу, його використання (освоєння) та контролю за рухом капіталу.

Трактування корпоративних фінансів у широкому та вузькому розумінні, окрім іншого, пояснюється неоднозначною інтерпретацією понять “корпорація” та “корпоративний сектор”. У вузькому розумінні терміном “корпорація” прийнято характеризувати великі

транснаціональні корпорації, організовані у формі акціонерних товариств, а до сфери корпоративних фінансів – відносити лише фінанси великих корпорацій. Вважаємо такий підхід досить поверхневим, бо він враховує досить обмежене коло характеристик корпоративної форми організації бізнесу. У цьому контексті слушною є теза Д.А. Плетньова, який звертає увагу на те, що, як суб’єкт права, корпорація передбачає наявність більше одного учасника, об’єднання майна, наявність спільної мети та відокремлення управління від волі учасників. Акціонерна ж форма корпорації – це окремий випадок більш загальної, єдиної моделі організації суб’єктів в економіці [7, с. 49]. Відтак, недоречно ставити знак рівності між корпораціями та великими акціонерними товариствами. З іншого боку, термін “корпоративні фінанси” не варто використовувати лише для характеристики фінансових відносин, що виникають у процесі функціонування корпорацій.

Більш адекватним є підхід, за яким корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини на рівні корпоративних підприємств, до яких, окрім акціонерних товариств, відносяться й інші “капітальні товариства”, зокрема, товариства з обмеженою відповідальністю, командитні товариства та низка інших організаційно-правових форм. Так, представники американської школи фінансів С. Росс [S. Ross], Р. Вестерфілд [R. Westerfield] та Б. Джордан [B. Jordan], які є авторами фундаментального підручника з корпоративних фінансів, до корпоративних підприємств відносять акціонерні товариства (англ. “joint stock companies”), публічні товариства з обмеженою відповідальністю (англ. “public limited companies (PLC)” чи товариства з обмеженою відповідальністю (англ. “limited liability companies (LLC)”) [8, с. 6–7]. Вітчизняне законодавство цілком виправдано відносить до корпоративних

підприємств суб'єктів господарювання, які утворюються, як правило, двома або більше засновниками за їхнім спільним рішенням (договором), діють на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їхнього спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів і ризиків підприємства. Корпоративними є кооперативні підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, в тому числі засновані на приватній власності двох або більше осіб [3]. Отже, корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі діяльності усіх типів корпоративних підприємств, у тому числі великих транснаціональних корпорацій, застосованих у формі публічних акціонерних товариств, а також невеликих за обсягами товариств з обмеженою відповідальністю, що діють на локальному рівні.

Відповідно до визначення І.П. Васильчук, корпоративні фінанси у широкому розумінні – це сукупність специфічних еконо-

мічних відносин, що виникають у процесі діяльності економічних агентів, пов'язаної з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів. У вузькому розумінні поняття “корпоративні фінанси” трактують як формування фінансових ресурсів, що передбачає відносини у поєднанні “постачальник-реципієнт”, тобто відносини взаємодії суб'єктів на фінансовому ринку (включають аспект інвестування та аспект фінансування) [4, с. 189]. На наш погляд, зазначене визначення втілює в собі стандартний набір думок вітчизняних науковців щодо сутності корпоративних фінансів як складової фінансів підприємств.

Вважаємо, що важливою характеристикою корпоративних фінансів є те, що вони передбачають активне використання ринку капіталів як інструменту залучення та використання фінансових ресурсів. Ця властивість корпоративних фінансів проявляється у численних фінансових відносинах підприємств, що так чи інакше пов'язані з функціонуванням ринку капіталів. В табл. 1 наведено ключові функціональні характеристики категорій “корпоративні фінанси” та “ринок капіталів”.

Таблиця 1

Ключові характеристики категорій “корпоративні фінанси та “ринок капіталів”*

Характеристики	Корпоративні фінанси	Ринок капіталів
Визначення	Характеризують фінансові відносини з приводу формування, розподілу та використання капіталу корпоративних підприємств для забезпечення максимізації їхньої вартості.	Складова фінансового ринку, яка спрямована на забезпечення підприємств середньо- та довгостроковим капіталом.
Суспільне призначення	Задоволення інтересів шехолдерів та стейкхолдерів через зростання вартості капіталу корпоративних підприємств.	Узгодження попиту та пропозиції на середньо- та довгостроковий капітал.
Функції	Формування, розподілу та використання капіталу; інформаційно-комунікаційна; вартісно-формуюча; управління поведінкою.	Трансформації (строків, обсягів, ризиків); збалансування; алокації капіталу; інформаційно-комунікаційна; управління поведінкою.
Учасники фінансових відносин	Шеходери та широка група стейкхолдерів.	Емітенти, інвестори, фінансові посередники, представники інфраструктури ринку, регуляторні та контролюючі органи.

* Складено автором.

Згідно з дослідженнями А.І. Крисоватого, В.М. Суторміної, В.М. Федосова, Н.С. Рязанової та інших, як корпоративні фінанси, так і ринок капіталів належать до економічних (фінансових) категорій, оскільки мають певне суспільне призначення, виражають грошові відносини, виявляються за допомогою визначених функцій та мають об'єктивний характер. Вони є теоретичною абстракцією, що лише узагальнено відображає характерні риси фінансових відносин, які формують сферу їхнього функціонування. Їм притаманне власне особливе місце в ієрархії фінансових категорій (серед яких фінанси, державні доходи та видатки, бюджет, податок, фінанси домогосподарств, фінансовий ринок, міжнародні фінанси), вони мають специфічне суспільне призначення, ознаки, форми прояву, функції та роль [9, с. 12].

Серед праць, присвячених фінансам мікроекономічного рівня та ринку капіталів, варто виокремити дослідження одного з фундаторів фінансової наукової школи України – професора В.М. Суторміної. Вважаючи фінанси корпорацій економічною категорією, вона характеризує їх як юридично оформлені грошові відносини між корпорацією й іншими агентами ринку з приводу формування капіталу корпорації та його розподілу з метою поліпшення добробуту акціонерів. Формуються такі відносини в характерних для ринкової економіки умовах невизначеності та ризику [10, с. 12–26]. На думку В.В. Зимовця та О.О. Терещенка, корпоративні фінанси є самодостатньою субкатегорією фінансів. Об'єктом досліджень у сфері корпоративних фінансів є фінансове господарство та процеси прийняття фінансово-інвестиційних рішень на рівні корпоративних підприємств (сектор нефінансових корпорацій або “реальний сектор”), а також організацій фінансового сектору, попри окремі концептуальні відмін-

ності у фінансових відносинах, які виникають у цих секторах [6, с. 86]. Узагальнюючи наведені думки, вважаємо, що корпоративні фінанси як економічна категорія характеризують фінансові відносини з приводу формування та використання капіталу корпоративних підприємств.

Як справедливо наголошують Н.С. Рязанова та В.М. Федосов, саме термін “капітал”, а не “фінансові ресурси”, найбільш точно передає сутність того, що відбувається у процесі фінансових відносин корпорацій з іншими економічними агентами [5, с. 45]. Інституційною площадкою, на якій формуються фінансові відносини між корпоративними підприємствами та їхніми шехолдерами і стейкхолдерами, є ринок капіталів. У процесі формування власного та середньо- і довгострокового боргового капіталу корпоративних підприємств має місце накладання фінансових відносин, що є характерними як для корпоративних фінансів, так і для ринку капіталів. Відтак, капітал є тим ресурсом, який об'єднує категорії корпоративних фінансів і ринку капіталів. Як ресурс корпоративних фінансів, капітал слугує засобом накопичення (капіталізації) та платежу. Формами прояву фінансових взаємовідносин корпорації є процеси формування капіталу, його розподілу та споживання (використання). Саме у ході таких процесів капітал реалізує свою здатність капіталізуватися та у разі необхідності бути засобом платежу [5, с. 45–46]. Концентрація різних типів грошових відносин корпоративних підприємств з приводу формування та використання капіталу здійснюється на організованому чи неорганізованому ринку капіталів, який власне і призначений для узгодження попиту та пропозиції на середньо- та довгостроковий капітал.

У класичному розумінні ринок капіталів репрезентує сукупність усіх інституцій та трансакцій, які забезпечують попит та пропозицію на середньо- та довгостроко-

вий капітал. Здебільшого під ринком капіталів розуміють фондовий ринок або ринок цінних паперів, у тому числі боргових цінних паперів. Однак в окремих випадках до сегмента ринку капіталів відносять також кредитний ринок. У нашому дослідженні ми підтримуємо класифікацію сегментів фінансового ринку, відповідно до якої кредитний ринок є самодостатнім сегментом, який не належить до ринку капіталів (рис. 1).

Ефективність функціонування корпоративних фінансів і ринку капіталів визначається якістю виконання ними своїх функцій. Систематизуючи результати численних наукових досліджень, В.В. Зимовець та О.О. Терещенко виокремлюють традиційні та новітні функції корпоративних фінансів. До традиційних відносяться функції формування фінансових ресурсів, їхнього розподілу, контролю за ефективним формуванням та розподілом ресурсів, а до новітніх – функція трансформації, функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин, вартісно-формуюча функція та функція передачі (трансферу) інформації [6, с. 80–81]. Вважаємо, що зазначений перелік функцій досить вичерпно характеризує усі аспекти

функціонування корпоративних фінансів. Водночас, із розвитком економічних відносин, технологій, методів та інструментів прийняття фінансових рішень можуть виникати нові функції або ж отримувати оновлену інтерпретацію раніше обґрунтовані. Враховуючи сучасні тренди у розвитку корпоративних фінансів, а саме, зростання ролі вартісно-орієнтованого підходу й орієнтацію на оптимізацію рішень щодо залучення та використання капіталу підприємств, вважаємо, що традиційні функції корпоративних фінансів можна дещо доповнити та модифікувати. З урахуванням власного бачення сутності корпоративних фінансів їхні функції сформулюємо наступним чином:

- функція формування капіталу, яка виявляється у процесі формування власного та боргового капіталу. Це класична функція, необхідною умовою успішної реалізації якої є вихід підприємств на різні сегменти фінансового ринку;
- функція розподілу та використання капіталу – реалізується під час розподілу та використання підприємствами обмеженого ресурсу “капітал”, зокрема, під час прийняття інвестиційних рішень, а також у процесі



Рис. 1. Сегменти фінансового ринку*

* Побудовано автором.

реалізації дивідендної політики, розподілу та використання прибутку. Виконання обох вищезгаданих функцій корпоративних фінансів прямо чи опосередковано залежить від функціонування локального ринку капіталів, від рівня його капіталізації, ліквідності, здатності збалансовувати потоки капіталів і встановлювати об'єктивні ціни на ресурси;

– вартісно-формуюча (або вартість-формуюча) функція – репрезентує націленість фінансового менеджменту корпоративних підприємств на максимізацію вартості активів і, відповідно – капіталу. Відтак, вона створює умови для уможливлення руху мінової вартості капіталу та її зростання. Обґрунтовуючи “вартість-формуючу” функцію корпоративних фінансів, Н.С. Рязанова та В.М. Федосов зазначають, що у процесі реалізації фінансових відносин має місце рух мінової вартості капіталу, і саме у ході такого руху формуються умови зростання мінової вартості капіталу [5, с. 47]. Забезпечення генерування доданої вартості здійснюється через реалізацію всіх інших функцій корпоративних фінансів;

– інформаційно-комунікаційна функція є відповіддю на експансію нової, інформаційно-інноваційної економіки [1, с. 31]. Вона реалізує об'єктивну потребу в якісному інформаційному забезпеченні процесів формування, використання та приросту капіталу корпоративних підприємств. У сучасних умовах розвитку економічних відносин без ефективної інформаційно-комунікаційної політики фінансовий менеджмент підприємств не в змозі виконати ті завдання, що ставлять перед ним. У науково-практичних джерелах виокремлюють інформаційну функцію корпоративних фінансів. Соціально-економічне призначення цієї функції полягає у зменшенні або ж повному усуненні невизначеності [5, с. 50]. На наш погляд, інформаційну функцію варто трансформувати в інформаційно-комунікаційну, оскільки йдеться не лише про ін-

формаційне забезпечення прийняття фінансових рішень, а й про комунікацію з широким колом учасників фінансових відносин. Інформаційно-комунікаційна функція є продуктом еволюційного розвитку інформаційної функції, бо передбачає не лише надання інформації, а й використання сучасних методів її аналізу, каналів обміну та зворотного зв'язку. Особлива потреба у такій комунікації виникає у разі виходу підприємства на ринок капіталів. У цьому випадку потенційні інвестори та кредитори мають отримувати не лише первинну інформацію, а й фінансову аналітику щодо підприємства;

– функція управління поведінкою учасників фінансових відносин покликана забезпечити ухвалення раціональних фінансових рішень усіх суб'єктів фінансових відносин в умовах різновекторності їхніх цілей та інформаційної асиметрії. На наш погляд, вона поглинає таку традиційну функцію фінансів підприємств, як контроль за процесами формування та використання капіталу. Необхідність виокремлення цієї функції впливає з нерівномірного розподілу інформації й об'єктивно наявного конфлікту інтересів між учасниками фінансових відносин, у тому числі всередині підприємства. Для зменшення негативних наслідків конфлікту інтересів, що можуть виявлятися у процесі формування, використання та розподілу капіталу підприємств, необхідним є забезпечення перманентного аналізу, моніторингу та контролю за відповідними процесами.

Доцільність виокремлення інформаційно-комунікаційної функції та функції управління поведінкою учасників фінансових відносин пояснюється об'єктивно наявними конфліктами інтересів, що мають місце у процесі принципал-агент-відносин, не завжди раціональною поведінкою економічних агентів та інформаційною асиметрією. У рамках теорії “принципал-агент”, як правило, досліджуються три типи конфліктів інте-

ресів між учасниками фінансових відносин, що зумовлено дивергенціями їхніх цільових функцій. По-перше, йдеться про конфлікти між власниками та менеджментом підприємств, що зумовлені відокремленням функції управління від власності. По-друге, конфлікти між групами власників, які складають більшість, та міноритаріями через нерівні можливості впливу на процеси прийняття рішень на підприємстві. По-третє, конфлікти між капіталодавцями-інвесторами, що формують власний капітал та кредиторами, що формують борговий капітал через різний вплив на процеси прийняття рішень і різнонаправленість інтересів [11, с. 315].

За першого типу конфліктів виникає так званий моральний ризик (*Moral Hazard*), що провокує менеджмент до поведінки, спрямованої на максимізацію його індивідуальної функції корисності, а не на максимізацію вартості підприємства та оптимальні результати його діяльності з точки зору власників. Така поведінка зумовлена цілим комплексом причин, до яких належить інформаційна асиметрія, різні часові преференції щодо дохідності та ризиків, наявність ідіосинкратичних ризиків (специфічні ризики, пов'язані з діяльністю конкретного підприємства). Переваги менеджменту полягають у тому, що він має повніший доступ до інформації щодо ситуації на підприємстві. Натомість, капіталодавці мають можливості диверсифікувати свої ризики, тобто до певної міри мінімізувати ідіосинкратичні ризики. У результаті того, що менеджмент увесь свій людський капітал вкладає в конкретне підприємство, йому властива аверсія ризику (*aversion of risk*), що полягає у негативному ставленні до нього. Натомість, власники за своєю природою є нейтральними щодо ризиків. Таким чином, виникає конфлікт з приводу різних преференцій щодо ризику [12, с. 114]. Окрім цього, поведінка менеджменту значною мірою визначається часовими рам-

ками. Він зацікавлений у максимізації показників результативності у короткостроковому періоді та в часових межах, протягом яких він планує співпрацювати з певним підприємством. Як наслідок прояву зазначених факторів менеджмент діє раціонально щодо власної вигоди, однак щодо інтересів власників та підприємства – нераціонально або ж квазіраціонально. Наприклад, приймаються рішення щодо інвестицій та проектів, які принесуть прибуток (а отже, максимізують винагороду менеджерам) у короткостроковому періоді, а не зростання вартості підприємства у довгостроковому періоді.

Для нейтралізації опортуністичної поведінки менеджменту (як агента) щодо власників або інвесторів (як принципалів) в арсеналі корпоративних фінансів є низка механізмів. До складу таких механізмів К. Ейзенхард [K. Eisenhardt], М. Дженсен [M. Jensen], В. Меклінг [W. Meckling] відносять зменшення рівня інформаційної асиметрії, контроль діяльності менеджменту та якісні системи мотивації [11, с. 316; 13, с. 61]. Системи мотивації мають бути побудовані таким чином, щоб з погіршенням показників результативності підприємства зменшувався рівень матеріальної винагороди менеджменту. Проблема, однак, полягає в тому, що менеджмент може маніпулювати показниками результативності у короткостроковому періоді. Саме тому при виборі зазначених показників варто керуватися принципами довгостроковості та мінімальних можливостей маніпулювання менеджментом. Такі характеристики мають, приміром, вартісно-орієнтовані показники.

Другий тип принципал-агент конфліктів зумовлений ігноруванням інтересів міноритарних власників при прийнятті фінансових рішень. Власники контрольного пакету корпоративних прав використовують капітал, наданий міноритаріями для максимізації власної вигоди. У наукових дискусіях ця про-

блема позначається як “Tunneling” (“ефект тунелю”) або “Self-Dealing” (трансакції “сам із собою”). Поняття “ефект тунелю” характеризує трансакції, результатом яких є приховане виведення з підприємства активів і прибутків на користь та в інтересах власника контрольного пакету корпоративних прав (осіб, які контролюють підприємство). Згідно з дослідженнями С. Джонсона [S. Johnson], Р. Ла Порти [R. La Porta], Ф. Лопеза де Сіланес [F. Lopez-de-Silanes] та А. Шлайфера [A. Shleifer], тунелінг проявляється у двох формах: акціонери, що становлять більшість, переводять ресурси компанії на власну користь шляхом трансакцій між собою або ж здійснюють “розмивання” часток дрібних акціонерів [14, с. 24]. Досить виразно ця проблема виявляється в країнах з недостатнім рівнем захисту прав власності, до яких належить Україна. Незахищеність дрібних власників зумовлена як неурегульованістю порядку використання переважних прав на придбання корпоративних прав нової емісії, інсайдерським характером фондового ринку, так і недосконалістю судової системи, що є толерантною до проявів рейдерства. Окреслені питання тісно пов’язані з проблематикою “розмивання” прав власності.

Ще одним полем для конфліктів інтересів є відносини між різними групами капіталодавців, які мають різні преференції щодо ризиків вкладень у підприємство. Йдеться, перш за все, про конфлікти між кредиторами та власниками підприємства. Для гарантованого отримання відсотків та основної суми кредиту кредитори зацікавлені у якомога менш ризиковій діяльності боржника. Натомість, власники зорієнтовані на максимізацію вартості підприємства та чистого прибутку. Досить часто приросту вартості можна досягти, лише вдаючись до ризикових операцій чи інвестицій. Відтак, вкладаючи кошти у ризикові проекти, менеджмент підприємства фактично збільшує

ризик для кредиторів. Іншими словами, зростання доходів власників здійснюється за рахунок підвищених ризиків кредиторів. Для уникнення додаткових ризиків кредитори мають вживати заходів щодо впливу на поведінку власників і менеджменту. До переліку таких заходів належить нагляд і контроль за цільовим використанням боргового капіталу у рамках супроводження кредитів, штрафні санкції за порушення умов кредитних договорів, умов залучення коштів шляхом емісії облігацій тощо.

Таким чином, у рамках нейтралізації конфліктів інтересів між учасниками фінансових відносин необхідно вживати комплекс заходів впливу на управління їхньою поведінкою. Важливою складовою таких заходів є контроль за діяльністю груп учасників з різними інтересами, які пов’язані із процесами формування та використання капіталу підприємств. Відтак, поглинання функцією управління поведінкою функції контролю є логічним та об’єктивним. Загалом же, у рамках реалізації функції управління поведінкою необхідно активно використовувати принципи корпоративного управління у частині забезпечення прозорості показників фінансово-господарської діяльності підприємства, контролю та моніторингу за діяльністю менеджменту.

Реалізація зазначених вище функцій корпоративних фінансів значною мірою здійснюється шляхом виходу підприємств на ринок капіталу. Останній, у свою чергу, виконує низку основних і допоміжних функцій. Більшість західних дослідників виділяють такі функції ринку капіталів:

- трансформації (строків, обсягів, ризиків);
- збалансування (попиту та пропозиції на капітал і відповідні фінансові інструменти);
- алокації (спрямування капіталів за найбільш раціональними з точки зору співвідношення “ризик-дохідність” напрямками);

– інформаційна (забезпечення інвесторів максимально повною інформацією щодо об'єктів вкладень).

Визначальною є перша зі згаданих функцій. Трансформація обсягів капіталів полягає в трансформації різних за величиною вкладень інвесторів у значні за обсягами капітали корпоративних підприємств. Трансформація строків означає узгодження термінів вкладень капіталів у підприємство відповідно до інтересів інвесторів та об'єкта інвестицій. Функція трансформації ризиків передбачає, що ризики вкладень у конкретне підприємство розподіляються серед значної групи інвесторів. Ступінь необхідності інших функцій, які умовно можна назвати допоміжними, залежить від рівня досконалості (ефективності) ринку капіталів. Відповідно до неокласичних постулатів ринок капіталів є ефективним (досконалим), якщо:

- має місце вільний доступ до ринку усіх його учасників;
- на ринку відсутня інформаційна асиметрія;
- відсутні трансакційні витрати;
- вплив оподаткування на ринкові операції є нейтральним (або рівномірним);
- наявна досконала конкуренція на ринку та обмежені можливості впливу окремих учасників на ринкові кондиції;
- має місце раціональна поведінка (раціональні рішення) учасників фінансових відносин та їхні гомогенні очікування щодо майбутніх грошових потоків.

Для обґрунтування доцільності виокремлення допоміжних функцій ринку капіталів та їхнього складу з'ясуємо, чи виконуються критерії досконалості ринку капіталів на практиці. З цією метою визначимо коло учасників фінансових відносин, які пересікаються на відповідному ринку, та їхні мотивації. У процесі реалізації функцій ринку капіталів виникає комплекс фінансово-економічних відносин, учасниками яких є кор-

поративні підприємства, банки, інституційні інвестори, держава. Залежно від ролі та цілей участі у процесі кругообороту капіталу учасників фінансових відносин можна класифікувати таким чином:

- емітенти корпоративних цінних паперів (пайових і боргових);
- інвестори, що мають вільні грошові кошти та вкладають їх в інструменти ринку капіталів;
- фінансові посередники;
- агенти, що формують інфраструктуру ринку капіталів;
- регуляторні та контролюючі органи.

Не потребує доведення та обставина, що об'єктивно між зазначеними учасниками фінансових відносин виникають конфлікти інтересів, аналогічні тим, які досліджувалися у рамках теорії принципал-агент відносин. Через недотримання критерію інформаційної симетрії, фактичної наявності трансакційних витрат поведінка учасників ринку є не завжди раціональною (щонайменше, щодо принципалів). Саме тому для забезпечення критеріїв ефективності ринок капіталів, оперуючи своїм інструментарієм, має впливати на поведінку зазначених груп учасників з різними інтересами для зниження рівня конфліктності, опортунізму та нерациональної поведінки. Таким чином, аналогічно до корпоративних фінансів, окрім загальноприйнятних функцій, ринок капіталів має виконувати як інформаційно-комунікаційну функцію, так і функцію управління поведінкою. Причому потреба у виконанні зазначених функцій є тим вищою, чим менш розвиненим є ринок капіталів. Інструментами реалізації зазначених функцій є заходи, що реалізуються регуляторними та контролюючими органами, механізми, які передбачені принципами корпоративного управління, глобальні регуляторні акти (наприклад, Акт Сарбейнса-Окслі (Sarbanes-Oxley Act), прийнятий у США в 2002 р.).

Висновки. Підсумовуючи, можемо констатувати, що корпоративні фінанси та ринок капіталу належать до переліку ключових категорій фінансової науки, які характеризують фінансові відносини з приводу руху капіталу. Свою сутність ці категорії виявляють через комплекс функцій, які значним чином накладаються одна на одну. Враховуючи економічну природу корпоративних фінансів і ринку капіталів, їхні функції та суспільне призначення, можна констатувати, що ефективне функціонування корпоративних фінансів неможливе без розвинутого ринку капіталів, і навпаки. Відтак, неможливо автономно розвивати інфраструктуру ринку капіталів без запровадження ринково-орієнтованого фінансового менеджменту на рівні корпоративних підприємств.

Враховуючи обмеженість ресурсу “капітал”, для корпоративних фінансів пріоритетною є функція формування капіталу, яка у прикладному плані реалізується шляхом використання інструментів, методів і технологій фінансування корпоративних підприємств. Якісне фінансове забезпечення підприємств, його інвестиційні можливості значною мірою обмежуються дефіцитами в інформаційному забезпеченні, нераціональними фінансовими рішеннями та недостатнім рівнем розвитку локального ринку капіталів. Щоправда, за відсутності надійно функціонуючого локального ринку великі підприємства мають змогу вийти на глобальні ринки. З іншого боку, за недостатньої потужності локальних корпоративних фінансів сформувавши ліквідний та капіталомісткий локальний ринок капіталів неможливо.

Ключовою функцією ринку капіталів є функція трансформації капіталів (за обсягами, строками, ризиками). Однак, враховуючи недосконалість глобального ринку капіталів загалом і локальних ринків зокрема, для ефективного виконання функції трансформації необхідним є виконання інформаційно-

комунікаційної функції та функції управління поведінкою учасників фінансових відносин. Зазначені функції (з певними особливостями) є притаманними як категорії “корпоративні фінанси”, так і категорії “ринок капіталів”. Їхня необхідність легко доводиться у рамках концепції принципал-агент відносин.

Список використаних джерел

1. Терещенко О.О. Антикризовий фінансовий менеджмент – вимога “нової економіки” / О. Терещенко // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 9–10. – С. 25 – 32.
2. Поддєрьогін А.М. Фінанси підприємств : підручник / А.М. Поддєрьогін, М.Д. Білик та ін. – 6-те вид., перероб. і допов. – К. : КНЕУ, 2006. – 552 с.
3. Господарський кодекс України : Закон України від 16.01.2003 № 436-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15>.
4. Васильчук І.П. Фінансове забезпечення сталого розвитку корпорацій : монографія / І.П. Васильчук. – К. : КНЕУ, 2015. – 516 с.
5. Федосов В. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів / В. Федосов, Н. Рязанова // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 3/4. – С. 39-55.
6. Зимовець В.В., Терещенко О.О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки / В.В. Зимовець, О.О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – № 9. – С. 78–95.
7. Плетнёв Д.А. Остаточные права контроля и дохода субъектов корпорации: развитие стейкхолдерского подхода / Д.А. Плетнев // Корпоративные финансы. – 2014. – № 1(29). – С. 47–59.
8. Ross, S.A. *Fundamentals of corporate finance, 10th Edition* / S. Ross, R. Westerfield, B. Jordan. – McGraw-Hill, 2013. – 823 p.
9. Крисоватий А.І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. – 2013. – № 9. – С. 7-27.

10. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В.М. Суторміна. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.

11. Jensen M. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3, N. 4. – P. 305–360.

12. Jensen M. *Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory* / M. Jensen, C. Smith // *Recent advances in corporate finance*, E. Altman and M. Subrahmanyam. – 1985. – P. 93-132.

13. Eisenhardt K. *Agency theory: An assessment and review* / K. Eisenhardt // *Academy of Management Review*. – 1989. – Vol. 14, N. 1. – P. 57–74.

14. Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. *Tunneling* / S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *American economic review*. – 2000. – Vol. 90, N. 2. – P. 22–27.

15. Рязанова Н.С. Фінансовий ринок: його генезис, сутність та функції / Н.С. Рязанова // *Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць*. – К. : КНЕУ, 2011. – Вип. 17. – С. 179–185.

References

1. Tereschenko, O.O. (2004). *Antykryzovyi finansovyi menedzhment – vumoga novoi ekonomiky* [Crisis financial management – claim new economy]. *Rynok cinnnyh paperiv Ukrainy – Securities market Ukraine*, 9-10, 25-32 [in Ukrainian].

2. Poddierohin, A.M., Bilyk, M.D. (2006). *Finansy pidpriemstv* [Finance of enterprises]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

3. *Hospodarskyi kodeks Ukrainy* [Economic Code of Ukraine]. (2003, January, 16). Available at: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15> [in Ukrainian].

4. Vasylychuk, I. P. (2015). *Finansove zabezpechennia staloho rozvytku korporatsii* [Financial support sustainable development corporations]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

5. Fedosov, V. Riazanova, N. (2013). *Kontseptualni pytannia teorii korporatyvnykh finansiv* [Conceptual issues of corporate finance theory]. *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy – Stock Market of Ukraine*, 3/4, 39–55 [in Ukrainian].

6. Zymovets, V.V., Tereshhenko, O.O. (2015). *Korporatyvni finansy yak dominanta finansovoi nauky* [Corporate finance dominant financial science]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 9, 78-95 [in Ukrainian].

7. Pletniov, D.A. (2014). *Ostatochnyie prava kontrolya i dohoda sub'ektov korporatsii: razvitie steykholderskogo pohoda* [Residual control rights and income of subjects of the corporation: steykholderskogo campaign development]. *Korporativnie finansy – Corporate finance*, 1(29), 47-59 [in Russian].

8. Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2013). *Fundamentals of corporate finance*, 10th Editionz. Boston: McGraw-Hill.

9. Krysovatyi, A.I. (2013). *Korporatyvni finansy v konteksti vyklykiv suchasnoi innovatsiinoi ekonomiky* [Corporate finance in the context of the challenges of modern innovative economy]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 9, 7-27 [in Ukrainian].

10. Sutormina, V. M. (2004). *Finansy zarubizhnyh korporatsiy* [Finance foreign corporations]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

11. Jensen, M., Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economic*, Vol. 3, 4, 305–360.

12. Jensen, M., Smith, C. (1985). *Stockholder, manager, and creditor interests: Applications of agency theory*. *Recent advances in corporate finance*, E. Altman and M. Subrahmanyam, 93–132.

13. Eisenhardt, K. (1989). *Agency theory: An assessment and review*. *Academy of Management Review*, Vol. 14, 1, 57–74.

14. Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. *Tunneling* (2000). *American economic review*, Vol. 90, 2, 22–27.

15. Riazanova, N.S. (2011). *Finansovij rynek: yoho henezys, sutnist ta funksii* [The financial market: its genesis, nature and function]. *Finansy, oblik i audyt – Finance, accounting and auditing*. Kyiv: KNEU, 17, 179-185 [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 30.09.2016.