

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДВНЗ «КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

На правах рукопису

Бабіченко Віктор Володимирович

УДК 336.64:658.11: 658.15: 334.72

**КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ В ІНФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ:
ДЕТЕРМІНАНТИ І ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ В УКРАЇНІ**

08.00.08 — Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня

доктора економічних наук

Науковий консультант:
Федосов Віктор
Михайлович
д.е.н., професор

КИЇВ-2016

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АТ – акціонерне товариство;

МВФ – Міжнародний валютний фонд;

МЕРТ – Міністерство економічного розвитку та торгівлі України;

НБУ – Національний банк України;

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;

Нацкомфінпослуг – Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг;

СБ – Світовий Банк;

ТНБ – транснаціональний банк;

ТНК – транснаціональна корпорація;

ФДМУ – Фонд державного майна України;

BIS – Банк міжнародних розрахунків;

OECD – Організація економічного співробітництва та розвитку;

WFE – Світова федерація бірж.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В ІНФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ.....	18
1.1. Корпорація як економічний феномен сучасної економіки.....	18
1.2. Дохід – вихідна категорія корпоративних фінансів	35
1.3. Інформаційна парадигма економічної науки: генеза та сучасний стан.....	53
1.4. Методологія дослідження корпоративних фінансів в інформаційній економіці.....	72
Висновки до розділу 1.....	89
РОЗДІЛ 2. ФІНАНСОВЕ СЕРЕДОВИЩЕ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ: РОЛЬ ІНФОРМАЦІЇ.....	92
2.1. Інформаційна складова фінансового середовища корпорацій.....	92
2.2. Фінансове рахівництво та принципи використання корпоративної інформації.....	108
2.3. Формування глобального інформаційного середовища: загрози та виклики для корпорацій.....	128
2.4. Еволюція корпоративного фінансового менеджменту в умовах інформаційної економіки.....	147
Висновки до розділу 2.....	163
РОЗДІЛ 3. КОРПОРАТИВНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ У ГЛОБАЛЬНІЙ ІНФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ.....	165
3.1. Становлення корпоративних фінансів у глобальному вимірі.....	165
3.2. Конфлікт держави та корпорацій: актуальні загрози та виклики інформаційної економіки.....	182
3.3. Корпоративне фінансування та взаємодія з суб'єктами глобального фондового ринку.....	203
3.4. Управління структурою капіталу та дивідендна політика корпорацій в умовах інформаційної асиметрії.....	222
Висновки до розділу 3.....	240
РОЗДІЛ 4. ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В УКРАЇНІ	242
4.1. Генезис корпоративних фінансів в Україні: протиріччя та наслідки.....	242
4.2. Інформаційна компонента вітчизняної моделі корпоративного управління.....	265
4.3. Податкові важелі впливу на корпоративні фінанси в Україні.....	281

4.4. Інформаційна асиметрія на вітчизняному ринку капіталів та її вплив на емісійну стратегію корпорацій.....	298
Висновки до розділу 4.....	321
РОЗДІЛ 5. НАПРЯМИ МОДЕРНІЗАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В УКРАЇНІ.....	323
5.1. Формування інформаційної економіки в Україні та місце в ній корпорацій.....	323
5.2. Трансформація фондового ринку в контексті удосконалення корпоративного фінансового менеджменту.....	338
5.3. Подолання інформаційної асиметрії як визначальна умова розвитку вітчизняної моделі корпоративного управління.....	358
5.4. Актуалізація державної фінансової політики в контексті розбудови корпоративних фінансів в Україні	377
Висновки до розділу 5.....	397
ВИСНОВКИ.....	400
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	406
ДОДАТКИ	

ВСТУП

Актуальність теми. Сучасний етап розвитку фінансів характеризується новими явищами і суттєвими змінами, визначальними ознаками яких є постійне і швидке зростання обсягів інформації в житті держави та її ролі у фінансовому менеджменті. Інформація по суті перетворилася на одну із пріоритетних детермінант фінансово-економічного розвитку, а сучасне суспільство поступово трансформувалося в суспільство інформаційне. Зважаючи на стрімкий розвиток новітніх технологій, дефініція «інформаційна економіка» поряд з дефініцією «фінансова економіка» набули реальних обрисів у більшості країн світу. Інформатизація економічних та фінансових процесів суттєво видозмінила і принципи фінансової діяльності на макро- та мікрорівнях. Такі зміни торкнулися насамперед корпорацій – беззаперечно найбільш розвиненої форми підприємництва. Загальновизнано, що лідерство корпоративного сектору багато в чому ґрунтується на реалізації особливих принципів організації корпоративних фінансів, передусім у частині формування та використання капіталу. Сформувався тісний зв'язок між корпоративними фінансами та різноманітними складовими фінансової інфраструктури. Основу такого зв'язку склали не тільки відносини, пов'язані з рухом капіталу, а й активний обмін інформацією, яка стала повноцінним фінансово-економічним ресурсом та віддзеркалює широкий спектр характеристик, властивих корпоративним фінансам.

Водночас слід визнати, що функціонування корпоративного сектору, насамперед транснаціональних корпорацій (ТНК), у сучасних умовах розвитку є вкрай суперечливим. Значною мірою аргументація «за» і «проти» в цьому питанні базується на необхідності модифікації корпоративних фінансових стратегій в умовах глобальної інформаційної економіки. Посилення ролі інформації, зростання значення інформаційних потоків практично не залишає

місця усталеним теоретико-методологічним та прагматичним засадам корпоративного фінансового менеджменту. Як свідчить досвід провідних ТНК, тільки у разі трансформації підходів до управління корпоративними фінансами в умовах інформаційної економіки можна зберегти та посилити конкурентні позиції. Приватизаційні процеси та трансформація відносин власності визначили лідерство корпорацій за багатьма показниками й у вітчизняній економіці. Проте першооснова такого лідерства в Україні не завжди пов'язана з позитивними рисами корпоративної форми організації підприємництва та її фінансів, а визначена впливом низки факторів – «тіньовою економікою», неприхованим лобізмом власних (корпоративних) цілей на противагу державним, вузькогосподарським й корисними інтересами окремих корумпованих груп влади і бізнесу тощо.

Усе це накладає свій відбиток і на організацію фінансового господарства українських корпорацій. У результаті склалася ситуація, коли вітчизняні корпорації вже не здатні повною мірою використати об'єктивно притаманні їм переваги у сфері фінансів. Актуальність зазначених проблем, їх недостатня теоретична та практична опрацьованість обумовили вибір теми дисертаційного дослідження, визначили його ідеологію, мету та завдання.

Фундаментальні основи дослідження корпоративних фінансів закладені у працях провідних західних економістів – З. Боді, Є. Брігхема, Р. Брейлі, Дж. Гелбрейта, А. Глена, А. Грегори, Г. Дональдсона, М. Дженсена, Р. ла Порта, Дж. Лінтнера, С. Майерса, М. Міллера, Ф. Модільяні, К. Рока, С. Росса, К. Френча, Ю. Фама, У. Шарпа. В українській науці певні здобутки у сфері дослідження корпоративних фінансів мають О. Ареф'єва, І. Бланк, О. Вінник, М. Грідчина, Н. Давиденко, О. Данілова, В. Зимовець, А. Крисоватий, Д. Лук'яненко, Є. Панченко, О. Плотніков, Н. Прокопенко, Л. Птащенко, В. Суторміна, Б. Стеценко, Н. Рязанова, О. Терещенко, Ю. Уманців, В. Федосов та інші. Слід визнати і значимість досліджень корпоративних фінансів ряду

вчених із країн СНД – В. Бочарова, П. Гребеннікова, В. Кареліна, А. Леуського, М. Романовського, Л. Тарасевича, Д. Функа, О. Чиркової та інших.

Питання щодо процесу формування інформаційної економіки на глобальному рівні та його впливу на діяльність різних економічних і фінансових агентів були в центрі уваги вчених зі світовим ім'ям – Дж. Акерлофа, Д. Белла, Н. Вінера, К. Ерроу, М. Кастельса, Т. Куна, Дж. Стігліца, Дж. Стіглера, О. Тофлера, Дж. Ходжсона, К. Шенона та інших. Проблематика становлення інформаційної економіки, імплементації інформаційних технологій в управління економічними процесами в Україні розглядалася в працях Я. Бережного, І. Вахович, В. Гурковського, А. Єрмолаєва, Л. Ішук, Р. Краморенка, Д. Ляпіна, А. Маслова, О. Михайловської, Н. Орлової, О. Панфілова, С. Пирога, О. Сазонець, О. Чубукової, А. Чухна та інших.

Не заперечуючи наукової цінності праць вітчизняних авторів, зазначимо, що в них фактично відсутній аналіз особливостей функціонування корпоративних фінансів в умовах інформаційної економіки, а відповідно і нових явищ у фінансовому господарстві корпорацій. Це стосується і якісно нової ролі фінансового рахівництва як важливої інформаційної підсистеми корпоративних фінансів. У більшості праць не розглядалися безпосередньо питання модифікації корпоративного фінансового менеджменту в умовах інформаційної економіки. На наш погляд, такий підхід істотно обмежує результативність досліджень, оскільки інформатизація економіки не тільки суттєво змінює конкурентний ландшафт, а й висуває принципово нові вимоги як безпосередньо до самих корпорацій, так і до держави. Тому необхідність розв'язання окресленого кола питань стала визначальною в обґрунтуванні актуальності теми дослідження, значною мірою обумовила його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Визначений напрям дисертаційного дослідження є складовою науково-дослідної роботи кафедри фінансів Державного вищого навчального закладу

«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», пов'язаної з темами:

- «Фінансова інфраструктура ринкової економіки» (номер державної реєстрації 0107U001336) у частині удосконалення функціонування фінансової інфраструктури в Україні та розвитку практичних засад взаємодії її інституцій із вітчизняним корпоративним сектором у процесі руху капіталу, формування і використання фондів грошових ресурсів корпорацій;

- «Макрофінансові стабілізатори в системі державного регулювання економічного розвитку» (номер державної реєстрації 0113U004262), у межах якої дисертантом обґрунтовано шляхи розвитку державного регулювання фінансової діяльності корпорацій з урахуванням процесу розбудови в Україні інформаційного суспільства.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є обґрунтування теоретико-методологічних засад та прагматичних позицій функціонування корпоративних фінансів в інформаційній економіці, а також розроблення практичних рекомендацій з удосконалення та модернізації корпоративного фінансового менеджменту в Україні з урахуванням детермінант інформатизації глобальної економіки.

Для досягнення поставленої мети були визначені такі завдання:

- ✓ охарактеризувати теоретико-методологічні засади дослідження корпоративних фінансів в інформаційній економіці, поглибити теоретичні підходи до їх економічної природи й сутності, виявити та обґрунтувати їх вихідну, первинну категорію;

- ✓ дослідити еволюцію фінансової думки стосовно корпоративних фінансів під впливом розвитку інформаційної парадигми в економічній науці;

- ✓ розкрити зв'язок між особливостями фінансового господарства корпорацій та становленням і розвитком корпоративної форми організації бізнесу в сучасній інформаційній економіці;

- ✓ з'ясувати вплив інформаційної економіки на функціонування корпоративних фінансів;
- ✓ доповнити теоретичні положення щодо фінансового середовища функціонування корпорацій, його складових і місця в ньому інформації;
- ✓ розкрити роль фінансового рахівництва в корпоративному фінансовому менеджменті;
- ✓ дослідити напрями трансформації фінансової стратегії корпорацій в інформаційній економіці;
- ✓ охарактеризувати особливості формування капіталу корпорацій та їх взаємодії з учасниками фондового ринку;
- ✓ визначити особливості управління структурою капіталу та дивідендною політикою корпорацій в умовах асиметрії інформації;
- ✓ детермінувати чинники конфліктності й можливості уніфікації фінансової стратегії держави та корпорацій на сучасному етапі;
- ✓ розкрити особливості функціонування корпоративних фінансів в Україні;
- ✓ дослідити місце корпоративних фінансів в інформаційній моделі української економіки;
- ✓ охарактеризувати роль інформаційної компоненти у вітчизняній моделі корпоративного управління та її вплив на фінансову діяльність корпорацій;
- ✓ визначити особливості використання податкових інструментів впливу на корпоративні фінанси в Україні;
- ✓ обґрунтувати рекомендації, спрямовані на удосконалення корпоративного фінансового менеджменту в умовах інформаційної асиметрії;
- ✓ окреслити пріоритети розвитку корпоративних фінансів в Україні в умовах формування інформаційної економіки.

Об'єкт дослідження – корпоративні фінанси в умовах інформаційної економіки.

Предмет дослідження – фінансові відносини, що виникають усередині корпорації, а також між корпораціями та іншими економічними агентами у процесі формування, руху та розподілу капіталу корпорації в умовах інформаційної економіки.

Методи дослідження. У процесі дослідження для одержання результатів щодо встановлення закономірностей, тенденцій і особливостей функціонування корпоративних фінансів в умовах інформаційної економіки застосовано загальнонаукові методи дослідження й аналізу економічних процесів: наукової абстракції та морфологічного аналізу (для уточнення економічних категорій наукового дослідження); логічного узагальнення, порівняння та систематизації (для деталізації предмета дослідження); аналогій (у процесі порівняльного аналізу фінансової діяльності корпорацій в Україні й економічно розвинених країнах світу); системно-структурного й багатофакторного аналізу (для обґрунтування рекомендацій щодо модернізації корпоративних фінансів в Україні); кореляційно-регресійного аналізу, графічного й економіко-математичного моделювання (для встановлення взаємозв'язків між рівнем транспарентності економіки і фінансів та розвитком корпоративного сектору); метод експертних оцінок, індексний метод і метод групування (у процесі оцінювання закономірностей функціонування корпоративних фінансів в інформаційній економіці на глобальному рівні); методи синтезу, індукції та дедукції (для обґрунтування пропозицій щодо активізації діяльності вітчизняних корпорацій на фондовому ринку).

Інформаційну базу дослідження становили законодавчі та нормативно-правові акти з питань функціонування корпоративного сектору, офіційні статистичні дані, матеріали Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Фонду державного майна України, Державної фіскальної

служби України, Банку міжнародних розрахунків, Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Світової федерації бірж, фінансова звітність корпорацій (західних і вітчизняних), податкова звітність вітчизняних корпорацій, річна звітність та інша загальнодоступна інформація підприємств нафтопереробки України, положення сучасної фінансової теорії, наукові праці провідних учених і фахівців.

Наукова новизна одержаних результатів. Основні положення, які визначають наукову новизну дисертаційної роботи, такі:

вперше:

- встановлено, що вихідною (первинною) категорією корпоративних фінансів є дохід як спонукальний елемент об'єднання капіталів, який характеризує потенційний потік грошових коштів та інших економічних вигід акціонерів і кредиторів від функціонування акціонерного товариства; потік грошових коштів від функціонування активів, що належать корпорації; результат діяльності корпорації в найбільш формалізованому вигляді;

- запропоновано прагматичні заходи, спрямовані на підвищення рівня фінансової комунікації та транспарентності діяльності корпорацій із державною часткою власності. Обґрунтовано необхідність використання системи показників фінансової комунікації, яка враховує потребу в інформації держави-акціонера, інших акціонерів та потенційних інвесторів. Їх використання не тільки дасть можливість збільшити прозорість фінансового управління підприємствами з державною часткою власності, а й підвищить потенційну ринкову вартість у разі продажу пакета акцій державою та/або збільшить економічний і соціальний ефект від функціонування таких підприємств;

удосконалено:

- нормативно-правові засади функціонування корпоративних фінансів в Україні, спрямовані на послаблення впливу інформаційної асиметрії через: *по-перше*, розроблення структурно-логічної схеми для приведення діяльності існуючих відкритих акціонерних товариств (ВАТ) та закритих акціонерних

товариств (ЗАТ) у відповідність до вимог законодавства; *по-друге*, вилучення поняття «корпорація» з установленого законодавством переліку організаційно-правових форм об'єднання підприємств в Україні;

- визначення інформаційної економіки, *по-перше*, як науки про глобальні зміни у відносинах між економічними агентами унаслідок перетворення інформації та знань у фінансово-економічний ресурс, а також про можливість ефективного управління такими змінами, *по-друге*, як процесу нарощування ролі інформаційних технологій у цивілізаційному розвитку. На відміну від існуючих, такий підхід дає можливість розкрити динамічність процесів інформатизації; врахувати «глобальний» характер інформаційної економіки; взяти до уваги перетворення інформації та знань на фінансово-економічний ресурс;

- методичне забезпечення процесу розроблення та реалізації дивідендної політики корпорацій державного сектору економіки в Україні шляхом трансформації існуючих форм звітності та механізмів оприлюднення інформації про принципи та мотиви встановлення відповідних нормативів сплати дивідендів до Державного бюджету України на поточний рік;

- підходи до класифікації GR-комунікації у фінансових взаємовідносинах корпорації та держави. Запропоновано залежно від рівня транспарентності поділити GR-комунікації на: офіційні (з використанням корпорацією виключно легітимних механізмів та інструментів впливу на державну фінансову політику), неофіційні (використання виключно нелегітимних механізмів та інструментів впливу) і змішані (поєднання легітимних та нелегітимних). Такий підхід дав можливість визначити мотиваційні інструменти для використання офіційної GR-комунікації в Україні в процесі розроблення та реалізації державної фінансової політики;

- практичні засади використання фінансових індикаторів зі «Звіту про рух грошових коштів» для обґрунтування управлінських рішень у корпоративному фінансовому менеджменті. Установлено та обґрунтовано

необхідність суттєвого скорочення інвестиційної діяльності корпорації, якщо за результатами звітного періоду чистий рух коштів від операційної діяльності становить від'ємну величину, оскільки за таких умов збереження існуючих параметрів інвестицій призведе до банкрутства корпорації;

набули подальшого розвитку:

- пропозиції щодо впровадження змін до існуючої системи оприлюднення фінансової інформації в корпоративному секторі України через удосконалення: *по-перше*, існуючого переліку особливої інформації АТ; *по-друге*, порядку виправлення недостовірної інформації, оприлюдненої раніше; *по-третє*, механізму та режиму розкриття інформації за допомогою мережі Internet;

- принципи використання інформації в корпоративному фінансовому менеджменті через доповнення вже існуючих принципом технологічності. Його застосування дасть можливість: *по-перше*, подолати дискретність в оприлюдненні та споживанні корпоративної фінансової інформації; *по-друге*, врахувати можливість технологічних змін у зборі та обробці корпоративної фінансової інформації; *по-третє*, підвищить цінність інформації, що використовується фінансовим менеджментом;

- дослідження процесів інституалізації фінансового рахівництва в корпоративному фінансовому менеджменті з виділенням змін на двох рівнях: внутрішнього фінансового середовища (через розроблення та впровадження правил збору та обробки фінансової інформації); зовнішнього фінансового середовища (аналогічно та через різноманітні інституції (суб'єкти фінансової інфраструктури), які надають відповідні послуги та реалізують відповідні технології);

- дефініція «зовнішнє фінансове середовище корпорації» як динамічна комплексна система, що на глобальному рівні характеризує детермінанти ймовірнісного характеру, в яких реалізуються фінансові відносини корпорації з іншими економічними агентами. Такий підхід, на відміну від існуючих, дає

змогу врахувати: *по-перше*, глобальний характер сучасної економіки; *по-друге*, її мінливість; *по-третє*, ймовірнісний характер умов та чинників, що його характеризують;

- питання структури стратегічного набору корпорації через виділення в ньому корпоративної інформаційної стратегії, яка під впливом процесів, притаманних інформаційній економіці, перетворюється на функціональну стратегію-надбудову. Це, у свою чергу, впливає на інші функціональні стратегії і визначає можливості досягнення місії корпорації та її стратегічних цілей;

- проблематика підвищення ефективності оподаткування корпорацій нафтопереробної галузі через такі зміни в нормативно-правовій базі: *по-перше*, звільнення від сплати акцизів за товар, що є сировиною для виробництва підакцизних товарів; *по-друге*, уникнення подвійного оподаткування шляхом корекції норми, якою встановлено базу оподаткування податком на додану вартість; *по-третє*, відміни оподаткування імпорту обладнання, необхідного для підвищення технологічного рівня виробництва нафтопереробки в Україні.

Практичне значення одержаних результатів полягає в можливості їх використання для підвищення ефективності управління корпоративними фінансами в умовах формування інформаційної економіки в Україні. Аналіз ефективності запроваджених у країнах – членах Організації економічного співробітництва та розвитку податкових важелів впливу на корпоративні фінанси, а також розроблені на його основі рекомендації, спрямовані на оптимізацію оподаткування корпоративного бізнесу в Україні, використані фахівцями Державної фіскальної служби України в процесі розроблення відповідного проектного законодавства (довідка № 12.23.009/15 від 25.09.2015 р.). Пропозиції автора, спрямовані на стимулювання інвестицій інституційних інвесторів в корпоративні цінні папери, а також щодо удосконалення вимог до складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, використовуються спеціалістами Національної комісії, яка здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг у процесі розроблення

проектів нормативно-правових актів (довідка № 7592/03-10 від 06.11.2015 р.). Результати дослідження вітчизняної моделі корпоративного управління з виділенням її основоположних характеристик та аналізом впливу податкових важелів на корпоративні фінанси враховуються в діяльності Українського об'єднання по переробці нафти «Укрнафтохімпереробка» (довідка № 30/06-15 від 30.06.2015 р.). Методичні підходи до визначення параметрів емісійної стратегії корпорації в умовах інформаційної асиметрії на фондовому ринку під час підготовки випуску корпоративних облігацій та практичні заходи, спрямовані на посилення ролі держави-акціонера в Україні, застосовуються в діяльності НАК «Нафтогаз України» (довідка № 33/345д від 02.09.2015 р.). Безпосередньо в діяльності ПАТ «Укртатнафта» використані результати дослідження факторів та особливостей розвитку вітчизняного корпоративного сектору при розробленні планів та проектів діяльності підприємства. Виявлені характеристики впливу транспарентності на результативність фінансової стратегії вітчизняних корпорацій ураховані в процесі залучення на фінансовому ринку інвестиційних ресурсів (довідка № 43/04-17 від 30.06.2015 р.). Практичне значення результатів дослідження підтверджується також застосуванням теоретико-методологічних положень дисертації в навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» під час викладання навчальних дисциплін «Фінанси», «Фінансова інфраструктура», «Податковий менеджмент», «Фінансовий ринок», «Корпорації на фінансовому ринку» (довідка від 22.05.2015 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є результатом власних досліджень автора. Наукові положення, розробки прикладного характеру, висновки та пропозиції, що виносяться дисертантом на захист, одержані самостійно. Опубліковані праці, за винятком трьох, виконані автором самостійно. Особистий внесок у наукових працях, опублікованих у співавторстві, наведено окремо у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та висновки дослідження обговорено й схвалено на таких міжнародних і всеукраїнських наукових і науково-практичних конференціях: Всеукраїнська наукова конференція «Актуальні питання забезпечення стійкого розвитку національного господарства» (28–29 жовтня 2011 р., м. Кременчук); Всеукраїнська наукова конференція «Актуальні питання управління сталим розвитком в сучасному суспільстві: проблеми та перспективи» (14–15 березня 2012 р., м. Кременчук); Міжнародна науково-практична конференція «Формування соціально-економічного розвитку регіонів України» (8–9 лютого 2013 р., м. Одеса); III Міжнародна науково-практична конференція «Економічний ріст в умовах державно-приватного партнерства» (15–16 березня 2013 р., м. Дніпропетровськ); Міжнародна науково-практична інтернет-конференція молодих учених та студентів «Особливості ефективного управління підприємствами в умовах глобальних викликів» (22 березня 2013 р., м. Чернівці); VII Міжнародна науково-практична конференція «Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання» (27 червня 2013 р., м. Київ); Международная научно-практическая Интернет-конференция «Научные исследования и их практическое применение. Современное состояние и пути развития '2013» (1–12 октября 2013 г., г. Иваново); Всеукраїнська науково-практична конференція «Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрями розвитку» (15 листопада 2013 р., м. Київ); Міжнародна науково-практична конференція «Пріоритети розвитку економіки України та інших країн» (29–30 листопада 2013 р., м. Чернігів); Міжнародна науково-практична конференція “Сучасні тенденції розвитку менеджменту і бізнес-адміністрування в Україні” (23–24 травня 2014 р., м. Херсон); Міжнародна науково-практична конференція «Інноваційні засади сталого розвитку національного господарства» (21–22 листопада 2014 р., м. Кам'янець-Подільський); II Міжнародна науково-практична конференція «Економіка та управління національним господарством: стан, тенденції та

перспективи» (28–29 травня 2015 р., м. Одеса); V Всеукраїнська науково-практична Інтернет-конференція «Сучасна економічна наука: теорія і практика» (17 листопада 2015 р., м. Полтава); Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку: регіональні особливості та світові тенденції» (27–28 листопада 2015 р., м. Одеса).

Публікації. За основними положеннями дисертації опубліковано 41 наукову працю загальним обсягом 48,0 д.а., з них: 1 одноосібна монографія, 1 підручник, 18 статей – у наукових фахових виданнях України, 4 статті – у наукових фахових виданнях України, що входять до міжнародних наукометричних баз, 1 стаття – у періодичних іноземних виданнях, 16 праць – в інших наукових виданнях.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В ІНФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ

1.1. Корпорація як економічний феномен сучасної економіки

Дефініція «корпорація» набула широкого наукового вжитку відносно недавно, проте швидкість, з якою корпорації здобули лідерство у сучасній економіці, обумовила і суттєві зміни в теоретичних концепціях економічної науки. В той же час, слід визнати, що поняття «корпорація», «корпоративний сектор» стали настільки поширеними в повсякденному житті громадян, що доволі часто вони використовуються для характеристики суб'єктів господарювання, які мають лише окремі ознаки корпорацій.

Описані процеси «корпоратизації» не оминули і фінансову науку, тому досліджуючи корпоративні фінанси на сучасному етапі доцільно аналізувати праці і тих учених, у яких немає прямих посилань на корпорації та їх фінансову діяльність. Не можна виключати з аналізу і роботи, що стосуються фінансового (у тому числі корпоративного) права. Як підсумок, можна стверджувати, що незважаючи на розмаїття наукових шкіл та напрямів, які досліджують корпорацію та її фінанси, до цього часу складно виокремити єдині підходи до зазначених питань, а існуючі теоретичні положення часто містять антагоністичні позиції.

Загалом головні протиріччя в дослідженні корпорацій як економічного феномену сучасної економіки стосуються наступних питань:

- ✓ передумови виникнення та поширення корпорацій на глобальному рівні та окремих національних економіках;

- ✓ економічна та правова природа корпорації, їх таксономічні особливості;
- ✓ переваги та недоліки корпорації порівняно з іншими організаційно-правовими формами підприємництва;
- ✓ особливості організації фінансового господарства корпорацій та їх місце у фінансовій інфраструктурі.

В контексті виділених вище проблем зауважимо, що розвиток науки про корпоративні фінанси прямо пов'язаний з розвитком самої корпорації як особливого суб'єкта підприємництва, оскільки принципи організації корпоративних фінансів є специфічними порівняно з принципами фінансової діяльності суб'єктів бізнесу інших організаційно-правових форм.

Зазначимо, що сучасне підприємництво на ринкових засадах передбачає функціонування поряд із корпораціями також товариств та індивідуальних приватних підприємств (у такому поділі виділені загальні підходи до форм організації бізнесу, а не юридичні конструкції, визначені в законодавстві — практично неможливо використовувати виключно юридичні підходи зважаючи на їх суттєві відмінності в законодавстві різних країн). Кожній із виділених форм підприємництва — корпорації, товариству та індивідуальному підприємству — властиві певні переваги й недоліки, які проявляються окрім всього і в принципах організації фінансової діяльності. Проте, як буде показано нижче, тільки корпорація володіє сукупністю ознак, що дали їй змогу стати лідером сучасної економіки за більшістю позицій.

В першу чергу охарактеризуємо відмінні від корпорації форми організації підприємництва — такий підхід дозволить виокремити специфічні якісні ознаки корпорацій.

Товариства (партнерства) — це добровільні об'єднання, які можуть бути з обмеженою і необмеженою відповідальністю та складаються з двох або більше фізичних чи юридичних осіб. Основні ознаки товариства такі:

- є добровільним об'єднанням на підставі договору;

- володіє правосуб'єктністю;
- тип товариства визначає відповідальність членів щодо його зобов'язань;
- функціонування товариства обмежене в часі.

Основними відмінностями товариства від корпорації є: по-перше, можливість застосування необмеженої відповідальності власників; по-друге, створення товариства відбувається на визначений термін. Саме тому товариства, хоча і є як корпорації об'єднанням капіталів, через зазначені вище характеристики не здатні конкурувати з ними за рівнем економічного (фінансового) потенціалу.

В свою чергу, індивідуальне приватне підприємство належить одній особі. Основні ознаки, що характеризують таку організаційно-правову форму наступні:

- ✓ тільки власник володіє правосуб'єктністю та одноосібно розпоряджається отриманим прибутком;
- ✓ повна відповідальність власника;
- ✓ функціонування індивідуальної фірми обмежене в часі терміном життя власника.

Порівнюючи корпорації з іншими організаційно-правовими формами підприємництва слід зважати на те, що хоча вони протягом останніх десятиліть були в центрі уваги провідних науковців, єдності щодо визначення змістових характеристик, принципів і, що особливо важливо, результатів діяльності корпорацій досі не досягнуто. Цю проблему з нашого погляду потрібно розглядати в двох ракурсах:

- ✓ по-перше, в контексті аналізу усталених підходів у науковій фаховій літературі;
- ✓ по-друге, з позиції фінансового права (щодо визначення корпорацій та її ознак, зафіксованих на рівні законодавства окремих країн).

Так в «Економічній енциклопедії» наведено таке визначення: «Корпорація — колективна форма капіталістичних підприємств, яка існує у формі акціонерних товариств відкритого і закритого типу» [97, с. 85-86]. Незважаючи на те, що автори наведеного визначення акцентують увагу на одній із найважливіших ознак корпорацій — колективному характері, який передбачає насамперед об'єднання капіталів, на наш погляд, некоректним є твердження, що корпорація існує виключно у формі акціонерних товариств. Цілковито ототожнювати ці поняття можна з певними застереженнями.

В свою чергу, в «Енциклопедичному словнику» наведено два підходи до визначення сутності корпорації, згідно з якими корпорація характеризується:

- як акціонерна форма власності, що передбачає колективне володіння власністю (капіталом), концентрацію функцій управління підприємством у професійних управлінців (менеджерів);
- як спільнота, союз, група осіб, об'єднаних професійними та іншими інтересами для досягнення певних цілей, які не суперечать законодавству [122].

Як бачимо, автори вважають за необхідне виділити й іншу сторону корпорацій — їх функціонування як певного об'єднання, спільноти осіб, які можуть і не ставити за мету ведення господарської діяльності (т. з. — неприбуткові корпорації).

Така позиція підтримується й іншими авторами, зокрема О. Румянцевою, на думку якої, корпорація є об'єднанням, спільнотою осіб, які поєднані спільністю професійних або інших інтересів [211, с. 222].

В іншому науковому виданні наводиться таке визначення: «Корпорація — колективна організація, що займається господарською діяльністю, є позивачем і відповідачем у суді, платить податки як самостійний суб'єкт права, який відрізняється від осіб, котрі управляють корпорацією або працюють в ній [221, с. 274].

Отже, автори цього визначення передусім акцентують увагу на правосуб'єктності корпорації, її відокремленні від акціонерів, менеджерів та працівників.

Звернемо увагу також на те, що протягом тривалого часу в українській фінансовій науці навіть на рівні дефініцій домінувало поняття «підприємство» та відповідно «фінанси підприємств». На нашу думку, такий підхід не тільки не відповідає вимогам часу, а й стратегічно помилковий. Саме корпорація займає чільне місце в підприємницькому секторі, і тільки вона уособлює у своїй діяльності всі переважаючі атрибути сучасного підприємництва.

Разом з тим слід визнати, що в законодавствах окремих країн термін «корпорація» вживається поряд з іншими поняттями, що відображають правові підходи до визначення фірми.

Зокрема, Закон про компанії 2006 р. у Великій Британії (англ. - Company Act 2006) визначає можливість функціонування таких типів компаній (зауважимо, що в законодавстві Великої Британії вживається саме термін «компанія», а не «корпорація»):

- приватна компанія з відповідальністю, що обмежена акціями (англ. – private company limited by shares). Її статутний капітал поділений на акції, а акціонери несуть відповідальність у межах неоплаченої частини акцій, якими вони володіють;
- приватна компанія з відповідальністю, що обмежена розміром гарантії (англ. – private company limited by guarantee), тобто відповідальність акціонерів обмежена сумою, яку вони згодні внести в активи компанії в разі її ліквідації;
- приватна компанія з необмеженою відповідальністю (англ. – private unlimited company);
- компанія відкритого типу з обмеженою відповідальністю (англ. – public limited company). Статутний капітал такої компанії поділяється на акції, які можуть бути у відкритому продажу, а відповідальність акціонерів обмежена сумою, що не виплачена за акціями, якими вони володіють (англ. – limited by

shares), або сумою, яку вони згодні внести в активи компанії в разі її ліквідації (англ. – limited by guarantee);

- компанія суспільного інтересу (англ. – community interest company). Це компанії з відповідальністю, обмеженою акціями, а також компанії з відповідальністю, обмеженою розміром гарантії. Вони можуть мати акціонерний капітал або не мати його.

У США відсутній єдиний федеральний закон про корпорації, оскільки це питання віднесено до компетенції штатів, які вводили в дію свої власні закони про реєстрацію і регулювання діяльності корпорацій. Аналізуючи підходи до тлумачення поняття «корпорація» в США, варто більшою мірою орієнтуватися на певні правові їх трактування, ніж на суто економічні та фінансові.

Наприклад, ряд провідних юристів США виділяє наступні ознаки корпорації [331]:

- 1) корпорація є юридичною особою, створеною відповідно до закону;
- 2) існує право купувати, користуватися і розпоряджатися власністю від імені корпорації;
- 3) існує можливість бути позивачем і відповідачем у суді від імені корпорації;
- 4) централізоване керівництво всіма справами корпорації, яке перебуває в руках ради директорів і управляючих, тоді як власники акцій можуть не мати прямого контролю над діями членів ради директорів;
- 5) постійний характер існування корпорації;
- 6) наявність акцій, що можуть передаватися іншим особам;
- 7) обмеження відповідальності корпорації розміром наявного в неї майна та неможливість звернення кредиторами додаткового стягнення на власність акціонерів.

У Сполучених Штатах Америки можуть функціонувати такі види корпорацій [308]:

а) business corporations (англ.) – підприємницькі корпорації, тобто корпорації, що мають на меті отримання прибутку, який може розподілятися між акціонерами у формі дивідендів;

б) public (governmental) corporations (англ.) – публічні (урядові) корпорації, засновані урядом для реалізації суспільних цілей;

в) non-profit corporations (англ.) – корпорації, які не мають на меті отримання прибутку, зазвичай ставлять перед собою релігійні, благодійні, соціальні чи навчальні цілі;

г) close (closed, closely held) corporations (англ.) – закриті корпорації, підприємницькі корпорації, у яких акції зазвичай не розповсюджуються публічно і належать одній особі, родині або невеликій групі людей;

д) professional corporations (англ.) – професійні корпорації, створені для здійснення певної професійної діяльності.

Наведені вище визначення в свою чергу доводять, що складність та багатогранність сучасних корпорацій обумовлюють існування в економічній науці двох альтернативних концепцій, які пояснюють еволюцію цієї організаційно-правової форми підприємництва. Перша акцентує увагу на виключній важливості застосування поняття «корпорація» («акціонерна компанія», «акціонерне товариство» і т. п.), тобто аналізується розвиток тільки таких підприємницьких об'єднань. Представники другого напрямку вважають, що термін «корпорація» став настільки загальновживаним, що часто використовується до компаній, які не повною мірою є такими за сукупністю правових ознак. Це пов'язано з процесами глобалізації, уніфікації моделей корпоративного управління, зокрема, і поширенням англосаксонської моделі корпоративного управління.

Так згідно з методологією UNCTAD терміни «корпорація», «фірма» або «компанія» здебільшого використовуються як рівнозначні, а термін «підприємство» (англ. – enterprise) охоплює мережу корпорацій та інших

одиниць господарювання, розташованих у різних країнах світу, поєднаних між собою єдиною управлінською структурою [389, с. 4-5].

В свою чергу, термін «мультинаціональна» означає, що діяльність корпорації поширюється більше ніж на одну країну. При цьому існують певні критерії, які дають можливість кваліфікувати корпорацію як мультинаціональну. По-перше, така корпорація має, як правило, дочірні або пов'язані підприємства, у яких кількість акцій, що дають право голосу, повинна становити не менше 10 %, материнська компанія мусить мати не менше 25 % акцій, які дають право голосу. Це може бути також асоційоване підприємство. Крім того, дочірніх компаній корпорації за кордоном має бути не менше шести, а їх обсяг продажу або активів — не менше 25 % загального обсягу по корпорації.

Аналізуючи питання розвитку наукових поглядів стосовно корпорації, насамперед звернемо увагу на полеміку щодо виникнення корпоративних структур та їх наступної трансформації. Підкреслимо, що об'єктивно така наукова дискусія в значній мірі пов'язана і з питаннями, що стосуються появи та поширення корпоративних цінних паперів, насамперед акцій. Саме аналіз генезису корпорацій дає змогу визначити головні особливості цієї організаційно-правової форми бізнесу, які відрізняють її від інших.

У багатьох наукових джерелах виникнення корпорацій і, відповідно, корпоративних фінансів та корпоративного права пов'язують з діяльністю Британської Ост-Індської та Голландської Ост-Індської компаній (1600 р. та 1602 р.). З іншого боку Г. Полковніков, наприклад, стверджує, що на теренах Великої Британії перша компанія виникла в 1496 р., коли король Генріх VII дозволив мореплавцю Каботу створити компанію для торгівлі з Індією й іншими країнами Сходу. Проте на наш погляд в зазначених випадках можна радше говорити про виникнення компаній з обмеженою відповідальністю, які поступово трансформувалися в корпорації.

Концепція щодо прообразу корпорацій у вигляді обох Ост-Індських компаній аргументують свою позицію так:

- відбувався поділ капіталу на певну кількість часток рівної номінальної вартості, які називалися акціями;
- учасники компанії іменувалися «акціоністами»;
- установлювався мінімальний розмір частки аукціоніста, що була своєрідним номіналом однієї акції як цінного папера;
- діяв принцип вільного відчуження акцій;
- існувала обов'язковість для учасників виключно майнової участі.

Треба визнати, що саме колонізація територій, що відбулася до XVII ст., реалізувалася через надто дорогі та тривалі (як для того часу) проекти, яким були притаманні значні ризики. Відповідно виникала потреба використання своєрідної правової конструкції, що оформлювала такі проекти та відображала б:

- ✓ по-перше, необхідність об'єднання капіталів кількох осіб, оскільки навіть надто багата людина не могла собі дозволити повністю фінансувати заморську подорож;
- ✓ по-друге, доцільність обмеження відповідальності учасників проекту вже здійсненим внеском;
- ✓ по-третє, управління такими проектами (тобто безпосередньо подорож) здійснювалося, як правило, третіми особами, а не їх безпосередніми вкладниками.

Утім слід зазначити, що серед науковців зустрічаються й інші погляди на питання виникнення корпорацій. В окремих працях витоки корпоративного права відносять до періоду Римської імперії. Так, російський дослідник І. Покровський стверджує, що в Стародавньому Римі функціонувала організація, яка мала корпоративну побудову і була повністю відокремлена від осіб, що входили до її складу. Вона протиставлялася договірним товариствам (*societies*), за якими не визнавалися права юридичної особи [184].

Такий поділ дав можливість окремим авторам стверджувати, що протягом тривалого часу термін «корпорація» розглядався як синонім терміна «юридична особа». Цей підхід пояснюється тим, що протягом тривалого часу в цивільному праві не було відомим поняття «установа».

Якісними ознаками юридичної особи в римському праві вважалися:

- 1) майнова відокремленість;
- 2) самостійна відповідальність за своїми зобов'язаннями;
- 3) можливість вступати у правовідносини зі своїми учасниками;
- 4) можливість виступати в ролі позивача та відповідача в суді.

На думку Т. Кашаніної, корпорації, можливо, зародилися в Греції і тільки потім почали з'являтися в Римі [127]. У Греції доволі розвиненим було морське сполучення, тому греки у своїй колонізаторській політиці, очевидно, вже зверталися до цієї форми колективного співробітництва. Проте однозначних доказів на користь такої позиції не існує.

Своєрідною є позиція професора Єльського університету В. Канна стосовно того, що задовго до проникнення в Стародавню Індію античних ідей у цій країні виникають реальні юридичні особи, яких називали срені, а їх власники були відокремлені від самого товариства. Окремі срені в Індії були доволі численними (до 1000 членів), усі вони управлялися двома-трьома виборними головами, влада яких була обмежена прообразом сучасних загальних зборів — асамблеєю.

Як цілком правильно зазначають українські науковці О. Вінник та В. Щербина, для Середньовіччя характерним є функціонування багатьох організацій, які послужили підґрунтям для виникнення в подальшому корпорацій (акціонерних товариств). До них насамперед слід віднести: гільдії купців; пайові товариства; морські товариства; генуезькі маони; генуезькі банки [66]. Проте не всім їм була властива більшість ознак, характерних для сучасних корпорацій, насамперед це стосується однієї із основоположних рис для корпоративних фінансів — вільного обігу акцій (часток).

Загалом еволюцію організаційних типів об'єднань у світовій економіці починаючи зі Стародавньої Греції до наших часів окремі вітчизняні науковці подають так (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Еволюція та основні характеристики організаційних форм об'єднань

Форма об'єднань	Період	Юридичний статус	Обмежена відповідальність	Централізоване управління
Прості й повні товариства (неюридичні особи)	VIII–VI до н. е. – Стародавня Греція	немає	немає	немає
Командитні товариства (неюридичні особи)	976 р. – Венеція	немає	частково	частково
Повні товариства (юридичні особи)	Новий час — Західна Європа	є	немає	є
Командитні товариства (юридичні особи)	Новий час — Західна Європа	є	частково	частково
Товариства з обмеженою відповідальністю	1892 р. — Німеччина	є	є	є
Акціонерні товариства (корпорації)	XVII ст. — Західна Європа	є	є	є

Джерело: систематизовано за [166].

Зауважимо, що така періодизація підтримується не всіма вченими. У контексті аналізу розвитку науки щодо корпорацій та їх фінансів звернемо

увагу на позицію О. Кібенко, яка виділяє такі етапи розвитку корпоративного права [128]:

1-й етап: поява перших колективних форм господарської діяльності, формування перших корпоративних норм.

2-й етап: зародження корпорацій та корпоративного права (XV ст. – перша половина XIX ст.).

3-й етап: масова поява корпорацій, формування корпоративного права як галузі права та законодавства (друга половина XIX ст. – початок XX ст.).

4-й етап: корпорація — домінуюча форма здійснення підприємницької діяльності. Повна ревізія корпоративного права, виокремлення його підгалузі — акціонерного права.

Загалом не заперечуючи наявності в окремих функціонуючих організацій на той час ознак корпорацій, зазначимо:

- ✓ вони не володіли одночасно всіма характеристиками сучасної корпорації, хоча і мали окремі з них;
- ✓ рівень організації їх фінансів у цілому був іманентний рівню організації фінансових відносин тогочасного суспільства;
- ✓ тільки з розвитком ринкових відносин, появою необхідної фінансової інфраструктури (наприклад, фондових бірж) корпорації змогли реалізувати свої найпривабливіші риси порівняно з іншими організаційно-правовими формами підприємництва.

Найчастіше науковці розглядають корпорацію з кількох точок зору [92, с. 120; 290, с. 178-179]:

- як певну організовану групу суб'єктів, котрі діють у рамках спільних інтересів;
- як організацію, що здійснює фінансово-економічну діяльність, яка контролюється групою суб'єктів — співвласників капіталу відповідно до їхніх майнових часток (паїв, пакетів акцій);

- як провідний інститут з ідентифікації, реалізації здібностей і талантів людини та перетворення їх у вартість;
- як множину певних контрактів, причому будь-яка фірма є корпорацією.

Першочерговим у дослідженні сутності корпорацій є виокремлення їх головних якісних характеристик як економічного агента, які, з нашої точки зору, є наступними:

- відособленість від своїх власників (правосуб'єктність), тобто корпорація є самостійною юридичною особою, її активи належать їй самій. У свою чергу, власники корпорації володіють простими і привілейованими акціями. Правосуб'єктність корпорації обумовлює і виникнення певного конфлікту інтересів між нею як юридичною особою й акціонерами та/або засновниками, а також визначає важливу роль контрактів у її функціонуванні;
- обмежена відповідальність акціонерів за зобов'язаннями корпорації. Майнова відповідальність акціонера обмежена розміром його внеску до власного капіталу, тому максимально можливі втрати – ціна, що була ним сплачена при придбанні акцій у самої корпорації (під час первинного розміщення) або на вторинному ринку;
- відокремлення власності від управління. Власники корпорації часто не є її менеджерами, більше того, практика корпоративного управління змусила ввести в законодавство норму про необхідність відповідності критеріям незалежності окремих менеджерів;
- здатність об'єднувати не тільки капітали, але й можливості та здібності, що визначає функціонування неприбуткових корпорацій;
- можливість передання або продажу іншим особам акцій, які належать акціонерам, що забезпечується такими якісними характеристиками пайових цінних паперів, як ринковість та ліквідність. Окрім того, як і будь-які інші цінні папери, акції мають дуальну природу — економічну та правову.

Наведені вище характеристики корпорації великою мірою визначають її здатність формувати значні капітали та вирішувати глобальні господарські й соціальні завдання. Це і є головною, визначальною рисою сучасних корпорацій, а питання масштабності їхньої діяльності, переваг і недоліків корпоративної форми організації бізнесу та її фінансів належать до найактуальніших у сучасній економічній та фінансовій науці.

Принципи, що характеризують корпоративні фінанси, їх переваги порівняно з іншими організаційно-правовими формами підприємництва і визначають домінування корпоративного сектору в сучасній економіці. На наш погляд, їх можна подати так (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Переваги корпоративної форми організації бізнесу

Джерело: розроблено автором.

Серед переваг сучасного корпоративного сектору можна назвати і високий рівень упровадження технологій у виробництво, пов'язані з цим інновації, у тому числі й фінансові. Проте технологічні переваги сучасних корпорацій не можна оцінювати однозначно позитивно, оскільки вони

супроводжуються нерівномірним розвитком технологій у масштабах глобальної економіки. Так, за даними OECD, спостерігається явна тенденція до домінування у цій площині корпорацій зі США, Японії та ЄС, тоді як корпорації інших країн їм значно поступаються (наприклад, сукупна частка патентів, що припадає на інші країни, не перевищує 20 % від їх загальної кількості) [379].

Цей процес, на наш погляд, можна також розглядати і в контексті впливу інформатизації на діяльність суб'єктів господарювання. Адже, враховуючи той факт, що більшість технологічних інновацій стосуються насамперед накопичення, обробки та розповсюдження інформації, можна зробити висновок, що саме корпоративна форма підприємництва здатна найбільш адекватно реагувати на технологічні зміни та впроваджувати інформаційні технології у свою економічну діяльність.

Проте, слід визнати, що поряд із наведеними перевагами корпорації мають і певні недоліки. Найімовірніше до них можна віднести:

- складність та тривалість утворення, що визначається високим рівнем законодавчої регламентації цього процесу;
- складність управління та значні витрати, пов'язані з прийняттям та реалізацією управлінських рішень;
- можливість ігнорування інтересів міноритарних акціонерів;
- подвійне оподаткування (на рівні доходів товариства як юридичної особи та на рівні акціонерів, які отримали дивіденди та/або курсовий дохід від володіння акціями).

Загалом аналіз якісних характеристик корпорації свідчить про те, що більшість із них є дуальними за своєю суттю. Наприклад, високий рівень державного контролю за діяльністю корпорацій, з одного боку, значно ускладнює процес прийняття фінансових рішень на рівні конкретної корпорації та збільшує пов'язані з цим витрати, з другого – дає можливість об'єднувати невеликі заощадження, власники яких не можуть забезпечити самостійно

достатнього контролю у процесі здійснення своїх інвестицій у корпоративні цінні папери.

Проте показники діяльності 100 найбільших нефінансових корпорацій світу свідчать, що їх розвиток проявляється не тільки в основних фінансових показниках, а й у показниках зайнятості. Соціалізація економічних відносин, їх ускладнення, підвищення ролі корпорацій в економічних процесах на метарівні викликали об'єктивне зростання ролі соціальної складової в діяльності корпорацій (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Показники інтернаціоналізації 100 найбільших нефінансових ТНК світу

Показник	100 найбільших ТНК	
	2009 рік	2014 рік
Активи, млрд дол.		
Закордонні	7 147	8 266
Закордонні, % від загальної кількості	62	60
Продаж, млрд дол.		
Закордонні	4 602	6 132
Закордонні, % від загальної кількості	66	66
Зайнятість, тис. осіб		
За кордоном	8 568	9 599
За кордоном, % від загальної кількості	57	57

Джерело: складено автором за [459].

Зазначені позитивні характеристики корпорацій дають можливість забезпечити домінування корпорації насамперед з погляду здатності

акумулювати значні капітали та розв'язувати масштабні завдання у сфері виробництва товарів або надання послуг.

Корпоративний капітал є основою економічної могутності країн із розвиненою ринковою економікою. Більше того, за своїм економічним потенціалом, вираженим, наприклад, через обсяг активів, найбільші світові ТНК випереджають багато держав.

В підсумку, слід визнати, що основними передумовами розвитку корпорацій стали:

- розвиток науково-технічного прогресу та впровадження нових технологій, які можуть повною мірою застосовуватися тільки тими корпораціями, які здатні використати власні переваги у формуванні капіталу та його інвестуванні;
- виникнення великого виробництва на основі науково-технічних досягнень;
- розвиток правової бази, яка забезпечувала захист майнових інтересів акціонерів та їх немайнових прав;
- розвиток фондового ринку, насамперед ринку акцій та боргових цінних паперів;
- розвиток вільної конкуренції.

Підсумовуючи, можна зазначити, що розвиток корпорацій та корпоративних фінансів на певному етапі став по суті проявом пошуку альтернатив для ведення бізнесу: його орієнтації на розв'язання глобальних завдань та одночасно на постійне зростання, у тому числі через збільшення акціонерного капіталу.

На наш погляд, саме здатність до акумуляції капіталу та його прирощення в процесі функціонування є домінуючою рисою сучасних корпорацій. Розвиток технологій, постійне ускладнення навіть простих, на перший погляд, виробничих процесів потребували і потребують адекватних змін в організаційному та правовому оформленні підприємництва. І тільки

корпорація, незважаючи на окремі недоліки, притаманні її діяльності, здатна задовольнити такі потреби.

Корпорації та корпоративні фінанси стали найбільш значимим феноменом сучасного фінансового господарства як на рівні окремих національних економік, так і в межах глобального економічного розвитку. Це обумовлює необхідність перегляду та актуалізації найбільш поширених концепцій і парадигм, які існують у фінансовій науці, у тому числі і з позиції категорій корпоративних фінансів.

1.2. Дохід – вихідна категорія корпоративних фінансів

Понятійний апарат фінансової науки, у т. ч. – у сфері корпоративних фінансів, охоплює фінансові категорії, які в абстрактно-теоретичній формі характеризують різні сторони реального призначення фінансів. Виходячи з цього, можна припустити, що система категорій є динамічною, вона розвивається від вихідних, найпростіших форм до складніших. Саме у первісних категоріях найбільш повно відображаються якісні характеристики корпоративних фінансів.

Загальновідомо, що будь-яка фінансова категорія як теоретична абстракція характеризується наступними специфічними ознаками:

- сутністю і формою прояву;
- специфічними функціями;
- місцем у існуючій системі категорій;
- роллю, формами та методами використання.

При цьому, як слушно зазначає російський дослідник В. Бочаров, не можна сплутувати функцію економічної категорії як форму прояву її

суспільного призначення з роллю категорії як результату її практичного використання у відтворенні [57, с. 11]. Тобто і для фінансових категорій слід розрізняти функції та роль, які, ще раз підкреслимо невпинно трансформуються під впливом різних факторів.

У цьому зв'язку заслуговує на увагу думка українського науковця В. Тарасевича, який зазначає: «Економічні категорії («товар», «вартість», «прибуток») мають історичний характер. Вони теоретично відображають окремий аспект системи економічних відносин та їх зв'язок із відповідним аспектом системи продуктивних сил. Розвиток і модифікація економічних відносин відображається в русі, плинності економічних категорій» [98, с. 37].

Отже, зазначений автор визнає, що вже сформована система економічних категорій є динамічною, вона може і повинна змінюватися під впливом реальної економічної дійсності та трансформацій у суспільному житті. На наш погляд, така позиція виглядає цілком слушною та може бути екстрапольована на категорії корпоративних фінансів у повній мірі.

Питання категорій корпоративних фінансів розкрито, на наш погляд, у фаховій літературі недостатньо глибоко. Привертає увагу і той факт, що такі дослідження поширені насамперед у пострадянській фінансовій науці, тоді як західна фінансова думка не надає категорійному апаратові великого значення, зосереджуючись головним чином на дослідженні практичних аспектів функціонування корпоративних структур, і тільки останнім часом з'явилися окремі праці в цьому напрямі.

Російський дослідник В. Карелін розглядає дві пов'язані категорії — «фінанси підприємств» і «фінанси корпорацій» [126, с. 16]. На його думку, фінанси підприємств виражають систему грошових відносин, що виникають у процесі формування, розподілу та використання усіх фінансових ресурсів (включаючи капітал підприємства). В свою чергу, фінанси корпорацій відображають особливий характер грошових відносин, що виникають у процесі

формування, розподілу та використання фінансових ресурсів господарських товариств та об'єднань підприємств [126].

На наш погляд, такий підхід є більш обґрунтованим порівняно з тими поглядами науковців, які розглядають виключно фінанси підприємств, проте автор не достатньо чітко обґрунтував свою позицію щодо різниці між фінансами підприємства та корпоративними фінансами.

В той же час, як вже зазначалося, у вітчизняній фінансовій науці до цього часу панівним залишається підхід, в основі якого лежить аналіз категорії «фінанси підприємств». Така ситуація має цілком об'єктивні історичні пояснення – з цілого ряду причин вітчизняні науковці так і не змогли відійти від догматів радянської фінансової науки.

Так, Г. Азаренкова зазначає, що у процесі відтворення фінанси підприємств як економічна категорія проявляються і виражають свою сутність через наступні функції [2]:

1) формування фінансових ресурсів у процесі виробничо-господарської діяльності;

2) розподіл та використання фінансових ресурсів для забезпечення поточної виробничої та інвестиційної діяльності, для виконання своїх зобов'язань перед фінансово-банківською системою та для соціально-економічного розвитку підприємств;

3) контроль за формуванням та використанням, фінансових ресурсів у процесі відтворення.

Надалі цей науковець зазначає, що формування фінансових ресурсів на підприємстві відбувається під час формування статутного фонду, у процесі розподілу грошових надходжень до основних та оборотних коштів, а також під час використання доходів на формування резервного фонду, фонду споживання і фонду нагромадження. У зв'язку з цим поняття «формування» та «розподіл» доцільно розглядати як єдиний процес у суспільному виробництві [2].

Інші науковці акцентують на тому, що функції фінансів підприємств – це певні взаємопов'язані групи, що об'єднують фінансові трансакції, які виконуються підприємствами. Надалі зазначено, що в більшості літературних джерел функції фінансів підприємств поділяють на чотири: формування, розподіл, використання, контролю [167].

Зокрема, О. Данілов та Т. Паєнтко виокремлюють такі функції фінансів підприємств [86б]:

- акумулююча – мобілізація та накопичення фінансових ресурсів у процесі виробничо-фінансової діяльності;
- розподільча – розподіл та використання фінансових ресурсів для забезпечення виробничої, інвестиційної діяльності та соціально-економічного розвитку підприємства;
- контрольна – проявляється у здійсненні постійного моніторингу за формуванням та використанням фінансових ресурсів у процесі відтворення.

В свою чергу С. В. Ковальчук та І. В. Форкун наводять такі функції [130, с. 23-25]:

- ✓ формування грошових надходжень та фондів (проявляється при формуванні статутного капіталу, залученні коштів із зовнішніх джерел, акумуляції коштів зі складу виручки від реалізації, формуванні нерозподіленого прибутку, залученні спеціальних цільових коштів);
- ✓ розподілу та використання грошових фондів (проявляється при забезпеченні податкових та неподаткових платежів до бюджету та інших централізованих фондів, використання грошових коштів з метою виробничого та соціального розвитку, вкладення вільних грошових коштів в найбільш прибуткові операції);
- ✓ регулювання та контролю грошових потоків і фондів (проявляється при виборі найбільш раціональних способів формування статутного капіталу і залучення додаткових коштів в оборот підприємства;

✓ формування організаційної структури управління фінансами, яка забезпечить оптимізацію грошових потоків, визначення умов господарських договорів, що пов'язані із способами та строками розрахунків, виплатою штрафних санкцій, впровадженні системи фінансового планування для відображення руху грошових потоків; при здійсненні обліку та контролю грошових потоків і фондів.

Зокрема, група російських науковців під керівництвом Н. Колчіна стверджує, що фінанси підприємств (а відповідно і корпоративні фінанси) виконують дві функції — розподільну та контрольну [258, с. 8]. При цьому розподільна функція проявляється у формуванні початкового капіталу, розподілі валового внутрішнього продукту, визначенні основних вартісних пропорцій у процесі розподілу доходів та фінансових ресурсів тощо. Зауважимо, що в наведеному положенні автори чітко не розділяють процесів формування та подальшого розподілу капіталу на рівні окремого підприємства.

Український учений А. Поддєрьогін стверджує, що фінанси підприємств виражають свою сутність, свою внутрішню властивість через такі функції:

- відтворювальну;
- формування, розподіл та використання фінансових ресурсів;
- контрольну [263, с. 11].

Підтримує цей підхід і російський науковець Л. Павлова. На її думку, відтворювальна функція фінансів підприємств полягає в забезпеченні збалансованості вартісного вираження матеріальних і трудових засобів і фінансових ресурсів на всіх стадіях кругообігу капіталу в процесі простого та розширеного відтворення [175, с. 18-19].

Як бачимо, названі автори також розглядають процес формування капіталу та його розподілу як єдине ціле. Водночас вони намагаються розкрити призначення фінансів підприємств та їх роль у розвитку підприємства через виділення відтворювальної функції.

В економічній літературі зустрічаються й інші погляди на функції фінансів підприємств, які суттєво відрізняються від загальноживаних підходів.

Так, С. Гриб вважає, що до них слід віднести: забезпечувальну (ресурсотворювальну) функцію; розподільну та контрольну функції. При цьому забезпечувальна (ресурсотворювальна) функція полягає в систематичному формуванні в необхідному обсязі грошових коштів з альтернативних джерел для забезпечення поточної господарської діяльності підприємств і реалізації стратегічних цілей їх розвитку [76, с. 8-9]. Тобто автор чітко розрізняє процес формування капіталу (ресурсів) та процес його розподілу (інвестування) для підприємства.

На думку В. Данілова, фінанси підприємств виконують акумулювальну, розподільну та контрольну функції [86, с. 6]. При цьому акумулювальна функція полягає в мобілізації та накопиченні фінансових ресурсів у процесі виробничо-фінансової діяльності.

Майже аналогічно розглядає дану проблему російський дослідник С. Берлін, однак поряд з розподільною та контрольною він виділяє ще таку функцію, як забезпечення підприємства грошовими засобами [52, с. 206]. Незважаючи на різницю в назвах функцій, можна вважати підходи цих науковців подібними, оскільки обидва відділяють формування капіталу від його інвестування.

Як уже зазначалося, чимало науковців вважають, що фінанси підприємств виконують тільки дві функції: розподільну та контрольну [220, с. 17-18]. При цьому розподільна функція проявляється в тому, що за допомогою фінансів реалізується послідовність розподілу національного доходу, адже перш ніж почнеться індивідуальне споживання, створюються резервний фонд, фонди розвитку виробництва, покриваються витрати.

Повторимо, що на наш погляд, наявність різних підходів до питання функцій корпоративних фінансів пояснюється існуванням певних стереотипів, що були сформовані ще за часів радянської науки. Вони пов'язані насамперед із

тим, що, як зазначалося вище, більшість авторів орієнтувалася (а окремі орієнтуються й досі) на використання дефініції «фінанси підприємств». Водночас досвід функціонування різних організаційно-правових форм підприємництва доводить, що саме корпорації є найрозвиненішою формою підприємництва.

Звернемо увагу в цьому контексті на позицію В. Чепіноги: «Категорії істинні доти, доки існують економічні явища, які відображаються в категорії. При відмиранні таких явищ зникає і потреба в економічних категоріях, оскільки вони будуть неправильними» [274, с. 19].

Тобто, екстраполюючи цей висновок на рівень корпоративних фінансів, слід визнати, що поява та стрімкий розвиток корпорацій обумовлюють і відповідні зміни в категорійному апараті фінансової науки. Стверджувати про подібність категорій, які охоплюють фінанси підприємств та корпоративні фінанси, не зовсім правильно, адже вони досить відображають їх різне суспільне призначення. Такий висновок можна проілюструвати за допомогою даних, які характеризують економічну роль корпорацій у сучасному глобальному середовищі.

Так, у рейтингу, який кожного року публікується виданням «Форбс», представлені найбільші корпорації світу, згруповані на основі узагальненого індексу, який побудований з урахуванням основних показників діяльності ТНК: обсяг продажу, прибуток, активи та їх ринкова вартість. Звернемо увагу на те, що при складанні цього рейтингу встановлюються певні обмеження для корпорацій (компанії, які включаються до рейтингу, повинні дотримуватися вимог принаймні одного із зазначених вище обмежень) [327]:

- обсяг продажу не може бути меншим ніж 3,7 млрд. дол. США;
- прибутки — не менші за 239,2 млн. дол. США;
- активи — не менші, ніж 7,34 млрд. дол. США;
- ринкова вартість — 4 млрд. дол. США.

Уже навіть з огляду на вказані обмеження вкрай складно говорити про повну подібність принципів організації фінансового господарства корпорацій та інших організаційно-правових форм підприємництва, зокрема в частині їх впливу на економічне життя сучасного суспільства. Ні індивідуальне володіння, ні партнерство не здатні об'єктивно відігравати ту роль, що притаманна сучасним корпораціям — серед найбільших підприємств світу всі без винятку є корпораціями. Навіть якщо взяти до уваги інші затверджені у законодавстві різних країн правові форми підприємництва, висновок буде виключно на користь корпорації. Така ситуація об'єктивно визначає необхідність першочергового аналізу питання про категорії корпоративних фінансів, адже, як уже зазначалося, лідерство корпорацій значною мірою обумовлене їх перевагами в організації фінансового господарства.

Водночас не можна оминати питання про взаємозв'язок між суспільним призначенням фінансових категорій мікро- та макрорівнів. Як доводить практика найбільш розвинутих країн, світове лідерство їх корпорацій визначається й ефективністю фінансових систем цих країн, сприятливими умовами навколишнього фінансового середовища.

Домінування корпорацій у сучасному економічному середовищі обумовлює необхідність урахування їхніх економічних і правових ознак (виділених п.п. 1.1), явних переваг об'єднання капіталів багатьох осіб за принципами, що суттєво відрізняються від принципів формування капіталу для інших організаційно-правових форм. Відповідно необхідно врахувати наведені аргументи щодо категорій корпоративних фінансів та безперервності руху капіталу в процесі виділення характеристик та функцій корпоративних фінансів.

Зокрема, В. Суторміна зазначає, що корпоративні фінанси – юридично оформлені грошові відносини між корпорацією та іншими агентами ринку з приводу формування капіталу корпорації та його розподілу з метою

поліпшення добробуту акціонерів Такі відносини формуються в характерних для ринкової економіки умовах невизначеності та ризику [234].

В свою чергу, Н. Рязанова підкреслює, що корпоративні фінанси – це система економічних відносин корпорації як з іншими суб'єктами господарювання, так і всередині самої корпорації у ході формування, розподілу та використання її фінансових ресурсів з метою принесення її власнику (власникам) вигоди [215,с. 4]. Тобто різниця в підходах зазначених авторів полягає виключно у сфері відносин корпорації – або виключно з іншими економічними агентами, або і у зовнішньому середовищі, і у внутрішньому. У роботах М. Грідчиної зазначено, що корпоративні фінанси — це система принципів, методів, засобів і форм організації відносин щодо формування, використання та розподілу грошових фондів і доходів АТ [78]. Такий підхід, на наш погляд, досить спрощено підходить до сутнісних характеристик корпоративних фінансів.

В свою чергу, В. Кудряшов вважає, що корпоративні фінанси (фінанси підприємств) – це комплекс фінансових операцій, пов'язаних з формуванням грошових потоків, розподілом і використанням доходів і грошових фондів суб'єктів підприємництва у процесі проведення господарської діяльності [141]. З нашої точки зору, по-перше, повторимося, що не можна ототожнювати корпоративні фінанси та фінанси підприємств; по-друге, абсолютно неприйнятною є позиція щодо аналізу сутності корпоративних фінансів в контексті фінансових операцій.

Відомий вітчизняний науковець О. Терещенко зазначає, що поняття «корпоративні фінанси» (corporate finance) характеризує сферу фінансових відносин у корпоративному секторі, тобто на рівні компаній, що організовані у формі господарських товариств. Управління корпоративними фінансами сконцентроване на оптимізації структури капіталу та дивідендної політики, плануванні й оцінці інвестицій, мінімізації фінансово-інвестиційних ризиків та

ціни залучення капіталу, управлінні вартістю компаній та їх ліквідністю [244, с. 78].

Важливим у такому підході є абсолютно вірний акцент на основних цілях корпоративного фінансового менеджменту, проте не можна погодитися з фактом ототожнення корпорацій, компаній та господарських товариств. Аналіз існуючих у фаховій літературі визначень, виокремлення їх недоліків та переваг дає можливість нам стверджувати, що корпоративні фінанси — це юридично оформлені економічні відносини між корпорацією та іншими агентами ринку, а також відносини всередині корпорації, з приводу формування капіталу корпорації та його розподілу з метою досягнення певних економічних та соціальних цілей. Можна частково погодитися з думкою В. Суторміної, що корпоративні фінанси виконують три функції [234]: 1) функцію формування капіталу; 2) функцію інвестування капіталу; 3) контрольну функцію. Обґрунтованою є позиція В. Федосова та ін. — основними функціями корпоративних фінансів є варісноутворююча та інформаційна [252, с. 40-41].

Формалізовано економічну діяльність корпорації можна подати у наступному вигляді (рис. 1.2).

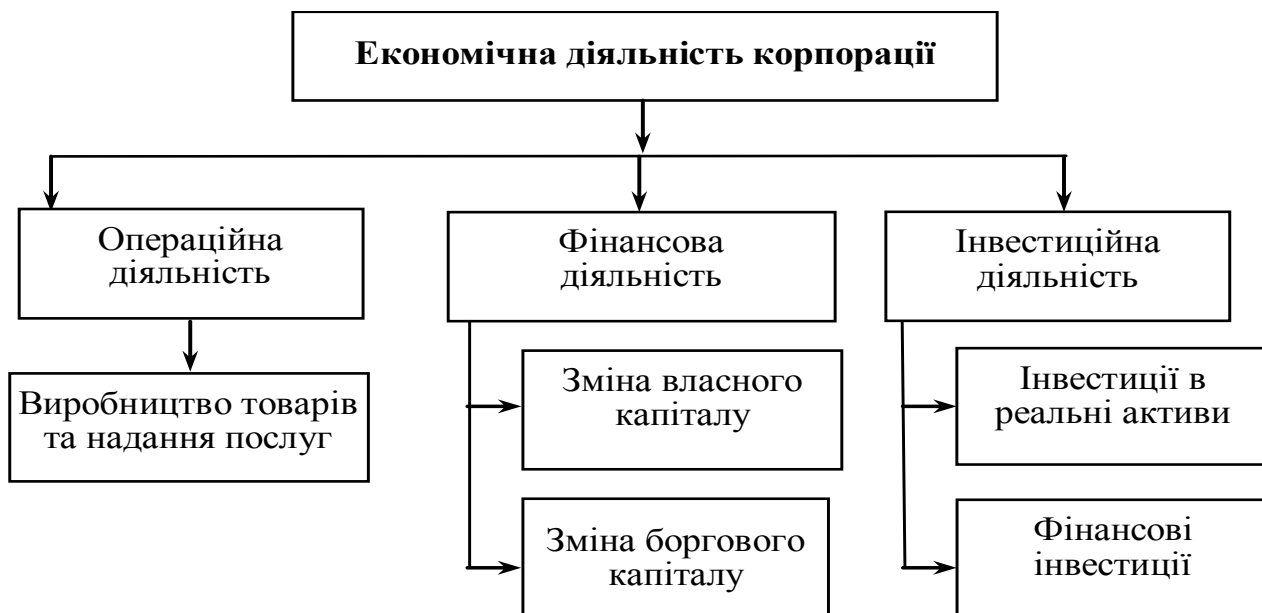


Рис. 1.3. Види економічної діяльності корпорації

Джерело: розроблено автором

Дві з виокремлених вище складових — фінансова діяльність та інвестиційна діяльність — відображають прагматичний зміст функції формування капіталу та функції інвестування капіталу. При цьому варто зауважити, що в такому підході всі функції корпоративних фінансів взаємопов'язані. В основі розвитку корпорації лежить формування капіталу, оскільки саме за рахунок цього реалізації формуються ресурси, необхідні для початку діяльності (якраз цим і можна пояснити існування в законодавстві більшості країн норм, які встановлюють мінімальний розмір статутного капіталу корпорації). Водночас сформований на рівні корпорації капітал має бути ефективно розподілений, адже тільки результативна діяльність відображає головні мотиви об'єднання капіталів і створює передумови для появи та розвитку корпорацій.

Операційна діяльність корпорації тісно пов'язана з формуванням капіталу, вона безпосередньо визначає обсяг внутрішніх ресурсів та опосередковано – обсяг тих ресурсів, які можуть бути залучені із зовнішніх джерел.

Сучасна фінансова наука повинна на основі дослідження корпоративних фінансів детермінувати для них окремі фінансові категорії, а не використовувати ті самі категорії, що застосовуються для фінансів підприємств. Саме з цих позицій виходить український науковець Л. Птащенко, яка пропонує застосовувати таку множину категорій корпоративних фінансів (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Один із підходів до виділення категорій корпоративних фінансів

Джерело: [194, с. 20]

Утім зазначимо, що запропонована Л. Птащенко множина категорій корпоративних фінансів по суті повністю відображає результати дослідження, проведеного раніше одним із фундаторів вітчизняної фінансової науки В. Суторміною.

Зокрема, В. Суторміна вважає, що: «...вихідною категорією є акція — фінансова клітинка акціонерного товариства. Акція з'явилась у процесі створення перших акціонерних товариств, що виникли у сфері міжнародної торгівлі ще в середині XVI ст. З розвитком ринкових відносин акціонерні товариства стають домінуючою формою організації підприємництва і капіталу в усіх основних галузях виробництва. Акціонерне товариство є формою підприємництва, капітал якого спочатку формується за рахунок продажу акцій» [234, с. 12].

Чи варто погодитися з такою позицією? На наш погляд вона потребує суттєвого коригування, насамперед через те, що не дає можливості проаналізувати спонукальні мотиви до виникнення корпорацій та відповідно корпоративних фінансів. Так, випуск та обіг акцій є однією із визначальних рис корпоративної форми організації бізнесу (див. п.п. 1.1), проте, в такому контексті можна дійти висновку, що для фінансів підприємств інших організаційно-правових форм вихідною категорією може бути пай тощо.

Проведений аналіз понятійного апарату корпоративних фінансів в контексті економічної та правової природи корпорацій дає підстави припустити, що вихідною їх категорією є дохід.

Зазначимо, що в економічній та фінансовій літературі досі немає єдності поглядів на сутність категорії «дохід».

Зокрема, з позиції Ф. Бутинця дохід — це валове надходження економічних вигод протягом певного періоду, що виникає в ході звичайної діяльності суб'єкта господарювання, коли власний капітал зростає в результаті цього надходження, а не в результаті внесків учасників капіталу [59].

В свою чергу, М. Абрютіна доволі спрощено підходить до цієї проблеми: «Як економічна категорія дохід (виручка) є потоком грошових коштів та інших надходжень за певний період, отриманий від продажу продукції, товарів, робіт, послуг» [1].

На наш погляд, як категорія «дохід» прямо пов'язана з таким поняттям, як «економічна вигода», тобто з можливістю отримання економічним агентом грошових коштів від використання активів. Відповідно дохід необхідно розглядати як потік грошових коштів та інших надходжень за певний період, одержаних економічним агентом від продажу продукції, товарів, робіт, послуг тощо.

У цьому зв'язку наведемо думку українських фахівців стосовно завдань, що стоять перед власниками капіталу, які об'єднуються в корпорацію. Ці завдання мають, зокрема, спрямовуватися на пошук способів:

- як вплинути на поведінку менеджерів, які керуються особистими вигодами;
- як спонукати менеджерів ефективно управляти фірмою;
- як убезпечитися від некваліфікованих управлінців [78, с. 19].

Отже, навіть з таких позицій визначальним аспектом є контроль за діяльністю менеджерів з метою отримання певних економічних вигід (у тому числі доходу).

Більшість сучасних визначень поняття «корпорація», акцентують увагу на тому, що така організаційно-правова форма підприємництва у своїй основі є об'єднанням капіталів, власники яких мають певні уявлення про цілі такого об'єднання.

Основним мотиваційним механізмом, що спонукає агентів до об'єднання капіталів і створює передумови для появи та розвитку корпорацій, є потенційна можливість отримання економічних вигод і доходу. Серед основних джерел доходів в економіці можна виділити такі: заробітна плата, доходи від власності, соціальні трансфери та доходи від господарської діяльності.

Це підтверджується й даними про діяльність сучасних корпорацій, незважаючи навіть на те, що остання фінансова криза обумовила падіння показників рентабельності та обсягів прибутків ТНК у 2008–2009 рр. Проте покращення основних фінансових показників діяльності ТНК свідчить про початок відновлення світової економіки після кризи. У 2010-2011 рр. відбулося зростання обсягів отриманих прибутків та покращення показника рентабельності продажу. Як бачимо, саме категорія «дохід» дає змогу найповніше розкрити роль сучасних корпорацій в економіці (рис. 1.4).

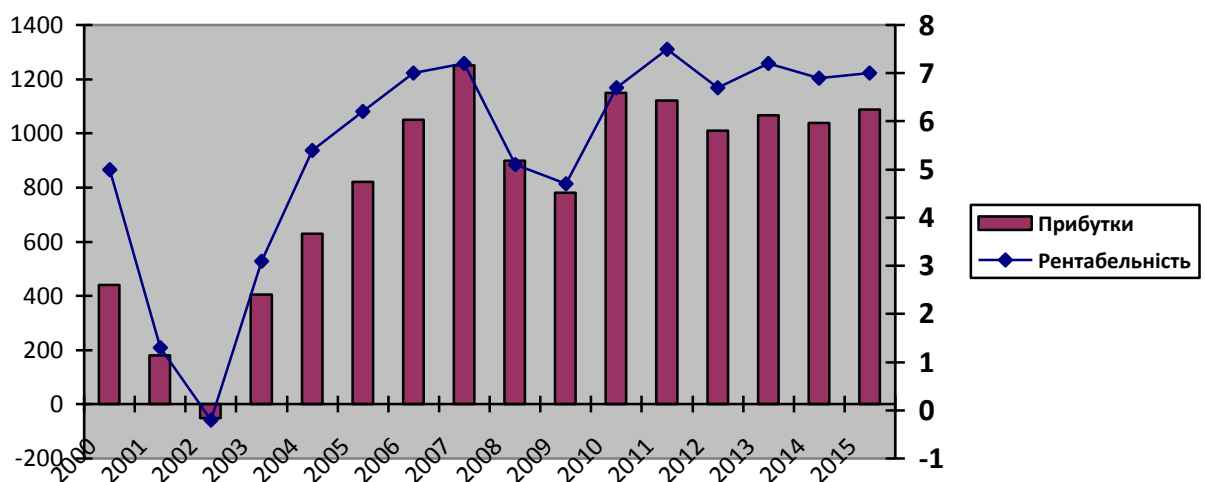


Рис. 1.4. Обсяги отриманих прибутків та показник рентабельності продажів ТНК у 2000-2015 рр. (млрд. дол. та %).

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – прогноз.

Джерело: [350].

На наш погляд, дохід як вихідна категорія корпоративних фінансів функціонує як:

- форма збереження та матеріалізації енергії індивідуума, що породжена його працею;
- характеристика рівня розвитку корпоративних фінансів; передумова для виникнення логічної послідовності «діяльність та здібності людини – дохід – капітал – корпоративні фінанси».

Дохід має широкий спектр змістових ознак: потенційний потік грошових коштів та інших економічних вигід, що їх розраховують отримати акціонери від функціонування акціонерного товариства; потенційний потік грошових коштів та інших економічних вигід, що їх очікують одержати кредитори, які надають борговий капітал у розпорядження акціонерного товариства; потік грошових коштів від функціонування активів, що належать корпорації; результат діяльності корпорації в найбільш формалізованому вигляді; дохід як спонукальний елемент об'єднання, який створив можливість для формування гігантських корпорацій, транснаціональних корпорацій і банків, фондових бірж.

При цьому дохід як фінансова категорія однаково впливає на рішення акціонерів, незалежно від сфери діяльності корпорації, її розміщення, інших чинників (рис. 1.5).

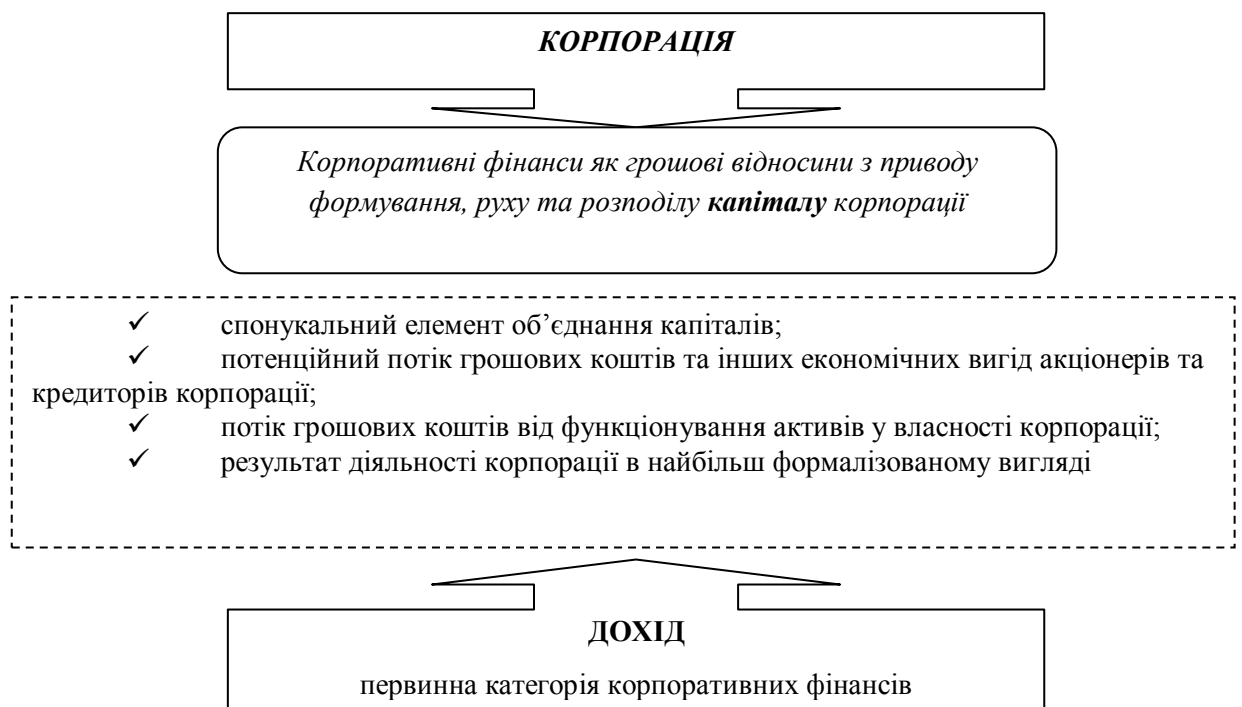


Рис. 1.5. Дохід як первинна категорія корпоративних фінансів

Джерело: розроблено автором

На наш погляд, існуючі сьогодні наукові позиції, згідно з якими вихідною категорією корпоративних фінансів є акція, недостатньо обґрунтовані, оскільки

акція за своєю суттю – це вже відображення вторинного (відносно формування доходів) процесу вкладання доходів фінансових агентів, що виникли з різних джерел – праці, творчих та підприємницьких здібностей тощо. Вважаємо, що первинною, вихідною категорією корпоративних фінансів є дохід, у якому відображаються їх основні сутнісні риси, якісні властивості й суперечності

У свою чергу, дохід як економічна категорія породжує таку категорію корпоративних фінансів, як акція, що є [234]:

- титулом власності;
- абстракцією, що виражає об'єктивні фінансові відносини з приводу формування капіталу акціонерного товариства;
- категорією, яка формує одну з можливих цілей управління корпоративними фінансами — збільшення ринкової вартості акції, капіталізації корпорації.

Саме через можливість отримання доходу – у вигляді або дивідендів, або курсових різниць – власники заощаджень об'єднують наявні в них капітали, утворюючи корпорації. Цей процес охоплює і наступні рішення акціонерів, зокрема щодо виплати дивідендів або реінвестиції наявного прибутку.

У свою чергу, акція породжує дві наступні категорії корпоративних фінансів — облігацію та кредит, які формують борговий капітал корпорації. Тільки після формування акціонерного капіталу виникає можливість запозичень. Борговий капітал з погляду корпоративного фінансування має певні особливості, найголовніша з них — нижча вартість порівняно з власним капіталом. Разом з тим і облігація, і кредит теж характеризують потенційні можливості отримання доходів кредиторами (власниками облігацій та різноманітними кредитними установами) у вигляді процентів (купонів) або курсових різниць.

Облігації та кредитні договори, якими оформлюються боргові відносини між корпорацією та кредиторами, є юридичними документами, стандартизованими і нестандартизованими фінансовими інструментами, які

зобов'язують корпорацію повернути суму боргу у визначений термін і за певну плату. Акціонерний капітал, сформований за рахунок випуску акцій, а також борговий капітал корпорації, тобто непогашені зобов'язання перед кредиторами, становлять наступну категорію — функціонуючий капітал корпорації. Функціонуючий капітал корпорації, у свою чергу, породжує ще одну складну категорію — інвестиції як абстракцію економічних відносин із приводу розподілу та використання капіталу. Усі розглянуті категорії взаємозалежні і взаємообумовлені, саме вони і становлять складну категорію «корпоративні фінанси».

Отже, всі категорії корпоративних фінансів відображають процес об'єднання капіталів багатьох осіб, головним мотиваційним чинником якого є можливість отримання доходу за рахунок володіння фінансовими інструментами, випущеними корпорацією, та процес його розподілу через інвестиційну політику корпорації. Зауважимо, що прояв категорій корпоративних фінансів є безперервним — для функціонуючої корпорації наступні випуски цінних паперів теж визначаються доходом, як і рішення щодо розподілу прибутку.

Тобто капітал корпорації перебуває в постійному русі, а розвиток вартісного циклу відбувається по спіралі, що і обумовлює взаємозалежність категорій корпоративних фінансів, їх спрямованість на одержання доходу. Утім не можна виключати і випадку, коли відбуватиметься «ерозія капіталу» в результаті неефективної господарської діяльності корпорації.

Отже, всі категорії корпоративних фінансів відображають процес об'єднання капіталів багатьох осіб, головним мотиваційним чинником якого є можливість отримання доходу за рахунок володіння фінансовими інструментами, випущеними корпорацією, та процес його розподілу через інвестиційну політику корпорації (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Спіраль вартісного циклу обігу капіталу корпорації

Джерело: [302, с. 7-10].

Наведена спіраль вартісного циклу для корпорації показує тісний зв'язок між фінансовою стратегією корпорації та цілями діяльності корпорації як суб'єкта бізнесу. Зокрема, чітко видно, що в результаті ефективного функціонування формуються доходи — як самої корпорації, так і власників її фінансових інструментів.

Таким чином, спіраль вартісного циклу є ще одним підтвердженням того, що саме категорія «дохід» є визначальною з позиції корпоративних фінансів і описує логічний ланцюг «доходи корпорації — доходи акціонерів — доходи власників боргових інструментів корпорації».

1.3. Інформаційна парадигма економічної науки: генеза та сучасний стан

На сучасному етапі розвитку суспільства інформація стала одним із найважливіших детермінант розвитку в усіх сферах. Фактично ми стали свідками появи нової епохи, в якій інформація перетворилася на один із факторів трансформації суспільного життя. В свою чергу, зміни в технологіях збору та обробки інформації обумовлюють подальший розвиток і у економічній сфері.

Якщо до середини ХХ ст. дефініція «інформація» переважно аналізувалася в контексті існуючих філософських та культурних течій, то вже в кінці минулого століття на початку нинішнього інформація стала повноцінним економічним ресурсом, володіння яким дає беззаперечні переваги в конкурентній боротьбі.

Саме полегшення доступу до інформації, її вплив на соціальний, політичний та економічний розвиток суспільства стали визначальними ознаками «глобалізованості» як у масштабах усього світу, так і з погляду корпоративного сектору. Практично усі без винятку вчені розглядають поняття «глобалізація» та «інформатизація» у нерозривному зв'язку. В той же час, важливою ознакою глобальної економіки є її корпоратизація. Відповідно виникає питання про взаємний вплив та протиріччя корпоративної економіки та економіки інформаційної. На наш погляд, дослідження цієї складної проблеми напрямку визначення формування інформаційної парадигми у комплексі суспільних наук, в тому числі – економічної науки.

Разом з тим, питання щодо виділення інформаційної парадигми як нової, окремої парадигми економічної науки залишається відкритим – доволі часто дослідження базуються на простій екстраполяції наукових поглядів щодо інформації на положення та постулати класичної та неокласичної економічної теорії. Таке «змішування» має як свої прихильників, так і противників і його

доцільність є одним із найбільш складних питань економічної науки. Саме від його вирішення слід в подальшому будемо відштовхуватися і в інших питаннях, які стосуються цього напрямку економічних досліджень.

Зазначимо, що класична економічна школа (А. Сміт, Д. Рікардо, Л. Вальрас та інші) взагалі не брали до уваги у своїх дослідженнях інформацію. Вірніше – у їхніх працях поведінка економічних агентів визначалась як результат раціонального вибору на основі наявності повної та достовірної інформації.

Пізніше вчені почали досліджувати вплив як кількості, так і якості інформації в цілому та корпоративної – зокрема, на процеси виробництва. Так, відомий економіст К. Шеннон використовував імовірісно-статистичні методи для оцінювання кількості інформації ще наприкінці 40-х рр. минулого століття [413].

У XX ст. якісні зміни в технологіях, накопичення знань відбувалися пришвидшеними темпами, привертаючи дедалі більшу увагу науковців. У 50–60-х роках серед учених, які досліджували якісні зміни в суспільстві під впливом інформатизації та розвитку технологій, насамперед варто назвати Д. Белла, Е. Тоффлера, З. Бжезинського. Саме у цей час для відображення відмінностей нового етапу використовувалися різні назви: «постіндустріальне суспільство», «суперіндустріальне суспільство», «інформаційне суспільство», «технотронна ера» і т. п.

Сьогодні найбільш вживаним серед науковців є термін «інформаційне суспільство», який найповніше відображає важливість ролі інформації на сучасному етапі. Концепція «інформаційного суспільства» набула поширення у 60-70 рр. XX ст. в працях М. Пората, Й. Масуди, Т. Стоньєра та інших провідних вчених [382; 399; 429].

Загалом слід визнати, що незважаючи на поширеність терміну «інформаційне суспільство» у сучасній науці серед науковців та практиків

існують суттєві розбіжності в питанні його якісних та кількісних характеристик.

Так, аналіз фахової літератури показує, що можна виділити наступні підходи до визначення сутності інформаційного суспільства, які домінують серед фахівців:

1. Головним критерієм першого підходу є економічна складова, зокрема, частка інформаційного (нематеріального) сектора в зростанні ВВП [375]. Такий підхід порівняно з іншими приваблює своєю простотою, оскільки дає змогу встановити чіткі, в перше чергу, кількісні показники, які характеризують інформаційне суспільство. Разом з тим, він не враховує якісних змін, що є невід’ємною складовою трансформації індустріальної економіки в постіндустріальну.

2. Другий підхід ґрунтується на теорії «інформаційного вибуху», за якою кількість інформації, доступної суспільству, збільшується, що веде до якісної зміни економіки – інформаційного суспільства. Підхід переважно обґрунтований у роботах провідних ряду японських учених [346]. Порівнюючи його з попереднім зазначимо, що таке трактування, з одного боку, враховує взаємопов’язаність кількісних та якісних змін в постіндустріальному суспільстві; з іншого – розглядати становлення інформаційного суспільства виключно з позиції збільшення кількості інформації, доступної суспільству не зовсім коректно.

3. У третьому підході головна характеристика інформаційного суспільства – розповсюдження інформаційно-комунікаційних технологій. Він отримав свій розвиток в теоріях відомих європейських економістів, насамперед, А. Мінка [393].

Зустрічаються і інші позиції щодо сутності інформаційного суспільства. Зокрема, деякі дослідники вважають, що інформаційне суспільство – це в першу чергу філософський термін, який позначає високу ступінь розвитку суспільства, головною і визначальною цінністю якого є інформація; наслідник

індустріального суспільства; об'єкт дослідження філософів і соціологів [169].

Незважаючи на той факт, що питання про сутність поняття «інформаційне суспільство» залишається відкритим, можна виділити найбільш значимі характеристики цього поняття, які визнаються в якості таких більшістю сучасних вчених:

1. Інформаційне суспільство є на сьогодні найвищою формою організації суспільного розвитку, яка суттєво трансформувала догми, поведінку та цінності, що були притаманні попередній формі – індустріальному суспільству.

2. Головними критеріями інформаційного суспільства є кількісні зміни у обсягах інформації та технологіях її збору і опрацювання; внаслідок чого відбуваються суттєві якісні зміни як на глобальному рівні, на і на рівні окремих держав, інституцій, індивідуумів.

3. В постіндустріальному суспільстві інформація перетворюється на важливий ресурс, що трансформується у знання, які в свою чергу є абсолютно необхідним атрибутом суспільного обміну.

4. Ключовим елементом інформаційного суспільства є інформаційна інфраструктура – сукупність засобів по обробці та розповсюдженню інформації, об'єднана в телекомунікаційні мережі, і що служить базою для надання практично усіх інформаційних послуг.

Важливою підсистемою інформаційного суспільства можна назвати інформаційну економіку. Акцентуючи увагу на значимості інформації та її передання, американський економіст К. Келлі писав: «...комунікації — це не просто сектор економіки. Комунікації — це сама економіка» [359, с. 5]. Проте зауважимо, що такого значення інформації для економічних процесів почали надавати відносно недавно.

Як і у питанні з сутнісними характеристиками інформаційного суспільства, наукова дискусія щодо змісту дефініції «інформаційна економіка»

триває і донині. Критично проаналізуємо найбільш поширені у фаховій літературі визначення, оскільки саме вони дадуть змогу в подальшому акцентувати на особливостях функціонування корпоративних фінансів у інформаційній економіці.

Зокрема, Ф. Мачлуп вказує, що інформаційна економіка – це економіка, в якій велика частина валового внутрішнього продукту забезпечується діяльністю з виробництва, обробки, зберігання та передачі інформації і знань [375]. Тобто за аналогією з наведеними вище визначеннями інформаційного суспільства, цей науковець акцентує увагу насамперед на кількісних змінах, притаманних функціонуванню інформаційної економіки на сучасному етапі.

Інші російські автори вважають, що концепція інформаційної економіки включає себе фундаментальне визначення інформаційного суспільства як системи зв'язків і відносин між індивідами, що утворюється в процесі обміну інформацією з приводу соціальної та економічної діяльності; інформаційної економіки як системи суспільних відносин, в якій інформація є основним виробничим ресурсом [178, с. 112].

Знову таки, значна кількість науковців розглядають інформаційну економіку в контексті філософських течій, зазначаючи, що вона – фундамент постіндустріального суспільства – філософсько-економічний термін, який позначає особливий тип економіки, в якому інформація є визначальний виробничим ресурсом, а в структурі зайнятих більшу частину складають працівники розумової праці [169].

На наш погляд цікаво склад інформаційної економіки визначає Р. М. Ніжегородцев: «Інформаційна економіка вивчає економічні закони виробництва, суспільного руху і виробничого застосування науково-технічної інформації» [168, с. 12-14].

Як бачимо, цей російський автор вважає, що інформаційну економіку слід насамперед розглядати як напрям сучасної економічної науки, поява та

розвиток якого визначені зростанням ролі науково-технічної інформації та інформаційних технологій.

В свою чергу, Б. Корнейчук зазначає, що інформаційна економіка характеризує: по-перше, сучасний етап розвитку людської цивілізації суспільства; по-друге, економічну теорію інформаційного суспільства [132].

Група вітчизняних авторів вважає за необхідне зазначити, що інформаційна економіка – характеристика сучасної економіки з погляду речового змісту, в якій відбувається поширення інформаційної технології у сфері матеріального і нематеріального виробництва, перетворення інформації на один із важливих факторів соціально-економічного прогресу суспільства та окремої особи [97].

Зазначимо, що більшість авторів визнають багатогранність інформаційної економіки як явища, її множинний сутнісний характер. Саме від цього ми будемо відштовхуватися в своєму подальшому дослідженні – інформаційну економіку практично неможливо описати як щось єдине.

Зазначимо, що навіть для характеристики описаних процесів різні автори використовують поряд з поняттям «інформаційна економіка» інші поняття – «мережева економіка», «мегаекономіка», «техноекономіка», «економіка знань» і т.п.. Проте у слід визнати, що у будь-якому з таких визначень є багато спільних рис, насамперед пов'язаних з проявом технологічної складової цивілізаційного розвитку.

На наш погляд, незважаючи на об'єктивну сутнісну багатогранність поняття «інформаційна економіка», надалі ми виходитимемо з двох її характеристик:

- 1) як науки, однієї з суспільних наукових дисциплін;
- 2) з погляду змістовних ознак.

Критичний аналіз наведених вище визначень дає нам змогу стверджувати, що інформаційна економіка це:

- по-перше, наука про глобальні зміни у відносинах між економічними агентами унаслідок перетворення інформації та знань у фінансово-економічний ресурс, а також про можливість ефективного управління такими змінами;
- по-друге, процес нарощування ролі інформаційних технологій у цивілізаційному розвитку.

Виділений підхід до сутнісних характеристик дефініції «інформаційна економіка» дає можливість:

1. Врахувати динамічний характер процесів інформатизації – як буде показано нижче, людство знаходиться в періоді стрімких технологічних змін, коли будь-яка технічна інновація зберігає свій такий статус протягом лише кількох місяців, а той й тижнів.

2. Підкреслюється «глобальний» характер інформаційної економіки – вона суттєво змінила та продовжує змінювати принципи комунікації між економічними агентами. Такі принципи стосуються окрім всього і фінансових відносин.

3. Визначена головна ознака змін – перетворення інформації та знань на фінансово-економічний ресурс. В епоху постіндустріального розвитку додана вартість формується не стільки в процесі матеріального виробництва, стільки через інтелектуальну складову – інформацію, знання, компетенції тощо. Роль «традиційних» факторів виробництва – капіталу, землі, робочої сили – зберігається виключно у випадках, коли вони поєднуються з інформацією та знаннями. Її особливістю є те, що інформація на відміну від матеріальних ресурсів не переносить своєї вартості на продукт і не зникає у процесі виробництва. Проте її цінність, як уже зазначалося, значно залежить від можливостей її використання в конкретний момент часу.

Все ж підкреслюючи особливе значення інформації для розвитку економічної науки і суспільства в цілому, все-таки, окремі автори вказують, що не слід перебільшувати масштаби її впливу на визначення напрямів розвитку

суспільства. Е. Маймінас вважав, що по-перше, у світі відбувається перехід від «матеріального» до «інформаційного» суспільства, а по-друге, що увага до видобутку нафти і випуску сталі, виробництва взуття і м'яса є наслідком того, що людство ще неповною мірою опанувало можливості інформаційного суспільства, і по-третє, про необхідність зміни парадигми економічної теорії і суспільства в цілому [151, с. 87].

4. Аналіз інформаційної економіки як однієї із комплексу наукових дисциплін дає можливість під іншим кутом зору поглянути на методологічні засади її функціонування.

Формування інформаційної економіки викликало і відповідні зміни у економічних дослідженнях. Виходячи з наведеного вище нами визначення дефініції «інформаційна економіка», ми стаємо свідками не просто появи нової парадигми, фактично відбувається становлення абсолютного нової науки про відносини економічних агентів за допомогою інформації.

Можна стверджувати, що загальною ознакою, що вказує на необхідність появи нової парадигми, зазвичай є невідповідність між нагромадженим емпіричним матеріалом і здатністю дати йому раціональне пояснення з точки зору наявних теоретичних конструкцій. Саме ці процеси, на наш погляд, особливо яскраво виявилися на протязі останніх двох десятиліть XX ст. та на початку XXI ст..

Як зазначають окремі автори, у сформованих умовах у науці спостерігається, як правило, формування певного ухилу в бік емпіризму і прагматизму, відповідно відходом від постановки і вирішення будь-яких загальних питань, які тільки й можливі в рамках принципово нової теорії. У цьому ж контексті відбувається суттєва зміна в традиційних системах цінностей і переваг, і, як наслідок, найбільш очевидною виступає неспроможність склалися в соціально-економічних науках поглядів [177, с. 40].

Нова парадигма, або зміна теоретичних поглядів на закони розвитку суспільства, в т.ч. економіки, є категоричним імперативом подолання причин,

що відтворюють *bubbleconomy* (англ.) (економіку мильного пузиря) і породили першу в історії світової цивілізації глобальну фінансово-економічну кризу, яку все частіше порівнюють з Великою депресією 1930-х рр..

Звернемо увагу, що перші дослідження, які поставили під сумнів тезу класичної політичної економії про симетрію інформації на рівні економічних агентів з'явилися саме в ті роки, проте остаточного розвитку вони набули якраз в останні три десятиліття, коли найбільш гостро виявилися протиріччя між існуючими теоретичними концепціями та практикою економічної діяльності. Саме з цих позицій і доцільно аналізувати становлення інформаційної парадигми та розвиток інформаційної економіки як науки.

Чи не вперше проблему почав досліджувати К. Ерроу [274] (хоча думки науковців з цього приводу різняться). Надалі підходи до визначення розподілу та ціни інформації розглядав Дж. Стіглер [425, с. 214]. Учений дійшов висновку, що учасникам економічних відносин досить часто буває вигідно користуватися неповною інформацією, якщо її ціна виявляється досить високою. Разом з тим на ринку може скластися така ситуація, коли в одних суб'єктів буде більше даних, ніж в інших. Саме для її характеристики було введено поняття інформаційної асиметрії.

Відповідно, оскільки існує інформаційна асиметрія, інформація як ресурс стає цінною. Саме практичне застосування інформації дає можливість ввести поняття цінності інформації, яке тісно пов'язане з використанням даних. Наприклад, використана інформація вже може не мати жодного значення, а в окремих випадках цінність певної інформації може бути навіть від'ємною. Окрім того, ступінь ризику та наявність інформації обернено залежні: чим більше інформації є в розпорядженні економічного агента, тим менший ризик [361]. Економічні суб'єкти можуть покращувати результати власної діяльності за рахунок отримання додаткової інформації.

Аналізуючи розвиток інформаційної парадигми в економіці треба визнати, що одним із визначальних факторів її появи та поширення стали зміни

на фінансовому ринку. По суті, завдяки інформатизації фінансовий ринок перетворився на безперервне середовище взаємодії покупців та продавців капіталу. В таких умовах почали з'являтися дослідження, в яких інформація аналізувалася як ресурс, що розподілений нерівномірно.

Саме інформація, або, в інтерпретації відомого вченого Л. Вільямса, «новини», є визначальним чинником, який обумовлює рух цін на фондовому ринку. На думку вченого, для інформації характерні такі ознаки: швидкість змін та їх непередбачуваність; несвоєчасність отримання; неповнота новин; розкриття інформації безпосередньо перед змінами; здатність власника інформації її правильно використати [62, с. 89]. На останню тезу звернемо особливу увагу – надалі якраз дослідження щодо уміння використати інформацію стане одним із новітніх напрямів інформаційної економіки як науки.

У 60-х роках ХХ ст. почала активно розвиватися гіпотеза ефективного ринку, яка тісно пов'язує інформацію та вартість компанії. Її автором є американський економіст Ю. Фама. Ефективним він вважав такий ринок, який «швидко пристосовується до нової інформації» [320]. Пізніше це визначення дещо змінилось, і зараз інформаційна ефективність реалізується через «повне відображення всієї наявної інформації» [321]. Ефективний ринок характеризується врахуванням у цінах всіх суттєвих даних та відсутністю помилок.

Дана гіпотеза досить тісно пов'язана з припущенням про випадковий характер зміни ринкових цін. Моделі такої динаміки розробив французький математик Л. Башельє ще наприкінці ХІХ ст., проте популярність концепція випадкового блукання на фінансовому ринку здобула тільки в 50-х роках минулого століття. Взаємозв'язок моделі Л. Башельє та гіпотези ефективного ринку полягає в тому, що причиною зміни ринкової ціни є надходження нової інформації. Значний вплив нової інформації, яка надходить на ринок, є незаперечним.

Нижче зображено вплив надходження інформації про певну подію на кумулятивну надлишкову (вищу за ринкову) дохідність акцій корпорацій (рис. 1.7).

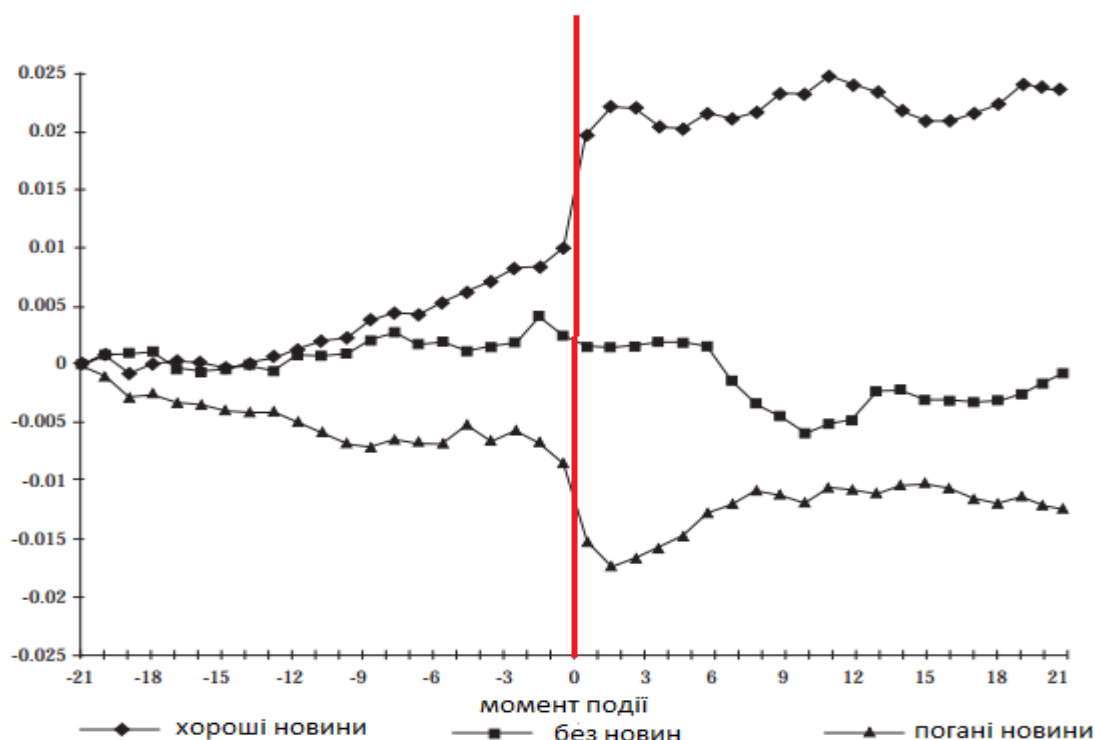


Рис. 1.7. Вплив надходження інформації на дохідність цінних паперів корпорації

Джерело: [376, с. 14].

Слід визнати, що практично відразу після появи гіпотеза ефективного ринку почала зазнавати серйозної критики. Наприклад, Дж. Стігліц та С. Гроссман зазначали, що за умови ефективності ринку вся важлива інформація вже відображена в цінах, а тому жоден економічний агент не матиме мотиву для отримання інформації, яка мала б впливати на ціну [336, с. 400]. Це зауваження в науковій літературі дістало назву «парадоксу Гроссмана—Стігліца».

Окрім того, ринкові ціни відображатимуть реальну вартість активу лише за умови однакової інформованості всіх учасників. Проте для отримання інформації зазвичай необхідно нести додаткові витрати. Тому кожен суб'єкт

ринку змушений робити вибір між зростанням витрат або неповною інформацією. Зі зростанням вартості пошуку інформації неінформованих учасників ставатиме дедалі більше. Якщо на ринку є лише учасники з недостатнім обсягом інформації, то й ціни не відображатимуть реальної вартості активів.

Висока ціна може бути свідченням як значної очікуваної в майбутньому дохідності, так і викривлень у ринковому механізмі ціноутворення. Учасників ринку, які здійснюють операції щодо купівлі або продажу активів без урахування достатньої інформації про діяльність корпорацій, а лише на підставі дій інших суб'єктів, чуток, трендів тощо, часто називають «шумовими» трейдерами.

Уперше поняття шуму у економіці з'явилося у праці Ф. Блека, який писав, що шум у значенні великої кількості незначних подій часто є більш потужним чинником, ніж невелика кількість значних подій.

Вплив шумових трейдерів на стабільність ринку досить часто розглядається як негативний, адже вони схильні надмірно реагувати як на хороші, так і на погані новини. Разом з тим інформовані учасники можуть заробляти на шумових трейдерах, покриваючи у такий спосіб витрати на отримання інформації.

У результаті Дж. Стігліц та С. Гроссман прийшли до концепції маржинальної вартості: ціна активу відображатиме всю доступну інформацію доти, доки граничні вигоди її використання перевищуватимуть граничні витрати на її отримання й аналіз.

Гіпотеза ефективного ринку зазнавала критики також із боку безпосередньо учасників фондового ринку, адже вона фактично стверджувала, що будь-який аналіз фундаментальних показників діяльності компаній або ж динаміки цін активів не має жодного сенсу. У результаті гіпотеза була модифікована: виділено кілька видів інформації та відповідно до цього — різні форми ефективності ринку (рис. 1.8).



Рис. 1.8. Види інформації, що відображаються в ціні корпорації згідно з гіпотезою ефективного ринку

Джерело: систематизовано автором

Гіпотеза ефективного ринку передбачає виділення наступних форм ефективності:

1. Слабка форма ефективності. У цінах на активи відображена вся історична інформація. Учасники ринку не можуть отримувати надлишкових доходів, використовуючи дані щодо минулих змін ціни. Таким чином, навіть у слабкій формі ефективності гіпотеза вказує на недієвість технічного аналізу. Причиною цього є випадковий характер зміни ціни та її незалежність від попередніх значень. При цьому фундаментальний аналіз усе ж дає змогу отримати надлишковий дохід, якщо інвестор оброблятиме суспільно доступну інформацію швидше та краще, ніж інші учасники ринку. До суспільно доступної інформації відносять звіти компаній, ринкові показники, новини та інші відкриті дані.

2. Напівсильна форма ефективності. У цінах на активи відображена як історична, так і суспільно доступна інформація. Учасники ринку не можуть отримати додаткових доходів через застосування як технічного аналізу, так і

фундаментального. Єдиний вид інформації, використання якого може принести вигащ, — інсайдерська інформація.

3. Сильна форма ефективності. У цінах відображена абсолютно вся інформація, ніхто не може отримати вищої ринкової дохідності в довгостроковому періоді. Активне управління портфелем цінних паперів не має сенсу.

Згідно з висновками та дослідженнями прихильників гіпотези ефективного ринку більшість розвинених ринків перебувають у слабкій формі, лише деякі — у напівсильній. Разом з тим існує значна кількість досліджень, які показують невідповідність реаліям ринку навіть слабкої форми ефективності щонайменше на короткострокових проміжках часу. До основних причин цього можна віднести:

- відмінності у сприйнятті та інтерпретації однакової інформації різними учасниками ринку;
- обробка та використання нової інформації потребують часу, а отже учасники ринку, які можуть краще з цим справлятися, будуть отримувати вищий дохід;
- на прийняття інвестиційних рішень впливають емоції та когнітивні особливості учасників ринку.

Істотним недоліком гіпотези ефективного ринку та пов'язаних із нею концепцій є розгляд учасників ринку як «раціональних» інвесторів. Для них основною метою є оптимізація функції корисності. Раціональні інвестори однаково оцінюють і реагують на ризики. Для них має значення тільки кінцевий результат.

На наш погляд, у цьому контексті насамперед необхідно звернути увагу на праці американського вченого Дж. Акерлофа, які вважаються класикою інформаційного напрямку в сучасній науці [282, с. 490]. Учений підкреслив необхідність розвитку поведінкової мікроекономіки, яка використовувала б

уявлення, засновані на психологічних та соціологічних дослідженнях. Водночас і проблеми макрорівня він розглядав крізь призму інформаційної асиметрії.

Зважаючи на багатогранний характер досліджень Дж. Акерлофа, ми акцентуємо увагу на тих аспектах, що в тій чи іншій мірі будуть використані нами в подальших дослідженнях. Так звернемо увагу на пояснення Дж. Акерлофом характеру взаємовідносин між фірмою та найманими працівниками. Учений вважав, що взаємовідносини між фірмами та найманими працівниками нагадують обмін подарунками – корпорації виплачують підвищену заробітну плату в обмін на «вірність» їх інтересам. Разом з тим асиметрія інформації щодо рівня заробітної плати може породжувати опортуністичну поведінку з боку окремих найманих працівників.

Доволі повно фактор інформаційна асиметрії врахований у працях американського економіста Дж. Стігліца [427]. Сам учений вважав результати своїх досліджень у цьому напрямі «сучасною теорією фірми», яка базується на трьох складових:

- 1) теорія фінансування корпорацій;
- 2) теорія корпоративного управління;
- 3) теорія організаційних схем.

Стосовно першого блоку питань у «теорії фірми» Дж. Стігліц ставив під сумнів висновки теорії Міллера—Модільяні щодо відсутності різниці у виборі між акціонерним та борговим капіталом під час прийняття рішень стосовно корпоративного фінансування. Зокрема, будь-який випуск цінних паперів на ринку він вважав сигналом для інвесторів, який впливає на їхню поведінку.

Додатковий випуск акцій у такому підході є негативним сигналом, оскільки найбільш прийнятним періодом для розміщення є той, у якому акції переоцінені. Якраз цим можна пояснити зниження капіталізації корпорації у відповідь на оголошення про додатковий випуск акцій. Саме через це, вважав Дж. Стігліц, додатковий випуск акцій, як метод корпоративного фінансування, використовується дуже рідко.

У другій частині «теорії фірми» Дж. Стігліца досліджувалися проблеми, пов'язані з корпоративним управлінням, зокрема з можливостями збагачення менеджерів за рахунок акціонерів, а також мажоритарних акціонерів за рахунок дрібних власників акцій. По суті, йдеться про прояв агентського конфлікту, який істотно впливає на прийняття фінансових рішень на рівні окремої корпорації.

На думку Дж. Стігліца, велике значення в умовах асиметрії інформації має вибір організаційної схеми. Неправильний вибір організаційної схеми та асиметрія інформації в сукупності призводять до того, що перспективні проекти відхиляються, тоді як малопривабливі — реалізуються. Звернемо увагу на те, що зазначені процеси автор аналізує і з позиції діяльності корпоративного сектору в США, що значно підвищує прагматичну значимість зроблених ним висновків [1].

Доволі революційними з позиції сучасної науки стали дослідження, проведені Нобелівським лауреатом 2002 р. В. Смітом у царині прийняття рішень економічними агентами [420].

Зокрема, він доводив, що в найпростіших і найпримітивніших варіантах побудови ринку справджувалися висновки базових теоретичних моделей, які описують поведінку економічних агентів. Однак ускладнення ринку призводило до того, що він починав діяти інакше, ніж це описувалося в моделі. На підставі цього В. Сміт зробив надзвичайно важливий висновок, який можна використати і для характеристики процесів у корпоративному секторі та на ринку капіталів, — поведінка індивідуумів визначається інституційною композицією окремого ринку.

Не можна забувати і про важливість праць іншого вченого — Дж. Канемана для розвитку теорії «поведінкової економіки». Саме цей учений здійснив цілий ряд експериментів, у результаті яких були підтверджені постулати теорії «обмеженої раціональності» [358]. Його праці значно збільшили кількість прихильників теорії «поведінкової економіки», утім на

сучасному етапі розвитку цей напрям поступово «включається» до загальних теоретичних положень економічної науки. По суті, цим визнається, що поведінкова економіка та її антологія перестали сприйматися як напрям, що є цілковито антагоністичним до постулатів класичної та неокласичної теорії.

Сигнали про якість продукції розглядаються в теорії М. Спенса [421]. Учений на прикладі ринку праці показав способи визначення якості товару. Роботодавець заінтересований у тому, щоб знайти людину, яка вже володіє певними навичками або легко та швидко навчається. Очевидно, що кожен потенційний працівник буде запевняти про свою любов до навчання. Проте в даній ситуації вони володіють більшою інформацією, ніж роботодавець. Для вирішення цієї проблеми роботодавець може скористатися певними сигналами. Одним із таких сигналів може бути наявність диплома престижного навчального закладу.

Якщо людина успішно завершила навчання там, то вона підійде роботодавцю. І навпаки, якщо пошукач не зміг здобути вищої освіти, це може свідчити про низьку здатність до навчання. Досить близькою до сигнальної є теорія скринінгу, розроблена Д. Стігліцем. Вона розглядає способи взаємодії контрагентів із різним обсягом інформації, коли менш інформований економічний агент намагається доповнити свої знання через отримання даних від більш інформованого.

Усі ці твердження досить складно використовувати під час опису поведінки реальних учасників ринку. Однією з найбільш значущих праць у сфері дослідження того, як люди приймають рішення і що на це впливає, є робота Д. Канемана та А. Тверські [444-445]. Вона стала підґрунтям для принципово нового напрямку, який називають «поведінковою економікою», або, якщо мова йде про дії на фінансовому ринку, «поведінковими фінансами».

У прийнятті рішень людьми можна виділити дві системи. Перша є інтуїтивною, підсвідомою і дає змогу отримати наближену відповідь на питання або спосіб розв'язання проблеми. Друга – раціональна, вона дає змогу

приймати рішення, керуючись логікою. Перша система — результат тривалого еволюційного розвитку, її перевагою є швидкість реакції. Підсвідома система тривалий час добре справлялась із проблемами, які поставали перед людиною. Проте зараз усі суспільні процеси значно ускладнились і фінансового ринку це стосується насамперед.

Сьогодні набагато більшого значення набуває друга система. Однак її використання є досить ресурсовитратним, і на відміну від постійно й автономно працюючої першої системи вона дуже обмежена у використанні. Головною проблемою є те, що найчастіше людина не в змозі розрізняти рішення, прийняті різними системами. Для інтуїтивної здогадки можна швидко придумати правдоподібне пояснення, так званий наратив.

Окрім того, для першої системи характерним є використання певних способів економії ресурсів — евристик, які при роботі у складній системі фінансового ринку доволі часто призводять до прийняття неправильних рішень. Мають значення також і психологічні особливості інвесторів. Зазвичай вони гостро реагують на ризик, вкрай негативно ставляться до втрат.

Таким чином, можна зробити висновок, що в основі формування інформаційної парадигми лежить перехід до постіндустріального суспільства, головними ознаками якого вчені вважають [50]:

- центральне місце в постіндустріальному суспільстві належить теоретичному знанню як основі інновацій;
- створюються нові інтелектуальні технології;
- зростає клас людей, що володіють знанням, влада належить меритократії;
- перехід від споживання благ до споживання інтелектуальних послуг;
- зміни в характері праці, збільшується роль жінок у сфері зайнятості, брак благ замінює брак інформації і часу;

- сучасна економіка характеризується насамперед як економіка інформації.

В підсумку, можна стверджувати, що формування інформаційної парадигми поступово під впливом об'єктивних факторів призводить до формування інформаційної економіки як однієї із комплексу наук про взаємовідносини між економічними агентами. Також слід визнати, що трансформація положень фінансової науки у значній мірі стало наслідком випереджального розвитку інформаційних технологій порівняно з іншими технологіями, в тому числі – з тими, які використовуються у корпоративних фінансах.

При цьому, можна припустити, що надалі темпи зміни в інформаційних технологіях продовжуватимуть випереджати темпи трансформацій у інших сферах суспільного життя. Як наслідок – саме інформація та інформаційні технології завоюють домінуюче місце в економіці, політиці і т.д.. Володіння інформацією перетворюється на один із домінантних факторів конкурентної боротьби на усіх рівнях.

Фактично відбувається не тільки зміна у корпоративному фінансовому менеджменті, під впливом інформаційної економіки змінюється сама сутність фінансових відносин всередині корпорації та з іншими фінансовими агентами.

Надалі можна прогнозувати, що все більше постулатів та концепцій класичного та неокласичного напрямку в економіці будуть щонайменше трансформовані в науковому контексті, а то й підлягатимуть повному перегляду. В повній мірі таке стосуватиметься і корпоративних фінансів, що об'єктивно вимагає дослідження питання про зміну методології аналізу корпоративних фінансів в інформаційній економіці.

1.4. Методологія дослідження корпоративних фінансів в інформаційній економіці

Загальновідомо, що будь-яка наука розвивається під впливом рушійних сил, які зазвичай обумовлені формуванням суспільних потреб у дослідженні тих чи інших явищ і процесів. Це цілком стосується і науки про корпоративні фінанси. Якщо ще кілька століть тому ці питання фактично ігнорувалися дослідниками, то вже зараз неможливо уявити наукових шкіл та напрямів, які тією чи іншою мірою не досліджували б корпорацій.

Загальновідомо, що фінансова наука входить до складу соціально-економічних наук, проте вона вивчає вужче коло фінансових явищ — лише ті, що пов'язані з перерозподілом за допомогою фінансів валового внутрішнього продукту. Це диктує необхідність застосування певного методологічного підходу до вивчення фінансового господарства на макро- та мікрорівнях.

Погодимося з позицією Б. Пшика, який стверджує, що дослідження усіх без винятку економічних процесів повинно ґрунтуватися на відповідному методологічному інструментарії, оскільки непередумане використання наукових підходів і методів може призвести до отримання недостовірних чи викривлених результатів [196].

Доволі часто питання методу дослідження частково або повністю ігнорується, що на наш погляд «вихолощує» результативність проведених досліджень у сфері фінансів. В цьому контексті погодимося з думкою, окремих вчених, які стверджують, що метод – найперша, основна річ, адже від методу, від способу дії залежить уся серйозність дослідника. При гарному методі і не дуже талановита людина може зробити багато. А при поганому методі й геніальна людина буде працювати марно і не отримає цінних, точних даних [174].

В свою чергу, як зазначає А. Філіпенко, методологія – це вчення про способи організації і побудови теоретичної і практичної діяльності людини. Методологія досліджує загальну систему прийомів і способів, операцій пізнання і перетворення дійсності [260].

Зазначимо, що серед науковців немає єдиного підходу в питанні сутності методології фінансової науки. Зокрема, відомий вітчизняний науковець В. Федосов зазначає, що методологія — система наукових принципів, на основі яких базується фінансове дослідження, здійснюється вибір мети, змісту, сукупності пізнавальних засобів, методів, прийомів дослідження, котрі забезпечують отримання максимально об'єктивної, точної, систематизованої інформації про фінансові процеси та явища [241].

Д. Стеченко та О. Чмир стверджують, що методологію слід розглядати у широкому (спосіб усвідомлення будови науки і методів її роботи) та у вузькому розумінні (сукупність принципів, методів, прийомів та процедур дослідження, що застосовуються у тій чи іншій галузі знань) [229].

В найбільш узагальненому підході методологія фінансової науки виконує такі функції [241]:

- визначає способи здобуття фінансових наукових знань, які відображають динамічні фінансові процеси та явища;
- спрямовує, передбачає особливий шлях, завдяки якому досягається мета фінансового дослідження;
- забезпечує всебічність отримання інформації щодо фінансових процесів і явищ, що досліджуються;
- допомагає введенню нової інформації до фонду теорії фінансової науки;
- забезпечує уточнення, збагачення, систематизацію термінів і понять у фінансовій науці;
- створює систему наукової інформації, яка базується на об'єктивних фактах, і логіко-аналітичний інструмент фінансового наукового пізнання.

В свою чергу, М. Дибя вказує, що методологія фінансової науки – це сукупність різноманітних методів, засобів і прийомів наукового пізнання фінансів як системи. Сучасна парадигма розвитку фінансової науки передбачає використання методології складних систем, яка надає можливість предмет ніше осмислити проблему міждисциплінарних зв'язків фінансів та на цій основі окреслити контури методологічного оновлення фінансової теорії загалом [93].

Інші автори зазначають, що методологія фінансової науки – це по-перше, сукупність прийомів дослідження фінансових відносин, що застосовуються у фінансовій науці; по-друге, це вчення про методи пізнання фінансової науки і перетворення дійсності у зв'язку з цим пізнанням. Розробка проблем методології фінансової науки виникає з необхідністю усвідомлення наукою про фінанси свої власної природи, принципів та методів, які лежать в основі пізнання дійсності та відтворення її в мисленні [261].

Сучасні корпорації (зокрема, ТНК) є невід'ємною складовою глобалізованого світу. Не в останню чергу їх бурхливий розвиток став можливим завдяки особливостям організації фінансів корпоративних структур. Засновані на принципах об'єднання капіталів багатьох осіб, корпорації сформували потужний фінансовий потенціал для свого розвитку й одночасно отримали потужні інструменти для його реалізації. Така роль корпорацій обумовила і підвищений інтерес наукових кіл до дослідження їх феномену. Значна кількість праць науковців присвячена і корпоративним фінансам, а окремі з них здобули загальносвітове визнання. По суті корпоратизація економічних відносин привела до формування на сучасному етапі особливої, корпоративної економіки. На наш погляд, призначення корпоративних фінансів — це не тільки забезпечення зростання кількісних і якісних параметрів економічної діяльності корпорацій, а й виконання певних соціальних завдань, зокрема і за допомогою різноманітного фінансового інструментарію.

Ряд вчених надає наступні аргументи щодо синтезу методологічних підходів у дослідженнях економічних процесів: економічна теорія — це

частковий випадок теорії систем і теорії соціальної дії; обмін між економічною підсистемою та іншими підсистемами — це обмін діями за принципом "внесок — результат"; обмінний принцип взаємодії пояснює і механізм взаємодії індивідів; конкретний економічний процес завжди детермінований неекономічними чинниками; економічна теорія — це гілка поведінкових наук [229].

Цей аспект функціонування корпорацій об'єктивно впливає з інституціональної теорії: якщо різні інститути в економіці виконують однакові функції, рівень розвитку економіки, стан суспільства та інші фактори обумовлюють вибір того чи іншого інституту для досягнення певних цілей [229].

Погодимося з думкою відомого економіста Н. Фосса, який виділяє в цьому зв'язку три ключові питання: 1. Чому виникають фірми? 2. Якими є оптимальні межі фірми? 3. Якою має бути структура фірми? Екстраполюючи їх на рівень корпорацій, можна стверджувати, що існують три ключові питання: чому виникають корпорації, якими є оптимальні межі корпорації, якою має бути структура корпорації?

Утім питання про межі корпорацій, зважаючи на їх розміри, набуває особливого значення. Якщо для інших організаційно-правових форм підприємництва така проблема прямо пов'язана з їх розвитком, генезис корпорацій у сучасному глобальному середовищі потребує постановки питання в іншому контексті: як і за допомогою яких механізмів можна обмежити зростання корпорацій та оптимізувати їх вплив на економічні та соціальні процеси? Чи варто взагалі його обмежувати?

Розмаїття сучасних теорій фірми веде до появи їх різноманітних класифікацій. Зокрема, одна з таких класифікацій пропонує поряд із суто фундаментальними течіями в теорії фірми виокремлювати і прикладні, пов'язані з функціональними сферами діяльності підприємства (фірми). Загалом у фаховій літературі виділяють кілька базових концепцій у теорії фірми (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика підходів до визначення сутності фірми

Підхід	Базова методологія	Сутність фірми	Функція фірми	Цілі фірми
Неокласична теорія фірми	Ресурсно-технологічний підхід	Система перетворення вихідних ресурсів в готову продукцію	Виробнича	Максимізація доходу, прибутку
Біхевіористська теорія фірми	Біхевіоризм	Колектив індивідуумів, що мають різні мотиви	Виробнича	Отримання задовільного прибутку
Підприємницька теорія фірми	Когнітілогія	Уособлення фірми та підприємця	Творча	Залежить від особистих цілей підприємця
Інституційна теорія фірми	Інституціоналізм	Множина контрактів та домовленостей між учасниками процесу створення цінностей	Узгодження діяльності з приводу виробництва товарів та послуг	Мінімізація трансакційних витрат
Теорія корпорації Дж. Гелбрейта	Інституціоналізм	Множина контрактів, що забезпечують стабільність не тільки бізнесу, але й суспільства	Соціальна	Плановий рівень зростання корпорації та мінімізація ризику
Еволюційна теорія організації	Еволюціонізм	Система, що еволюціонує	Економічна, соціальна, інституціональна	Стійкий розвиток
Мережева теорія організації	Мережевий підхід	Сукупність взаємопов'язаних цілями розвитку суб'єктів	Розвиток відносин з партнерами	Стійкий розвиток та розподіл ризиків між партнерами

Джерело: [226].

В рамках нашого дослідження немає потреби зупинятися детально на положеннях усіх без виключення напрямків теорії фірми, акцентуємо увагу на найбільш загальних підходах, які пояснюють причини виникнення фірми (корпорації) та її функціонування. Наприклад, симбіоз основних постулатів сучасних теорій фірми дав можливість окремим авторам виділити складові її соціально-економічної ролі (рис. 1.9).



Рис. 1.9. Соціальна економічна роль корпорації, визначена очікуваннями основних груп економічних агентів та суспільних груп

Джерело: розроблено автором

Зауважимо, що недоцільно обмежувати групи економічних агентів, які заінтересовані в діяльності корпорацій. Наведені на рис. 1.9 групи є найбільш типовими та значимими з погляду сучасного корпоративного сектору та глобального економічного середовища. Водночас їх перелік потенційно набагато ширший. На наведеному прикладі досить вдало можна

продемонструвати еволюцію наукових поглядів на фірму та її функціонування. Якщо у постулаті класичного та неокласичного підходу мета фірми — перетворення наявних ресурсів у товари та послуги з одночасною максимізацією прибутку, то надалі функції фірми значно ускладнилися у відповідь на трансформації, притаманні економічному середовищу.

Аналізуючи місце теорій фірми в дослідженні корпорацій, відзначимо таке:

1. Класичний та неокласичний напрями цієї теорії розглядали виключно фірму як надзвичайно важливого учасника економічних відносин, що займає ключове місце у виробництві товарів та наданні послуг.

2. У подальшому в теорії фірми з'явилися концепції, які акцентували увагу на корпораціях як провідних фірмах, що уособлюють основні характеристики цього поняття.

У цьому контексті варто звернути увагу на погляди Дж. Гелбрейта. В окремих питаннях учений цілком інноваційно підходив до аналізу ролі корпорацій як особливого роду фірм в економічних процесах. Саме наукові здобутки цього вченого найповніше характеризують трансформаційні процеси в економічній науці, пов'язані зі зростанням значення корпорацій.

Насамперед варто виокремити такі новаторські, як на той час, положення Дж. Гелбрейта [81]:

- у корпораціях управлінські повноваження зміщуються на користь того фактора, який найскладніше замінити. Спочатку таким фактором була земля, далі — капітал, на сучасному етапі — сукупність людей із різними знаннями, досвідом і т. п.;
- для ефективного функціонування корпорацій доцільно, щоб будь-яке рішення приймалося значною кількістю людей, які при цьому будуть спеціалістами вузького напрямку;

- максимізація прибутку не може розглядатися як виключна мета діяльності корпорації, управлінці намагаються створити таку ситуацію, у якій акціонери будуть заінтересовані в їхніх послугах.

Загалом праця Дж. Гелбрейта ознаменувала не тільки перехід до нових поглядів економічної науки на корпорацію, вона виявила і проблеми, з якими зіткнулися корпорації на той час, гостроти яких не знято і зараз. Зазначені проблеми стосуються насамперед взаємовідносин корпорації з іншими економічними агентами та суспільними групами.

У цьому контексті український учений А. Гальчинський зазначає: «Свого часу визначальним суб'єктом економічної глобалізації виступала держава, потім — транснаціональна корпорація; інформаційна революція формує передумови утвердження творчої особистості у відповідній якості» [69].

Виділяючи складні питання дослідження корпоративних фінансів, на наш погляд, доцільно їх пов'язати з глобалізаційними процесами, їх сутністю та суперечностями. Якщо спочатку фінансова наука сприймала глобалізацію (у тому числі економічну та її ознаку — інформатизацію) як беззастережно позитивне явище, то на сучасному етапі з'являється дедалі більше критичних поглядів. Утім, як цілком правильно підкреслює Дж. Стігліц, проблема не в глобалізації, а в тому, як вона здійснюється [426-427].

Аналіз фінансового виміру глобалізації показує, що більшість фахівців пов'язують її з такими складовими:

1. Невпинне зростання світового фінансового ринку з одночасним упровадженням інновацій на інструментарному та інституційному рівнях. Здійснення контролю за рухом капіталу як з боку держави, так і з позицій інших економічних агентів.

2. Нарощування фінансового потенціалу сучасних корпорацій, посилення їх домінування в усіх без винятку сферах суспільного життя. Антагонізм цілей корпоративних стратегій та цілей макрофінансової політики держави.

3. Експансія транснаціональних корпорацій часто орієнтована на максимальне і при цьому нерациональне використання ресурсного потенціалу країн із транзитивною економікою.

У таких умовах перед фінансовою наукою постають надзвичайно складні завдання. Насамперед вони пов'язані з пошуком відповідей на питання, чи можлива глобалізація «з людським обличчям». Слід визнати, що серед фахівців поступово формується прошарок, який досить критично сприймає глобалізацію та її наслідки. Ще більші суперечності існують у суспільних настроях щодо глобальних процесів.

Криза 2008–2010 рр. виявила тут надзвичайно гострі проблеми та поставила перед фінансовою наукою ряд питань, які потребують негайного пошуку відповідей. При цьому завдання науковців полягає не в обґрунтуванні способів «боротьби» з експансією ТНК та зростанням фінансових ринків; головна мета – розбудова фінансових відносин на рівні корпорацій у такий спосіб, щоб можна було досягти розумного компромісу між інтересами самої корпорації, інших суб'єктів корпоративного управління, держави, суспільства. Це надзвичайно складне завдання, особливо з урахуванням стійких світоглядних та цивілізаційних суперечностей, що існують нині. Як показав проведений аналіз, фінансова наука завжди адекватно реагувала на економічні процеси та потреби суспільства.

Утім отримані навіть кілька десятиліть тому наукові результати, як правило, стрімко втрачають своє значення в сучасних умовах. Це відбувається, зокрема, і через те, що корпорації перестали бути інструментом суто економічної експансії, їх стратегія стала, по суті, частиною політичної боротьби між державами та блоками держав.

«Золотий фонд» сучасної економічної науки становлять праці, відзначені Нобелівською премією в галузі економіки. Починаючи з 1969 р., коли вперше було вручено цю відзнаку Рагнару Фрішу з Норвегії та Яну Тінбергену з Нідерландів, саме дослідження нобелівських лауреатів, відзначених Банком

Швеції, привертають увагу науковців усього світу і часто є по поштовхом для нових пошуків.

Саме з таких позицій треба розглядати й окремі праці цих учених — вони не завжди мають суто прагматичне спрямування, але завжди по-новому підходять до вирішення тих чи інших теоретичних чи практичних проблем економіки. Навряд чи можна стверджувати, що протягом останніх десятиліть, коли присуджувалася ця премія, саме корпорація була в центрі досліджень, проте це не заперечує того, що значна кількість з них тією чи іншою мірою була присвячена економічним процесам, що прямо чи опосередковано стосуються корпорацій та їх фінансів.

В аналізі праць нобелівських лауреатів у галузі економіки становить інтерес питання про їх структурування з позиції належності до тих чи інших наукових шкіл. У цьому контексті спиратимемося на думку російського дослідника О. Лібмана (рис. 1.10).



Рис. 1.11. Структура західного наукового співтовариства (економістів та неекономістів, які вивчають економіку)

Джерело: систематизовано автором

Як бачимо, цей вчений вважає, що доцільно виділити:

- 1) мейнстрим;
- 2) неоортодоксальна економічна теорія;
- 3) дослідження економіки неекономістами;
- 4) комплекс наук про менеджмент [149].

Окремі автори розглядають присудження Нобелівської премії в галузі економіки з позиції міжкраїнових порівнянь. Зокрема, такий аналіз проведений російським дослідником О. Худокормовим [269]. Він наголошує, що на сучасному етапі розвитку економічної теорії спостерігається домінування вчених зі США, яким присуджено близько 70 % Нобелівських премій з економіки. При цьому вчений вважає, що питання щодо національної належності є надзвичайно важливим, оскільки таке підґрунтя по суті є базисом для наукового дослідження автора в тому чи іншому періоді його наукової роботи.

На наш погляд, такий поділ є певною мірою «штучним», оскільки, незважаючи на те, що праці ряду нобелівських лауреатів засновані на аналізі теоретичних та практичних проблем окремих національних економік, насамперед США, це не знімає питання щодо вибору методології дослідження, а також екстраполяції отриманих результатів на глобальному рівні.

Для прикладу відомий американський учений П. Самуельсон у своїх працях аналізував широке коло економічних проблем, у тому числі тих, що стосуються діяльності корпорацій [408].

У контексті цих питань становить інтерес позиція науковця стосовно розподілу доходів у рамках корпорації, наслідків, пов'язаних з її безмежним зростанням, та ролі менеджерів у зазначених процесах. Зокрема, учений вважав, що для великих корпорацій особливо гострою є проблема демократичності управління, адже за великої кількості акціонерів повноваження щодо контролю над діяльністю менеджерів та їх відповідальності реалізувати на практиці вкрай складно.

П. Самуельсон визначив докорінні зміни в особистих якостях менеджерів. Так, він вважав, що з початку 80-х років минулого століття корпоративна влада дедалі більшою мірою належить «бюрократам», які намагаються досягти високого рівня компромісу з акціонерами та суспільними інтересами.

Водночас учений виділяв дві базові проблеми у відносинах між менеджерами та акціонерами, актуальність яких, як бачимо, не знизилася й донині: по-перше, дивідендна політика та розподіл прибутків; по-друге, виплата менеджерам та/або інсайдерам різноманітних винагород, премій, «золотих парашутів» тощо. Отже, П. Самуельсон вважав, що потрібно вирішувати не проблему великих корпорацій, а проблему пошуку компромісу між великими корпораціями та суспільством.

У працях вихідця з України, американського економіста Саймона Кузнеця [366-367] (премія 1971 р. за емпірично обґрунтоване тлумачення економічного зростання) основна увага приділялася питанням, пов'язаним із чинниками економічного зростання в рамках окремих регіонів, країн.

На перший погляд, таке спрямування досліджень лише опосередковано стосується тематики корпоративних фінансів, однак зауважимо, що саме С. Кузнець виділив окремі аспекти зростання національного багатства, які можуть і мають стати дороговказом під час реформування економіки України взагалі та її корпоративного сектору зокрема. Так, учений вважав, що економічне зростання може бути наслідком виключно структурних реформ, які охоплюють усі сфери життя суспільства [366-367].

Проте визначальним чинником благополуччя є науково-технічний прогрес. Відповідно до цього С. Кузнець закликав удосконалювати інтелектуальний клімат у країні, базовими елементами якого є боротьба за рівноправність, звільнення від релігійних забобів та націоналізм. Суспільство має бути готовим до сприйняття інновацій, що пропонуються науковим середовищем, і змінювати відповідно власну інституційну модель. Для кращого

розуміння місця теорії економічного зростання С. Кузнеца та її відмінностей від інших подібних теорій, наведемо таку таблицю (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Місце моделі економічного зростання С. Кузнеца в системі моделей економічного зростання

Напрямок економічної теорії	Автори	Базові положення
Кейнсіанство	Дж. М. Кейнс, Р. Харрод	Однофакторна модель економічного зростання, в якій національний дохід є функцією капіталу. Водночас попит на інвестиції визначається темпами зростання національного доходу
Класична економічна теорія	Р. Солоу, П. Дуглас, Ч. Кобб	Багатофакторна модель економічного зростання, у якій головна мета — заміщення праці капіталом
Інституціоналізм	С. Кузнец	Динаміка національного доходу та економічне зростання в сучасних умовах значною мірою визначаються вкладеннями в людський капітал

Джерело: систематизовано автором.

Теорія економічного зростання С. Кузнеца завдяки своїм позитивним характеристикам здобула чимало прихильників у наукових колах. Так, на сучасному етапі розвитку науки вже не підлягає сумніву, що початок економічного зростання пов'язаний із формуванням капіталістичних інститутів, розвитком ринкової економіки, зростанням гарантій для приватної власності []. Водночас вказані фактори значною мірою пов'язані і з функціонуванням корпорацій, точніше, є першоосновою для розвитку корпоративного сектору в інформаційній економіці.

Послідовники моделі економічного зростання С. Кузнеца розглядають ще один надзвичайно важливий аспект, пов'язаний із реформуванням економічних

відносин у різних країнах. Це стосується прямого зв'язку між рівнем демократизації суспільства та рівнем його економічного розвитку [355].

Зокрема, один із ідеологів економічних реформ у Росії Є. Гайдар підкреслював, що в країнах з низьким рівнем економічного розвитку найімовірнішим політичним режимом є монархія або нестабільний авторитаризм. Такий підхід дає можливість по-новому поглянути на роль корпорацій у демократизації сучасного суспільства [68].

Саме корпорації як найбільш потужні економічні інституції, що об'єднують інтереси багатьох людей, мають бути рушієм економічних і політичних реформ, оскільки стратегії, орієнтовані на максимальне використання природних ресурсів, є ефективними виключно в короткостроковій перспективі.

Надзвичайно важливим параметром, що досліджувався американським економістом Р. Солоу в контексті економічного зростання, є технологічний прогрес. Учений виходив з того, що зміна виробничої функції в моделі економічного зростання відбувається під впливом технологічних змін.

Проте технічний прогрес по-різному впливає на виробництво в різних країнах. Зокрема, у країнах, що розвиваються, або в країнах із транзитивними економіками як прогресивні можуть використовуватися технології, котрі в розвинутих країнах перебувають у кінці свого життєвого циклу [145].

Зміна галузевої структури економіки під впливом технологій можлива за двома напрямками:

1. Створені передумови для виникнення нової галузі економіки взагалі. У цьому разі з'являється потреба в нових виробничих потужностях, формуються потоки капіталу тощо.

2. Технологічні зміни ведуть до якісних змін товарів, що вже існують на ринку.

Як правило, обидва напрями існують паралельно. Відповідно технологічний прогрес не потрібно розглядати як певне одиничне явище, він описує множинні зміни в технологіях, появу нових ринків.

Як і інші актуальні концепції економічного зростання, праці Р. Солоу значною мірою пояснюють чинники домінування в глобальному економічному середовищі корпорацій з економічно розвинутих країн. Основа їх лідерства — доступ до технологій та їх використання як базової переваги над іншими корпораціями. Отже, можна зробити висновок, що основою конкуренції для корпорацій з країн із транзитивною економікою має стати технологічний чинник, підтриманий відповідними структурними реформами.

Американський економіст Герберт Саймон (Нобелівська премія 1978 р. за новаторські дослідження процесу прийняття рішень у рамках економічних організацій) [416] об'єктом своїх наукових досліджень обрав процес прийняття рішень. Учений поставив під сумнів тезу про те, що максимізація прибутку є найважливішим мотивом економічної діяльності для індивідуумів і фірм. Він доводить, що максимізація прибутку є значною мірою абстракцією, а індивідууми та фірми (в особі менеджерів, що ними управляють) діють на основі такого:

1. Існує певний рівень цілей, якого зазначені економічні агенти намагаються досягти. Якщо протягом тривалого періоду такі цілі не були досягнуті, найімовірніше суб'єкти знижують їх рівень, а якщо це відбувається знову — емоційно реагують на цей факт.

2. Люди не мають достатньо можливостей, щоб математично точно розрахувати наслідки вибору з багатьох альтернатив. Тому навіть після визначення цільової функції жоден індивід чи фірма не можуть її реалізувати через проблеми з розрахунком.

По суті, погляд Г. Саймона на організацію та її функціонування заснований на неформальному підході, підприємливості та еволюції, проте з

виділенням гостроти конфліктів, притаманних організації на сучасному етапі розвитку.

Г. Саймон виділяє щонайменше три відносно надійні методи, за допомогою яких можна спостерігати за поведінкою індивідів під час прийняття та реалізації економічних рішень. До них учений насамперед відносить:

1. Лабораторні дослідження психологів, які доводять неправильність тези класичного підходу до мікроекономіки, згідно з якою люди в умовах відносно простого вибору орієнтуються виключно на максимізацію власної корисності і формують відповідну модель поведінки.

2. Власні дослідження, у результаті яких учений дійшов висновку, що відповідно до критерію розумної достатності індивід припиняє свої дії тоді, коли досягає прийняттого, а не оптимального, рівня задоволення своїх потреб.

3. Емпіричні спостереження за процесом прийняття економічних рішень у рамках окремих організацій.

Зазначимо, що відразу після нагородження Г. Саймона Нобелівською премією в галузі економіки у світовій економічній науці настала певна пауза стосовно досліджень у сфері поведінкової економічної теорії. Проте вона була відносно нетривалою, і вже з початку 90-х років минулого століття цей напрям знову почав стрімко розвиватися. Про це, зокрема, свідчить нагородження Нобелівською премією таких учених:

- німецького економіста Р. Зельтена у 1994 р., який переважно досліджував ігрові моделі в економіці, але частина його праць була присвячена саме проблемам аналізу факторів, що впливають на прийняття рішення індивідуумами [124];

- Д. Канемана і В. Сміта у 2002 р. «За дослідження у сфері прийняття рішень та механізмів альтернативних ринків»

В свою чергу, Г. Беккер (премія 1992 р. за дослідження широкого кола проблем людської поведінки та реакції, яка не обмежується виключно

ринковою поведінкою). Відомий американський економіст небезпідставно вважається найвидатнішим представником теорії «людського капіталу». У своїх працях він доводив надзвичайно важливу роль освіти в розвитку суспільства. На його думку, особи, які здобувають вищу освіту, лише на перших порах програють за рівнем доходів особам, які вирішили обмежитися виключно середньою освітою [290-291].

Цікавою є позиція цього науковця щодо питань, які прямо пов'язані з підприємницькою діяльністю. Зокрема, в одній зі своїх праць (у співавторстві з К. Мерфі та А. Вернігом) він вводить до наукового вжитку поняття «ринку статусу», який розглядає як важливий мотив для діяльності в суспільстві, у якому люди взаємодіють одне з одним [291].

Відповідно статус стає об'єктом купівлі-продажу, а володіння ним — предметом гострої конкурентної боротьби між індивідуумами. На наш погляд, праці Г. Беккера у цьому напрямі пояснюють домінування одних соціальних груп у суспільстві над іншими. Окрім того, вони дозволяють зробити висновок про формування особливого управлінського класу для сучасних корпорацій. При цьому «статус» менеджера пов'язаний з отриманням вагомих економічних благ, водночас володіння ним потребує суттєвих витрат.

З позиції корпоративних фінансів становить інтерес поділ К. Мерфі, Г. Беккером та А. Вернігом «ринків статусу» на дві групи — європейську та північноамериканську. Вчені доводять, що європейське суспільство є більшою мірою закритим, тому вагома частина «статусу» пояснюється тим, що він надається індивідууму апріорі.

У північноамериканській системі суспільство є відкритим, тому в індивідуумів набагато ширші можливості досягти підвищеного «статусу» для себе порівняно з початковим. Значною мірою такий підхід пояснює і різницю в національних моделях корпоративного управління, насамперед стосовно ролі менеджерів та акціонерів.

Як бачимо, світова економічна наука перебуває в постійному пошуку відповідей на гострі й важливі питання, пов'язані з макро- та мікроекономічними процесами. Водночас на основі проведеного аналізу можна зробити висновок про універсальність більшості теорій учених, які здобули Нобелівську премію в галузі економіки за останні більш ніж чотири десятиліття.

З позиції методологічних засад дослідження корпоративних фінансів в інформаційній економіці слід виділити наступні особливості:

1. Інформаційна економіка є динамічною системою відповідним чином трансформуються і корпоративні фінанси що, в свою чергу, актуалізації методів дослідження.

2. Наскрізний характер притаманний корпоративним фінансам з позиції їх впливу на економічні, політичні та соціальні процеси обумовлює необхідність використання системного підходу, який базується на використанні широкого спектру методів, в тому числі тих, що використовують у неекономічних науках.

3. Поглиблення суперечностей між існуючими класичними та неокласичними концепціями та доктринами економічної науки та прагматикою функціонування корпоративних фінансів в інформаційній економіці.

Висновки до розділу 1

У процесі своєї еволюції корпорації перетворилися на домінуючу організаційно-правову форму підприємництва. В основі такого лідерства — особливості організації їх фінансового господарства насамперед здатність корпорацій до формування значних капіталів. Окрім того, поступово сучасні корпорації перетворилися на інституції в рамках яких об'єднуються не тільки

капітали, але й здібності, компетенції тощо. Для корпоративних фінансів характерними є і переваги і недоліки, але якісні домінуючі ознаки визначили перетворення корпорацій на головну організаційно-правову форму підприємництва.

Вихідною категорією корпоративних фінансів є дохід. Саме дохід окреслює роль корпорацій та корпоративних фінансів в економічному житті сучасного суспільства – така позиція виходить з того, що будь-яка корпорація є об'єднанням капіталу кількох співвласників. І саме дохід характеризує головний мотиваційний механізм, що спонукає до об'єднання засновників акціонерного товариства. Водночас дохід характеризує і процес формування капіталу корпорації за рахунок випуску інших фінансових інструментів, наприклад облігацій.

Розвиток корпоративних фінансів на сучасному етапі характеризується суттєвими трансформаціями, першопричиною яких стало функціонування інформаційного суспільства як найвищої форми організації суспільного розвитку. Найбільш значимий наслідок розбудови інформаційного суспільства для фінансових відносин (і на макрорівні, і на мікрорівні) – істотна зміна стратегій, поведінкових стереотипів, цілей та цінностей, властивих діяльності фінансових агентів. Невід'ємною складовою інформаційного суспільства є інформаційна економіка; у свою чергу, інформаційна економіка значною мірою під впливом розвитку різноманітних технологій стає економікою фінансовою.

Сучасна теорія корпоративних фінансів формувалася протягом тривалого періоду. Наукові вчення та течії, що розвивалися до XX ст., служать базисом для формування концептуальних підходів до розуміння корпорації та її функціонування найчастіше побіжно. А вже у XX–XXI ст. виникли наукові школи, які безпосередньо розглядали як об'єкт дослідження корпоративні утворення, їх фінансову діяльність, управлінські аспекти функціонування. дедалі більше постулатів та концепцій науки про фінанси будуть щонайменше трансформовані, а то й підлягатимуть повному перегляду. Значною мірою це

стосуватиметься і корпоративних фінансів, що об'єктивно визначить і зміни в методології аналізу корпоративних фінансів в інформаційній економіці.

Основні положення Розділу 1 висвітлені в наступних наукових працях автора [15; 20; 22; 34].

РОЗДІЛ 2

ФІНАНСОВЕ СЕРЕДОВИЩЕ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ: РОЛЬ ІНФОРМАЦІЇ

2.1. Інформаційна складова фінансового середовища корпорацій

Кожна корпорація здійснює свою діяльність у певному навколишньому середовищі. З самого початку зародження корпорацій, їх взаємодія з зовнішнім світом сприймалася як об'єктивний процес. Точніше, саме зовнішнє середовище розглядалося як щось наперед задане, на яке корпорація вплинути суттєвим чином не може. Проте поступово прийшло розуміння того, що своєрідна «закритість» корпорації не дає можливості врахувати усі переваги та загрози, які «надходять» ззовні. На сучасному етапі розвитку фінансової науки такий підхід активно трансформується з урахуванням тієї особливої ролі, яку відіграють корпорації у глобалізованій економіці, а також змін, що притаманні самій інформаційній економіці.

Зазначимо, що аналіз взаємодії корпорації з зовнішнім середовищем є відносно новим напрямом економічної науки. Так, його зародження цілком аргументовано пов'язують з працями німецького економіста Х. Ульріха, який запропонував розглядати підприємство як відкриту систему, звернену до зовнішнього середовища [449].

Разом з тим, до цього часу залишаються недостатньо обґрунтованими багато проблем. Зовнішнє фінансове середовище корпорації є надзвичайно динамічним, тому усі існуючі його характеристики доволі швидко втрачають актуальність та вимагають постійного удосконалення. Окрім того, зважаючи на формування кількісних змін, що характеризують інформаційну економіку,

виникає питання про роль інформації у цих процесах, яким чином інформація змінює принципи взаємодії корпорації та зовнішнього середовища.

Відзначимо, що у фаховій літературі немає єдиних підходів до визначення фінансового середовища, в якому функціонує корпорація. Більше того, доволі часто вживаються зовсім різні поняття «зовнішнє середовище», «макросередовище», «фінансове середовище» тощо.

Так, відомий вітчизняний науковець І. Бланк вказує, що під фінансовим середовищем функціонування підприємства треба розуміти систему умов і чинників, що впливають на організацію, форми і результати його фінансової діяльності. При цьому зовнішнє фінансове середовище фактично обмежене національною фінансовою сферою [55].

Надалі І. Бланк зазначає, що зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу характеризує систему умов, що проявляються на макрорівні, і чинників, які впливають на організацію, форми і результати фінансової діяльності підприємства в довгостроковому періоді, прямий контроль над якими воно здійснювати не має можливості. Тоді як у формуванні умов зовнішнього фінансового середовища непрямого впливу істотну роль відіграє державна фінансова політика та державне регулювання фінансової діяльності підприємств.

На наш погляд, така позиція є в достатній мірі обґрунтованою, про те, все ж має певні недоліки, зокрема в частині впливу зовнішніх факторів, які впливають на фінансову діяльність підприємства. Більше того, напевно чи можна вважати коректним обмеження фінансового середовища національною фінансовою сферою.

Досить своєрідно розглядає сутність фінансового середовища Є. Шохіна, яка зазначає: «Фінансове середовище підприємництва представляє сукупність господарюючих суб'єктів, що діють поза даного підприємства і впливають на можливості фінансового менеджменту розміщувати грошові кошти та отримувати доходи» [257, с. 14-15]. На наш погляд, такий підхід в більшій мірі

характеризує конкурентне середовище, в якій корпорація (підприємство), здійснює свою економічну діяльність, в тому числі – фінансову. Незрозумілим в достатній мірі є і питання аналізу саме в розрізі фінансового середовища підприємництва, а не підприємства.

Цікавою є позиція Р. Яблокової: «Фінансове середовище підприємництва – це комплекс взаємних багатосторонніх ділових зв'язків підприємства з суб'єктами і об'єктами фінансових відносин» [279]. Як бачимо, цей науковець вважає, що фінансове середовище представляє собою процес взаємодії підприємства з іншими економічними агентами. Проте, на наш погляд, існують і зауваження:

- по-перше, як вже зазначалося, некоректний акцент на середовищі підприємництва, а не підприємства;
- по-друге, абсолютно незрозумілим є аналіз ділових зв'язків з об'єктами фінансових відносин.

В свою чергу, А.Таєв стверджує, що фінансове середовище підприємництва – це наявність умов і факторів, які опосередковують грошові відносини підприємства і які впливають на величину і напрямок руху грошових потоків і вимагають прийняття фінансових управлінських рішень, спрямованих на досягнення підприємством [236, с 5-6].

І. Тактаров до середовища діяльності підприємства включає в себе і можливості, що виникають у підприємства: «Фінансове середовище підприємницької діяльності – це сукупність факторів і можливостей, оточуючих господарюючий суб'єкт в процесі його фінансово-економічної діяльності» [237]. Причому під факторами в даному випадку розуміються кон'юнктура ринків – фінансових і товарних, діюча система оподаткування, законодавче та нормативне регулювання. Можливості господарюючого суб'єкта визначаються наявністю відповідної інфраструктури, а саме:

- доступом до фінансових ресурсів через систему інвестиційно-кредитних відносин; можливістю формування інвестиційних портфелів;

- застосуванням фінансових інструментів і термінових контрактів для страхування і хеджування підприємницьких ризиків тощо.

Як бачимо, серед фахівців поширені різні підходи до характеристики зовнішнього фінансового середовища – як системи умов та чинників, як сукупності інституцій (суб'єктів), як певних умов та навіть можливостей у фінансовій діяльності тощо. Відсутність єдиного підходу до виділення характеристик зовнішнього фінансового середовища, на наш погляд, є неприпустимим, оскільки не дає в повній мірі охарактеризувати особливості функціонування в ньому корпорацій та виокремити роль інформації.

Для обґрунтування авторської позиції з цього питання підкреслимо, що насамперед треба акцентувати на відносинах, які виникають у корпорації з зовнішніми економічними агентами. Мова йде про надзвичайно широке коло фінансових відносин. Насамперед це відносини із засновниками та акціонерами, пов'язані з первинним розміщенням акцій та залученням капіталу, з виплатою дивідендів у процесі розподілу прибутку, його реінвестуванням, з можливим викупом акцій на вторинному ринку і т.п.

Корпорація також має відносини з менеджерами та працівниками, які оформлені у вигляді трудових угод. Доволі часто ця група економічних агентів володіє й акціями корпорації, придбаними на ринку або отриманими під час реалізації різноманітних програм преміювання працівників корпораціями. Зауважимо, що саме фінансові відносини між менеджерами, акціонерами та безпосередньо корпорацією характеризуються найвищим ступенем конфліктності.

Особливий вид фінансових відносин — це відносини між державою та корпораціями, обумовлені, зокрема, такими чинниками [234]:

- багато фінансових рішень корпорації потребують імплементації з погляду держави (наприклад, реєстрація випуску емісійних цінних паперів, отримання ліцензії на здійснення окремих видів господарської діяльності тощо);

- корпорації — великі платники податків і різноманітних платежів до централізованих фондів фінансових ресурсів;
- корпорації є реципієнтами різноманітних фінансових допомог з боку держави (наприклад, пряма підтримка державою окремих видів діяльності);
- корпорація може постачати певні товари або послуги для публічного сектору;
- держава може бути і власником корпорації, володіючи певним пакетом акцій.

У корпорації виникають економічні відносини з контрагентами в процесі діяльності на ринках товарів і послуг. Корпорація — також активний учасник фінансового ринку та ринку фінансових послуг, за допомогою якого вона задовольняє власні потреби в капіталі, інвестує в різноманітні інструменти та може управляти різноманітними фінансовими ризиками. Корпорація є також активним споживачем фінансових послуг, але може бути і їх офферентом, що, відповідно, обумовлює її відносини з суб'єктами фінансового ринку та ринку фінансових послуг.

На наш погляд, для характеристики зовнішнього фінансового середовища корпорації слід врахувати наступне:

1. Процеси фінансової глобалізації, як однієї із форм інтеграційних процесів. Як зазначають фахівці, фінансова глобалізація є одним із процесів глобалізації, який розуміють як вільний та ефективний рух капіталів між країнами та регіонами, функціонування глобального ринку, формування системи наднаціонального регулювання міжнародних фінансів, реалізацію глобальних фінансових стратегій ТНК та транснаціональних банків [267, с. 2-4].

Загалом, в розрізі об'єкту нашого дослідження немає потреби детально аналізувати багатоаспектний зміст понять «глобалізація», «фінансова глобалізація». Проте, незважаючи на це, слід розуміти, що вона є об'єктивним

та динамічним явищем, яке з кожним роком здійснює все більший вплив на економічну систему країн. Зупинимось лише на деяких, найбільш цікавих з нашої точки зору підходах. Так, російський дослідник А. Мовсесян вважає, що «...глобалізація – це комплекс взаємопов’язаних процесів, які відбуваються в планетарному масштабі, в кожному з них є механізми саморегуляції, а основний їх напрямок – це планетарна єдність» [165].

Т. Бельська підкреслює і роль інформації в процесах глобалізації: «Глобалізація – характеристика сучасної епохи, яке визначає початок нової ери взаємодії держав, культур, економічних систем, світових співтовариств та індивідів, спричиняючи фундаментальні перетворення в усіх сферах суспільного життя. Вона є об’єктивним процесом, що став можливим за умови інформаційної революції» [54]. Відповідно, зовнішнє фінансове середовище будь-якої корпорації, поступово набуває, якщо вже не набуло на цей час глобального характеру. В інформаційній економіці на сучасному етапі вкрай складно уявити корпорацію, яка повністю «закрита» від зовнішнього середовища. Свідома «експлуатація» власної закритості характерна в першу чергу для корпорацій, які функціонують на інституційно недосконалих національних ринках.

2. Ймовірнісний характер, який визначає ризик для фінансової діяльності підприємства. Поточне функціонування суб’єктів фінансових відносин та планування їх діяльності на середньо- та довгострокову перспективу передбачає врахування численних подій, які мають різноманітну природу і можуть як позитивно, так і негативно позначитися на показниках фінансової діяльності. В економічній літературі такі події називаються «екстремальними» (за термінологією OECD), оскільки вони служать для характеристики рідкісних імовірних подій [329]. Зазначимо, що роль зовнішніх шоків у економічних (в т.ч. фінансових) процесах відповідним чином відобразилася і в різноманітних економічних концепціях.

Як зазначають окремі економісти, всі теорії циклу поділяються на інтернальні (пояснюють виникнення коливань ділової активності внутрішніми причинами самої економічної системи) та екстернальні теорії (пояснюють циклічні коливання зовнішніми причинами). Зазвичай екстернальні теорії циклу розглядають як такі, що вважають першопричиною коливань зовнішні (по відношенню до економічної системи) шоки: наприклад, розповсюдження нової технології, зміну цін на енергоносії тощо [147].

Найбільш поширеною є наступна класифікація ризиків залежно від джерел їх походження (рис. 2.1).

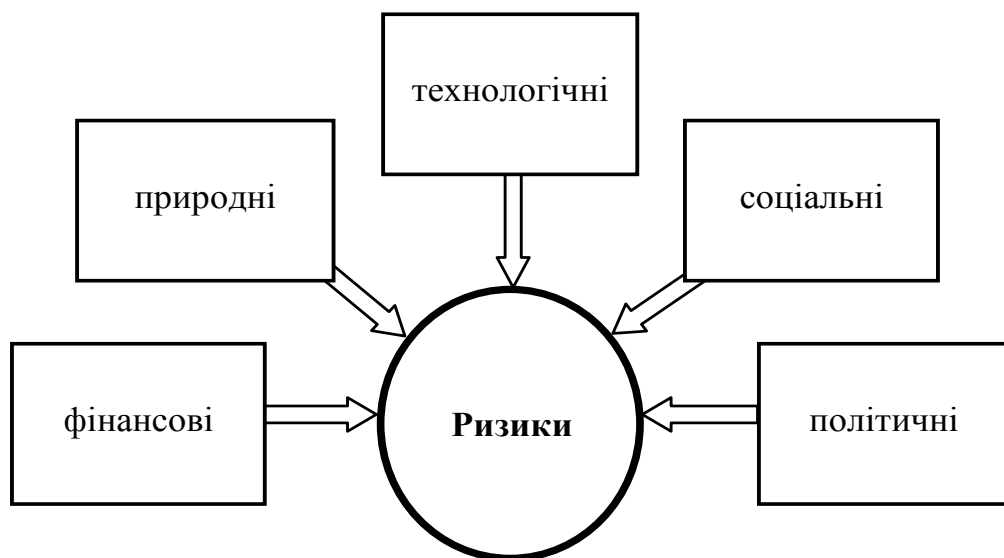


Рис. 2.1. Класифікація ризиків залежно від джерела походження

Джерело: складено автором за [395].

У широкому розумінні йдеться про ризики – події, настання яких має ймовірнісний характер і щодо яких звичайно укладаються договори страхування (або використовуються інші інструменти ризик-менеджменту). З певними застереженнями наведені вище джерела ризику характеризують в цілому і елементи зовнішнього фінансового середовища для сучасних корпорацій.

3. Комплексний характер. По суті, йдеться про так звані комплексні системи. Наведені комплексні системи мають місце як у природі (людський

мозок), так і в системах, створених людиною (в т.ч. – фінансова система) (табл. 2.1):

Таблиця 2.1

Характеристика комплексної системи

Характерна риси	Короткий опис
Адаптивність	Елементи комплексної системи пристосовуються до дій інших компонентів та змін у навколишньому середовищі
Складність	Вивчення окремого елемента системи не дає можливості отримати уявлення про систему в цілому
Самоорганізація	Автономна адаптація до зміни умов як наслідок адаптивності окремих елементів
Наявність точок тяжіння	Динамічний стан системи, до якого система постійно повертається
Наявність критичних точок	Точки тяжіння, яким притаманний потенціал породжувати стрімкі переходи системи з одного стану в інший
Хаос	Підвищена чутливість до початкових характеристик системи. Не повністю передбачувані, хаотичні системи повинні, однак, демонструвати порядок через наявність так званих точок тяжіння
Нелінійність	Зміни однієї характеристики або компонента системи мають непропорційно значний ефект на інші характеристики або компоненти. Прогноз у такій системі передбачає використання складних імовірнісних алгоритмів
Наявність переходу між фазами	Поведінка системи може змінюватися радикально, іноді безповоротно, коли досягнуто переломного моменту або фази переходу
Степенева залежність	Частота певної події залежить від сили дії певної властивості події (наприклад, масштабу)

Джерело: [395]

4. Зовнішнє фінансове середовище характеризує умови, фактори та чинники фінансових відносин корпорації з іншими економічними агентами. Зрозуміло, що така характеристика відбувається за допомогою інформації.

Окремо слід зупинитися на інформаційній компоненті фінансового середовища, в якому функціонують корпорації. Розглянемо найбільш актуальні підходи до поняття інформація у наукових джерелах.

Український фахівець О. Теліженко вважає, що економічної точки зору, інформація – це один з видів ресурсів (відомості, дані, значення незалежно від сфери їх прояву), який використовується в господарсько-економічній діяльності та отримання якого вимагає витрат часу та інших видів ресурсів [240].

В свою чергу, М. Алексєєва стверджує, що інформація – це сукупність відомостей про об'єкт, яка може бути представлена фактичними даними й залежністю між ними [3].

Інший підхід виходить з того, що інформація – це відомості про навколишній світ, та процеси, що протікають у ньому, сприймані людиною або спеціальним устроєм [245].

Майже ідентичною є позиція С. Мельниченко: «Інформація – це відомості про об'єкти і суб'єкти навколишнього середовища, їх кількісні та якісні характеристики, які сприймають та якими обмінюються різні інформаційні системи в процесі своєї життєдіяльності» [158, с. 130]. Вітчизняний науковець Радзієвська В.М. пропонує розглядати інформацію з двох точок зору: як загальний масив даних та як окрему категорію, яка має свої характерні риси і ознаки і справляє вплив на окремі явища та процеси [197].

Відзначимо, що закордонні автори дещо інакше оцінюють сутність інформації, як правило, виділяючи роль людини у процесі її збирання та обробки. Так, Р. Акофф визначає інформацію як виділену, впорядковану частину даних, оброблену для подальшого використання [281]. В свою чергу,

К. Джането стверджує, що інформація – це «оброблені дані», тобто дані, які були інтерпретовані і представлені в придатній для використання формі [91].

Існують і інші наукові позиції: «Інформація – це дані, представлені в контексті. Тобто, у визначенні поняття «інформація» підкреслюється її зв'язок з даними, на базі яких вона отримана. При цьому не всі дані можуть бути трансформовані в інформацію, оскільки якісь з них можуть бути надмірними, помилковими, сумнівними, тобто такими, що не представляють інтерес з погляду практичного використання в управлінських процесах» [161]. Як бачимо, значна кількість дослідників розглядають інформацію як відомості про що-небудь, що є об'єктом збору, зберігання й переробки. На нашу думку, подібний підхід не враховує людського фактору в процесі появи інформації, тобто в цьому сенсі інформація носить суб'єктивний характер.

В свою чергу, філософський енциклопедичний словник дає наступне тлумачення терміна «інформація» [255]:

- 1) повідомлення, освідомлення про стан справ, відомості про що-небудь, передані людьми;
- 2) зменшувана, знята невизначеність як результат одержання повідомлення;
- 3) повідомлення, нерозривно пов'язане з управлінням, сигнал у єдності синтаксичних, семантичних і прагматичних характеристик;
- 4) передача, відбиття різноманітності в будь-яких об'єктах і процесах (неживої і живої природи).

До її основних властивостей можна віднести:

- 1) повноту — обсяг інформації, достатність її для прийняття обґрунтованих рішень;
- 2) достовірність — ступінь викривлення інформації;
- 3) зрозумілість — можливості інтерпретації інформації її користувачем, отримувачем;

4) актуальність — відповідність інформації поточному стану справ, що значною мірою залежить від часу передання та опрацювання даних;

5) корисність — суб'єктивна властивість, яка показує можливості використання інформації її отримувачем.

Поряд з властивостями доволі часто вчені висувають і окремі вимоги до інформації. Зокрема, можна погодитися з тими науковцями, які вважають, що головна вимога до економічної інформації — як найповніше відображати сутність предмета. Адекватність інформації — це реальне відображення дійсності, в якій наявні всі суттєві й відкинуті несуттєві ознаки [97].

В абсолютній більшості робіт вчені визнають ключову роль інформації в економічних, суспільно політичних процесах. До функцій економічної інформації фахівці насамперед відносять [243]:

- прогнозування - відображає ймовірне твердження про майбутній стан господарських процесів. Наприклад, прогнозований розмір прибутку корпорації;

- функція планування - описує економічні процеси, що мають відбутися в заданому часовому періоді. Наприклад, обсяг випуску конкретного найменування продукції, кількість матеріалів конкретного найменування за договором;

- облікова — пов'язана з функціями оперативного, бухгалтерського, статистичного обліку та відбиває господарські процеси, які вже здійснилися, а також фактичний стан;

- нормативна — пов'язана з функцією підготовки виробництва.

Екстраполяція наведених визначень інформації, її характеристик, вимог до неї на запропоноване нами вище визначення зовнішнього фінансового середовища, дає можливість стверджувати:

1. Інформація характеризує зовнішнє фінансове середовище корпорації.

2. За допомогою інформації можна описати та визначити ступінь динамічності зовнішнього фінансового середовища.

3. Інформація дає змогу детермінувати ймовірнісний характер умов та чинників зовнішнього середовища як комплексної системи.

4. Фінансові відносини корпорації з будь-яким іншим економічним агентом засновані на інформації, є причиною виникнення інформації, її обробки та подальшого використання.

Таким чином, інформація є важливим ресурсом соціально-економічного, технологічного і культурного розвитку. Більше того, інформація сьогодні визначається головною вартістю цивілізації і отримує статус домінанти. Інформація є цінною постільки, постільки сприяє досягненню поставленої цілі. Одна і та ж інформація має різну цінність, якщо її розглядати з точки зору використання різних цілей [183].

Завдяки інформаційно-комунікаційним технологіям досягається узгодженість функціонування різних сфер і галузей економіки, забезпечується оперативна взаємодія управлінських структур різного рівня, у великому обсязі надаються різноманітні інформаційні послуги населенню, створюється інформаційне поле для масштабної підприємницької діяльності.

Постійно удосконалюються техніко-технологічні засоби передавання інформації та регулювання інформаційних потоків. Йдеться про комп'ютери, кабельні мережі, технічні засоби телекомунікаційного зв'язку, програмне забезпечення, електронні інформаційні технології тощо [95].

Одним із головних напрямів формування корпорацій є використання високошвидкісних інформаційно-комунікаційних технологій як неодмінних супутників корпорацій, що успішно розвиваються. Як свідчать вчені, це зруйнувало замкнутість корпорації, унаслідок чого відбулося практично миттєве поширення нових ідей та інтелектуальних розробок. Конкурентна боротьба змусила корпорації формувати свій інформаційний простір, в якому фіксуються всі зовнішні вимоги й можливості розвитку [146].

Варто зазначити, що навіть саме зростання обсягу інформації, з якою потрібно мати справу, створює чимало проблем. Суперечності в різних джерелах заважають формуванню об'єктивного уявлення. Американський економіст Г. Саймон відзначає, що інформація є безсумнівним благом тільки тоді, коли її мало. За умови надлишку даних вона стає негативним чинником, відволікаючи від істотних речей [416].

Погоджуються з цією позицією і вітчизняні автори: «За повнотою економічна інформація поділяється на достатню, надмірну й недостатню. Для розв'язування задач потрібна досить конкретна за змістом достатня інформація. Надмірна - містить зайві дані, що або зовсім не використовуються при розв'язуванні конкретних задач, або виконують контрольні-дублюючі функції» [125].

Прийняття раціональних рішень в управлінні корпоративними фінансами ускладнюється внаслідок зростання обсягу надлишкової інформації. З розвитком інформаційних технологій її отримання стає дедалі простішим і дешевшим, а тому головне завдання полягає в якісній обробці інформації.

Зміни у середовищі функціонування корпорацій, зростання ролі корпорації призводить до адекватних трансформацій у управлінні корпоративними стратегіями. Зокрема, це призводить до виникнення корпоративних інформаційних систем (стратегій) (див. п.п. 2.4), як окремого специфічного виду діяльності на рівні корпорації, який виник внаслідок перетворення інформації на важливий фінансово-економічний ресурс.

Поєднавши усі наведені характеристики, можна дати наступне визначення: «Зовнішнє фінансове середовище – це динамічна комплексна система, що на глобальному рівні характеризує детермінанти ймовірнісного характеру, в яких реалізуються фінансові відносини корпорації з іншими економічними агентами».

На наш погляд, до зовнішнього фінансового середовища можна віднести економічні, політичні, соціальні, правові й технологічні і т. п. чинники (рис. 2.2).

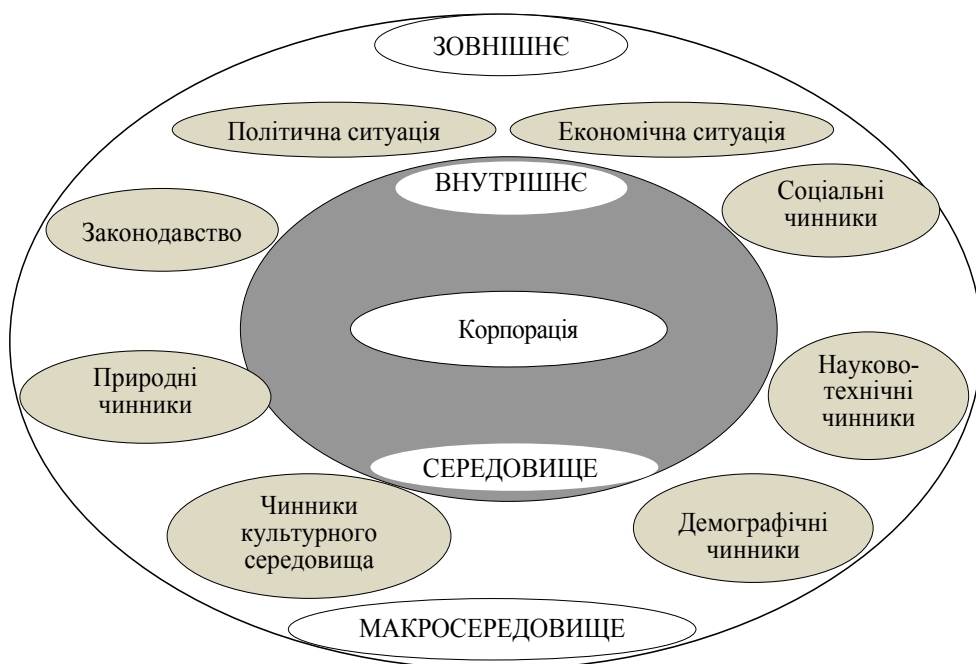


Рис. 2.2. Фінансове середовище функціонування сучасної корпорації

Джерело: розроблено автором

Продовжуючи вивчення цього питання, зауважимо, що в окремих джерелах науковці не тільки розглядають сутність фінансового середовища, але й використовують щодо нього різноманітні класифікаційні ознаки.

Так, окремі закордонні автори вважають за необхідне виділяти мікросередовище підприємництва, яке представлене найближчим оточенням підприємства, тобто мікрорівнем, та макросередовище – яке представлене факторами макрорівня [256].

Майже ідентичною з цього питання є позиція О. Зонової, яка стверджує, що макросередовище представлене більш широким оточенням, який впливає на кон'юнктуру ринку в цілому, і включає природний, технічний, політичний, економічний, демографічний і культурний фактори. Мікросередовище характеризується суб'єктами, що мають безпосереднє відношення до даного

підприємства і до можливостей його керівництва по витяганню доходів. У неї входять постачальники, посередники, покупці (клієнти), конкуренти, контактні аудиторії [123].

Також у складі фінансового середовища функціонування підприємства можуть виділятися:

- зовнішнє фінансове середовище непрямого впливу (включає в себе систему проявляються на макрорівні умов і факторів, що впливають на підприємство, наприклад, державна фінансова політика);

- зовнішнє фінансове середовище безпосереднього впливу (характеризує систему умов і факторів, що впливають на підприємство в процесі його взаємовідносин із контрагентами з фінансових операціях і операціях, наприклад, відносини з покупцями і постачальниками, банками та страховими організаціями тощо);

- внутрішнє фінансове середовище (являє собою систему умов і факторів, що визначають вибір організації та форм фінансової діяльності підприємства з метою досягнення найкращих результатів, які знаходяться по безпосереднім контролем керівників та фахівців фінансових служб підприємства, наприклад, персонал підприємства).

На наш погляд, виділення ще якихось додаткових складових у фінансовому середовищі фактично тільки ускладнює дослідження. Більше того, в умовах інформаційної економіки поступово стиратимуться навіть більш чіткі межі між внутрішнім та зовнішнім середовищем корпорації.

Виходячи з наведеного вище складу середовища функціонування корпорації, об'єктивно виникає питання про роль інформації у його функціонуванні. В цьому контексті зазначимо, що дефініція «інформація» та її зміст активно дискутуються у фаховій літературі – при чому, як в економічній, так і представниками інших наук (філософії, соціології тощо).

Оцінюючи роль інформації у функціонуванні корпорації в зовнішньому фінансовому середовищі виділимо наукові позиції окремих вітчизняних та зарубіжних науковців.

В інформаційній економіці відбуваються структурні зміни на макро- та мікрорівнях системи господарювання, а також глобалізація бізнесу. На мікрорівні така зміна означає появу підприємства нового типу, яке функціонує у комп'ютерній мережі Інтернет. Крім того, для інформаційної економіки характерна поява віртуальних корпорацій. В умовах використання системи Інтернет прибираються посередники, торговці напряму взаємодіють з виробниками, зменшуються склади, при цьому вартісні ланцюжки виробничих операцій перетворюються у вартісні мережі [143]. Фактично в цьому випадку мова йде про суттєве зниження трансакційних витрат і, відповідно, зниження адміністративних бар'єрів для бізнесу.

Корпоративна діяльність в умовах глобалізації інформаційної економіки набуває нових форм, які зумовлюють виникнення додаткових інструментів не тільки макроекономічного впливу, але й внутрішнього корпоративного управління. Глобальні тенденції інтернаціоналізації капіталопотоків та виробництва, лібералізації зовнішньої торгівлі, а також концентрації капіталів поставили корпоративну діяльність у епіцентр світового економічного розвитку [131].

В підсумку, можна зробити висновок, що на діяльність сучасних корпорацій суттєво впливає середовище функціонування. Якщо перші дослідження цієї проблематики виходили з домінанти інтересів держави, то зростання впливу корпорацій обумовило перегляд такого підходу. За певних обставин інтереси корпорації можуть навіть домінувати над інтересами держави.

Зазначена проблема є однією з найскладніших у теорії та практиці корпоративних фінансів. Разом з тим варто наголосити на тому, що всі свої переваги корпорація здатна реалізувати виключно за умови відповідної

державної політики, спрямованої на створення фінансового середовища, в тому числі – його інформаційної складової.

2.2. Фінансове рахівництво та принципи використання корпоративної інформації

Сучасні корпорації є активними учасниками системи обігу інформації. Кількість даних, які потребують обробки для прийняття та реалізації управлінських рішень, продовжує невпинно зростати. Для великих інституцій, якими є корпорації, ця проблема особливо актуальна. Успішна робота менеджменту корпорації неможлива без регулярного отримання актуальної інформації щодо стану справ. Для цього необхідна розбудова ефективної системи інформаційних потоків.

Разом з тим, як вже зазначалося вище, перетворення інформації на економічний ресурс ставить питання про ефективність її використання. Таку ситуацію слід оцінювати не тільки з точки зору інформаційної асиметрії, але й з погляду надлишку інформації. Зрозуміло, що на цей час інформаційна парадигма економічної науки перебуває в стадії свого становлення. Відповідно відсутні єдині наукові підходи до вирішення важливих питань, пов'язаних з порівняльною характеристикою корпоративної інформації, ефективністю її використання в для корпоративного управління.

Разом з тим, без вирішення цих питань складно розраховувати на розбудову ефективної моделі інформаційної комунікації між корпорацією та внутрішніми та зовнішніми споживачами інформації.

В цьому контексті в першу чергу слід ідентифікувати інформаційні потоки, які виникають в процесі корпоративного фінансового менеджменту. На

наш погляд, можна виділити кілька видів інформаційних потоків залежно від обраної класифікаційної ознаки (рис. 2.3).

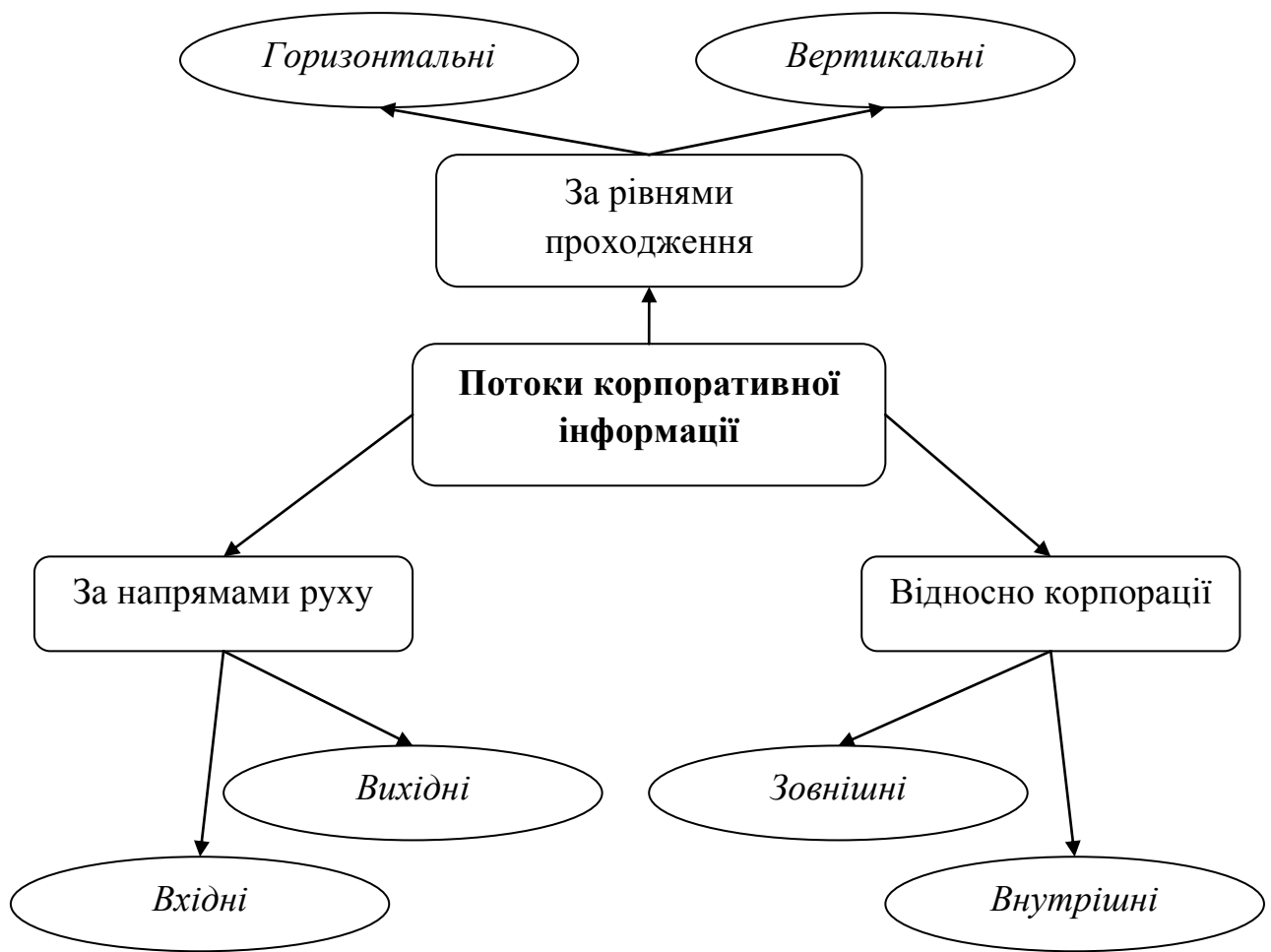


Рис. 2.3. Види інформаційних потоків корпорації

Джерело: систематизовано за [67].

Саме наведену класифікацію слід з нашої точки зору використовувати в подальшому аналізові. У дослідженні взаємодії підрозділів одного чи різних організаційних рівнів корпорацій доцільним є їх поділ на горизонтальні та вертикальні. Перші характеризують інформаційні потоки між елементами одного рівня, наприклад між двома ланками послідовного виробничого процесу. Вертикальні потоки характеризують рух інформації між керівним та керованим елементами в тому чи іншому напрямі. Вони є ключовими у процесі управління корпорацією.

За напрямом руху інформаційні потоки можна поділити на вхідні та вихідні. За першими інформація надходить до корпорації. Вони є надзвичайно важливими для своєчасної та адекватної реакції на зміну середовища діяльності корпорації, ринкової кон'юнктури, нормативно-правового поля тощо.

Вихідні інформаційні потоки забезпечують взаємодію корпорації передусім з акціонерами, а також регуляторами та потенційними інвесторами, контрагентами. Значення вихідних інформаційних потоків важко переоцінити. Значною мірою саме вони визначають ціну цінних паперів корпорації на ринку.

За місцем проходження інформаційних потоків відносно корпорації їх можна поділити на зовнішні та внутрішні. Внутрішні характеризують циркуляцію інформації в межах компанії. Така інформація не призначена для публічного розголошення та може становити таємницю. Зовнішні потоки характеризують рух даних за межами компанії.

Аналізуючи інформаційні потоки корпорації в контексті їх порівняльного аналізу, варто звернути увагу на такі їх характеристики:

- *напрямок руху потоку.* Ефективна взаємодія всіх підрозділів потребує розбудови системи взаємозв'язків між ними через інформаційні потоки. При цьому не варто забувати про необхідність зворотного зв'язку, який значно покращить можливості менеджменту приймати зважені та обґрунтовані управлінські рішення;
- *швидкість руху потоку.* З розвитком інформаційних технологій дані можуть переміщатися майже миттєво навіть на значні відстані. Обмеження швидкості руху інформації нині мають радше організаційний характер. Ефективна система інформаційних потоків повинна обходити такі перешкоди, а також сприяти швидкій обробці даних;
- *пропускна здатність вузлів та шляхів системи інформаційних потоків корпорації.* Різні елементи системи можуть працювати з різними обсягами інформації. Значне зростання обсягів без відповідного нарощування

пропускної здатності може призвести до неспроможності компанії працювати ефективно, оскільки необхідна інформація не буде надана вчасно.

Інформаційні потоки можна вимірювати кількістю, обсягами документів, які проходять через систему, або ж іншими одиницями — кілобайтами, мегабайтами, гігабайтами тощо. Проте даний підхід не бере до уваги якісне наповнення потоку.

Одним із найскладніших завдань розбудови системи інформаційних потоків корпорацій є визначення пріоритетності та відповідного порядку роботи з тими чи іншими даними. Як і в будь-якій іншій системі комунікації, основними елементами фінансової комунікації є джерело інформації (корпорація) та адресати (користувачі інформації) (рис. 2.4).

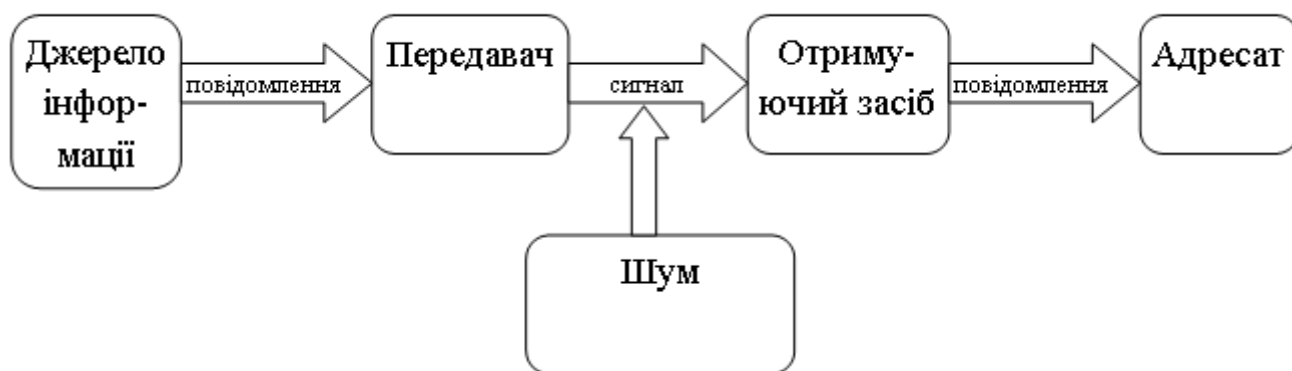


Рис. 2.4. Загальна схема корпоративної комунікації в інформаційній економіці

Джерело: [412-213].

Для зв'язку між ними використовуються передавальний та отримувальний пристрої. Вони кодують повідомлення в сигнал та здійснюють протилежну операцію. Досить часто передання сигналу не є ідеальним, адже на нього впливає шум.

В той же час, до цього часу серед науковців немає єдиного підходу до розуміння сутності поняття «корпоративна інформація». На перший погляд така ситуація виглядає щонайменше дивною – підходи до сутності інформації

чітко деталізовані як на рівні наукових джерел, так і в контексті законодавчих вимог. Проте динамічність інформаційної економіки вимагає постійних змін та трансформації щодо тих даних, які слід розглядати як корпоративну інформацію. В той же час, не слід забувати, що зміст інформації та її якісні характеристики в значній мірі і від каналів, якою вона розповсюджується.

Корпоративна інформація може розглядатись як загальнодоступна інформація про діяльність корпорації, її цінні папери та угоди з ними. Доволі часто вимоги щодо її розкриття прописуються в законодавстві. Корпоративна інформація може бути періодичною, якщо йдеться про звичайну діяльність компанії, та особливою. До періодичної інформації зазвичай відносять річну, піврічну, квартальну звітність. Вона складається, як правило, із фінансових звітів та пояснень до них.

До нерегулярної інформації, яка може мати істотний вплив на діяльність корпорації, зазвичай відносять нефінансову інформацію, яка має розкриватися відразу після її появи.

Корпоративна інформація може поширюватися різними способами. Деякі компанії використовують для цього засоби масової інформації. Корпоративні ЗМІ – це друковані, відео- та радіоматеріали, сайти, блоги в мережі Інтернет та інші форми добровільного поширення компанією інформації. Зазвичай така інформація стосується виключно корпорації (новини, послуги, завдання, досягнення тощо), хоча можуть бути й дані по галузі, загальній ринковій ситуації. Для кожного з каналів поширення корпоративної інформації характерні свої особливості. Більше того, в наукових колах розглядають і принципи використання інформації в цілому, і принципи, що застосовуються до кожного окремого виду (каналу) інформації.

Так, окремі науковці наголошують, що корпоративні засоби масової інформації можуть виконувати різні функції залежно від їх спрямування та поставлених перед редакцією завдань. У цілому можна навести такий перелік функцій [272]:

• *ідеологічна*. Дана функція притаманна виданням для співробітників та спрямована на формування певних норм поведінки, цінностей, стандартів — усього того, що нині називають терміном «корпоративна культура»;

• *інформаційно-комунікативна*. Цю функцію можна розглядати в двох аспектах: для внутрішніх користувачів та для зовнішніх. У першому випадку мова йде про поширення інформації всередині корпорації. З одного боку, співробітники повинні отримувати новини швидко та без викривлень в них, з другого — керівництво має забезпечити наявність зворотного зв'язку для того, щоб побажання та ідеї працівників могли бути почутими і врахованими у процесі діяльності компанії. Для зовнішньої аудиторії корпоративні ЗМІ можуть розповісти про товари та послуги корпорації, її успіхи й тенденції розвитку організації і галузі в цілому. Тут також можна використати механізми зворотного зв'язку, що сприятиме об'єктивнішій оцінці діяльності корпорації, підвищенню лояльності клієнтів;

• *інтеграційна*. Дана функція характеризує направленість корпоративних засобів масової інформації на формування певної спільноти, виділення групи. Це може стосуватись як працівників компанії, так і її клієнтів або партнерів;

• *іміджева*. Ця функція є однією з найголовніших для корпоративних ЗМІ. Від образу компанії значною мірою залежить, чи будуть споживачі користуватись її продукцією. Для реалізації іміджевої функції досить важливим є як оформлення та якість видання, так і високі стандарти змістового наповнення;

• *організаційно-агітаційна*. Засоби масової інформації компанії можуть бути зручним інструментом для організації різних заходів, важливих для формування згуртованого колективу, підвищення рівня ерудиції та їх творчої самореалізації;

• *освітня (просвітницька)*. Корпоративні ЗМІ можуть бути засобом підвищення рівня професійних знань співробітників, розміщуючи матеріали щодо особливостей нових товарів, використовуваних технологій, тенденцій

розвитку галузі тощо. Вони допомагають споживачам орієнтуватися в асортименті наявних продуктів, їх особливостях, перевагах та недоліках;

- *розважальна*. Дана функція корпоративних ЗМІ направлена на підтримання цікавості, утримання уваги читачів.

Досліджуючи питання корпоративної фінансової інформації, доцільно розглянути таке поняття, як «комерційна таємниця». До неї можна віднести інформацію, що не повинна бути загальновідомою, а тому має комерційну цінність.

При цьому нею можуть бути відомості технічного, організаційного, комерційного, виробничого та іншого характеру. Комерційна таємниця є об'єктом інтелектуальної власності. Інформацію, що може розглядатись як комерційна таємниця, можна поділити на дві групи:

1. *Технічна інформація*. До цієї групи належать незапатентовані науково-технічні розробки, бази даних та інші комп'ютерні програми, створені корпорацією, усі види «ноу-хау», технічні проекти, промислові зразки, незапатентовані товарні знаки тощо.

2. *Комерційна інформація*. До неї можна віднести умови контрактів, дані про постачальників і покупців, інформація про переговори, маркетингові дослідження, дані про розрахунок відпускних цін, розміри знижок тощо.

Виділяють також особливий вид інформації про корпорацію — інсайдерську. Вона є ширшим поняттям, ніж комерційна таємниця. Інсайдерська інформація — це суттєва, точна і конкретна публічно не розкрита інформація, розкриття якої може вплинути на вартість цінних паперів корпорації або інших активів. Прикладами інсайдерської інформації є дані про зміну керівництва корпорації або її стратегії, про розроблення або впровадження нових товарів чи послуг, технологій, про успішні або ж невдалі ділові переговори, нові контракти, плани щодо злиття чи поглинання, зворотного викупу акцій, тендерні пропозиції, фінансова звітність до моменту її публікації тощо.

До осіб, які можуть мати справу з інсайдерською інформацією (інсайдерів), можна віднести [251]:

- емітентів та компаній, що здійснюють управління активами;
- організаторів торгівлі фінансовими інструментами, розрахунково-клірингові та депозитарні організації;
- професійних учасників ринку цінних паперів, які виконують замовлення клієнтів щодо операцій із фінансовими інструментами;
- аудиторів, оцінювачів, кредитні та страхові організації;
- осіб, які володіють значною часткою в статутному капіталі емітента або інших організацій, зазначених вище;
- інформаційні та рейтингові агентства;
- членів ради директорів та інших керівників зазначених вище організацій;
- працівників державних органів влади;
- фізичних осіб, які мають доступ до інсайдерської інформації осіб, зазначених вище, на основі трудових або інших договорів.

Законодавством України визначено, що інсайдерська інформація - неоприлюднена інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи), що перебувають в обігу на фондовій біржі, або правочини щодо них, у разі якщо оприлюднення такої інформації може істотно вплинути на вартість цінних паперів та похідних (деривативів), та яка підлягає оприлюдненню відповідно до вимог, встановлених законодавством [106].

Зазвичай законодавство вимагає від інсайдерів, унесених до відповідного списку, розкривати інформацію про укладені ними угоди з цінними паперами корпорації, а також похідними фінансовими інструментами на такі цінні папери. Дані надаються як самій компанії, з чиїми фінансовими інструментами були здійснені операції, так і регулятивним органам. Дуже часто на зарубіжних

інформаційних сайтах інсайдерській торгівлі кожної корпорації присвячується окремий розділ з детальним описом угод (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Операції інсайдерів компанії Ford Motor, осінь 2013 р.

Інсайдер	Відношення до компанії	Дата	Операція	Ціна, дол.	Кількість акцій, шт.	Обсяг операції, дол.
Nair Sankar S.	Віце-президент групи	Oct 02	Виконання опціону	12,87	51	656,24
Nair Sankar S.	Віце-президент групи	Oct 02	Продаж	17,14	30,943	530,508
Smither Nicholas J.	Віце-президент групи	Sep 11	Виконання опціону	12,6	87,512	1,102,782
Shanks Robert L.	Виконавчий віце-президент-CFO	Sep 11	Виконання опціону	12,59	15,36	193,422
Smither Nicholas J.	Віце-президент групи	Sep 11	Продаж	17,42	87,512	1,524,739
Silverstone Bernard B.	Віце-президент групи	Sep 10	Виконання опціону	12,89	26,387	340,171
Silverstone Bernard B.	Віце-президент групи	Sep 10	Продаж	17,57	26,387	463,699
Ojakli Ziad S.	Віце-президент групи	Sep 09	Виконання опціону	2,31	239,036	553,063
Leitch David G.	Віце-президент групи та генеральний радник	Sep 09	Виконання опціону	1,96	34,509	67,638
Ojakli Ziad S.	Віце-президент групи	Sep 09	Продаж	17,35	122,48	2,124,857
Fields Felicia J.	Віце-президент групи	Sep 09	Продаж	17,32	89	1,541,444

Джерело: [324].

У наведеному прикладі з Ford Motor Company бачимо, що на початку осені 2013 р. інсайдерами, які здійснювали операції з її фінансовими інструментами, були топ-менеджери корпорації. Вони переважно виконували опціони та

продавали акції. Це пов'язано зі способом винагороди та мотивації управляючих.

Проблема використання інсайдерської інформації є надзвичайно гострою для країн із розвиненим фінансовим ринком і для країн із транзитивною економікою. Вона ставить під сумнів ефективність процесу ціноутворення, а також справедливість торгівлі фінансовими інструментами в цілому.

Саме тому боротьба з неправомірним використанням інсайду та маніпулюванням цінами є жорсткою, покарання значним, а судові процеси над інсайдерами широко висвітлюються в засобах масової інформації. Особі, яка володіє інсайдерською інформацією, забороняється [304]:

- свідомо використовувати таку інформацію у зв'язку з прямим або непрямым придбанням чи продажем за свій рахунок або за рахунок третьої сторони цінних паперів емітента, якого стосується інсайдерська інформація;

- розкривати таку інформацію будь-якій третій стороні за винятком тих випадків, коли інсайдерська інформація надається в ході виконання службових, професійних або посадових обов'язків;

- рекомендувати третій стороні на основі інсайдерської інформації купувати або продавати цінні папери.

У законодавстві може бути прописано, що не тільки використання інсайдерської інформації може розглядатись як злочин, а й надання неправильної інформації про істотний факт або ж невказування на істотний факт, згадка про який потрібна для того, щоб розкрита інформація не вводила в оману. Також відзначимо, що не тільки операції з цінними паперами підпадають під використання інсайдерської інформації. Сюди ж можна віднести й операції з деривативами.

Фінансова звітність є основним каналом комунікації корпорації із зовнішніми користувачами інформації. Вона містить дані щодо всіх основних аспектів діяльності компанії та є підґрунтям для прийняття інвесторами рішень щодо здійснення інвестицій.

Згідно з гіпотезою ефективного ринку вже за напівсильної форми ефективності вся суспільно-доступна інформація відображається в ринкових цінах, а тому не можна виграти від її аналізу. Проте серед практиків досить поширеним є фундаментальний аналіз, у рамках якого проводиться всебічне дослідження діяльності підприємств для визначення їх внутрішньої вартості¹. Фінансова звітність є основною базою для аналізу корпорацій. Привабливість даних, що в ній містяться, значно збільшує вірогідність отримання фінансування в разі потреби.

Фінансові звіти корпорації — це формалізовані записи її фінансової діяльності. Вони ґрунтуються на бухгалтерському обліку, проте спрямовані не тільки на внутрішніх, а й на зовнішніх користувачів. Це потребує структурування розміщеної там інформації в легкій для сприйняття формі, яка зазвичай регламентується національними або ж міжнародними стандартами. На відміну від управлінської звітності фінансова не є комерційною таємницею і відкрита для всіх заінтересованих осіб.

Основна мета публікації фінансової звітності — надання інформації про фінансовий стан, результати діяльності та зміни фінансового стану компанії. Ця інформація є корисною для широкого кола користувачів у процесі прийняття ними економічних рішень [433].

Публікація може здійснюватись у визначених нормативно-правовими актами місцях, а також будь-яким зручним для корпорації способом. Нині значного поширення набуває розміщення звітності на сайтах компаній в електронній формі, доступній для всіх заінтересованих осіб.

Основних користувачів корпоративної фінансової звітності можна поділити на дві групи: зовнішні та внутрішні (рис. 2.5).

¹ Внутрішня вартість — справедлива вартість компанії, яка відповідає її поточному стану та потенціалу щодо генерації прибутку.

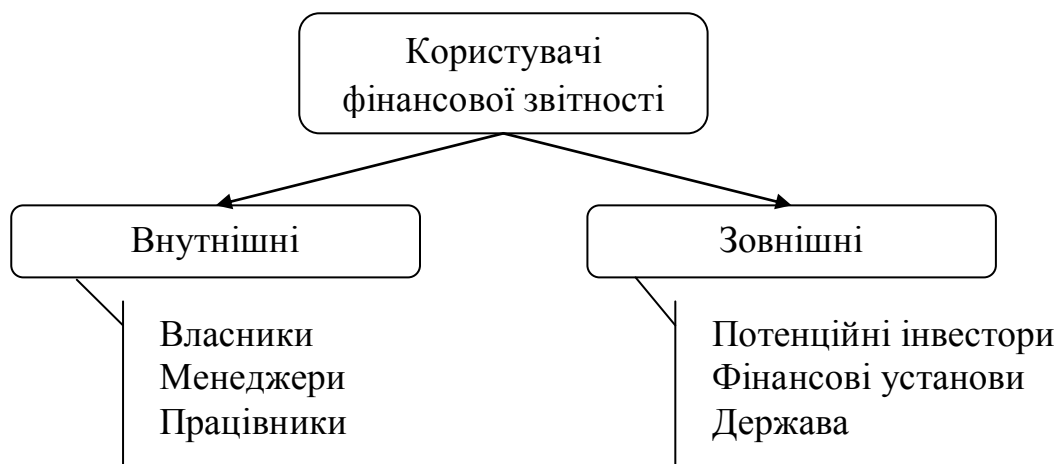


Рис. 2.5. Основні користувачі фінансової звітності

Джерело: розроблено автором

До внутрішніх користувачів належать акціонери, менеджери та працівники. Акціонери на підставі фінансової звітності можуть робити висновки щодо стану та перспектив діяльності їх компанії, а також оцінювати ефективність роботи найнятих управлінців. Що стосується менеджерів, то звітність може вплинути на прийняття ними рішень, які визначатимуть подальший напрям діяльності компанії.

Для працівників фінансова звітність є важливим підґрунтям для подальших переговорів щодо заробітної плати, бонусів, компенсацій, підвищень тощо. Окрім того, позитивні чи негативні дані щодо діяльності корпорації можуть впливати на їхні рішення стосовно продовження роботи або пошуку нового місця працевлаштування.

Потенційні інвестори на основі аналізу фінансової звітності визначають привабливість корпорації та оцінюють перспективи вкладення коштів у випущені нею цінні папери. Фінансові установи, зокрема банки, використовують звітність компаній у процесі прийняття рішень щодо видачі кредитів та здійснення інших форм фінансування. Державні органи можуть

використовувати звітність для перевірки повноти сплати податків, а також для формування прогнозів на макроекономічному рівні.

Для того щоб фінансова звітність задовольняла інтереси всіх користувачів, вона має відповідати низці вимог [80]:

- *достовірність і повнота.* Фінансова звітність повинна містити всю необхідну інформацію без викривлень для того, щоб користувачі могли приймати оптимальні рішення;
- *нейтральність.* При формуванні фінансової звітності необхідно уникати однобокого висвітлення тих чи інших питань, надання пріоритету інтересам однієї з груп користувачів;
- *суттєвість.* У фінансовій звітності мають бути відображені лише суттєві показники, тобто такі, що можуть вплинути на прийняття рішень різними групами користувачів;
- *послідовність.* Інформація у звітності має подаватися в історичній ретроспективі. Необхідно також указувати дані щонайменше за попередній звітному рік;
- *зіставлення.* У фінансовій звітності необхідно здійснювати зіставлення даних звітного року з даними попередніх періодів;
- *оформлення.* Фінансова звітність має бути складена згідно з існуючими вимогами.

Надання фінансової звітності в тому чи іншому вигляді зазвичай вимагається законодавством. Її склад та структура значною мірою залежать від типу моделі корпоративного управління. Наприклад, США – країна з ринковою моделлю фінансування корпорації. Основним механізмом перерозподілу капіталу тут є фондовий ринок, а ключовими учасниками — інвестиційні компанії, дилери, брокери, біржі тощо.

Високий рівень розвитку фондового ринку сприяв визначенню акціонерів як основних користувачів фінансової звітності. Відповідно до цього й система бухгалтерського обліку спрямована передусім на обслуговування їхніх

інтересів щодо отримання інформації про роботу корпорації. У Європі більш традиційним є домінування банківської системи у перерозподілі капіталів. Відповідно й основними зовнішніми користувачами звітності є кредитори. У країнах, у яких значна частка ВВП перерозподіляється через бюджет, звітність досить часто орієнтується на потреби податкових служб.

Крім того, відмінності у складі та структурі фінансової звітності визначаються особливостями законодавства. Тут можна виділити дві основні схеми: корпорації можуть надавати звітність згідно з власними підходами (наприклад, у США та Великій Британії); існують уніфіковані стандарти, які можуть бути закріплені законодавчо (наприклад, Німеччина, Японія) (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Міжнародні стандарти фінансової звітності

Номер стандарту	Назва стандарту
IFRS 1	Перше застосування Міжнародних стандартів фінансової звітності
IFRS 2	Платіж на основі акцій
IFRS 3	Об'єднання бізнесу
IFRS 4	Страхові контракти
IFRS 5	Непоточні активи, утримувані для продажу, та припинена діяльність
IFRS 6	Розвідка та оцінка запасів корисних копалин
IFRS 7	Фінансові інструменти: розкриття інформації
IFRS 8	Операційні сегменти
IFRS 9	Фінансові інструменти
IFRS 10	Консолідована фінансова звітність
IFRS 11	Спільна діяльність
IFRS 12	Розкриття інформації про частки участі в інших суб'єктах господарювання
IFRS 13	Оцінка справедливої вартості

Джерело: систематизовано автором

Попри відмінності нормативно-правового поля різних країн, зазвичай вимагається проведення аудиторської перевірки фінансової звітності корпорації. Це робиться в основному в інтересах зовнішніх користувачів, передусім інвесторів, кредиторів та податкових органів. Така перевірка, як правило, виконується незалежною аудиторською компанією, а її результати включаються в річний звіт компанії

Дискусійним також є і питання відповідальності аудитора перед користувачами фінансової звітності за рішення, що призвели до негативних наслідків у результаті помилок у корпоративній інформації. Загалом аудитори намагаються використовувати такі формулювання висновків, що дають змогу уникнути потенційних позовів.

Різні країни використовують різні принципи бухгалтерського обліку. Національні стандарти називають GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), хоча досить часто цією аббревіатурою позначають американську модель – U.S. GAAP. В них вказані основні вказівки і рекомендації щодо підготовки фінансової звітності.

У США впроваджується план дій щодо відмови від U.S. GAAP та переходу до міжнародних стандартів фінансової звітності. Компанії «великої четвірки» лобіюють використання принципів IASB (International Accounting Standards Board), які діють в Європейському Союзі, Канаді, Австралії та ряді інших країн.

На шляху процесу переходу на застосування МСФЗ в багатьох країнах існує ряд перешкод, до яких можна віднести незацікавленість у використанні Міжнародних стандартів фінансової звітності менеджменту та власників компаній, непрозорість бізнесу, слабкі конкурентні позиції аудиторських фірм, недостатню кількість висококваліфікованих фахівців тощо.

Можна виділити такі загальні принципи складання фінансової звітності корпорації [71, с. 32]:

- *принцип об'єктивності.* Фінансова звітність повинна відображати правдиву інформацію щодо реального стану справ у компанії. Цей принцип є ключовим, і без його дотримання звітність не має жодної цінності;

- *принцип нарахування.* Згідно з цим принципом доходи і витрати компанії фіксуються в той момент, коли вони виникли, а не коли відбувся реальний рух грошових потоків. Наприклад, якщо товар був проданий із відстроченням платежу в грудні звітного року, а його реальна оплата відбулася в лютому наступного року, то дана операція буде включена у фінансову звітність того року, коли продукцію було відвантажено. Даний принцип рекомендований міжнародними стандартами і найширше використовується у США та Великій Британії. В європейських країнах можна спостерігати більше різноманіття підходів, що є недоліком континентальної моделі фінансового обліку;

- *принцип відповідності.* Досить часто здійснення деяких видів витрат не відповідає в часі отриманню доходів. Наприклад, якщо компанія оплатила оренду приміщення або передплату на періодичне видання на рік наперед, то ці витрати потрібно рознести рівномірно по всіх місяцях. Витрати майбутніх періодів мають бути капіталізовані та враховані відповідно до отримання економічного ефекту. Витрати, вигода від яких уже отримана, а оплата буде здійснена тільки через певний період, мають обліковуватись як зобов'язання;

- *принцип консервативності.* Даний принцип говорить про те, що слід уникати надмірно оптимістичних припущень при складанні фінансової звітності. Усі дані мають бути відповідно обґрунтовані. Консерватизм полягає в тому, що краще дещо занижити прибуток, ніж його завищити;

- *принцип розумності.* Потрібно уникати надмірної деталізації звітності у разі можливості використовувати наближені дані для скорочення витрат на її ведення.

Попри безумовну користь від публікації фінансової звітності вона має ряд особливостей, які потрібно брати до уваги у процесі роботи зі звітністю:

- виключно грошове вимірювання параметрів діяльності корпорації;
- наявність узагальнень та агрегації даних вимагає від користувачів уміння відтворювати відображувані події;
- недостатній ступінь деталізації деяких статей балансу;
- відмінності між балансовою оцінкою активів та їх ринковою вартістю;
- відсутність урахування чинника зміни вартості грошей у часі, що ускладнює порівняння та зіставлення даних за кілька років.

Конкурентний потенціал будь-якої корпорації прямо залежить від здатності її фінансових менеджерів використовувати інформацію, зокрема від рівня імплементації фінансового рахівництва в корпоративний фінансовий менеджмент. Застосування такого підходу є надзвичайно важливим, оскільки протягом останніх десятиліть корпораціями було впроваджено переважно «дивізійний» принцип управління фінансами, який передбачає передання значної частини повноважень в окремі структурні підрозділи. Тому виникає необхідність упровадження ефективної системи використання інформації як усередині корпорації, так і в процесі взаємодії з зовнішніми фінансовими агентами. Це завдання реалізується за допомогою фінансового рахівництва.

Серед науковців поширені наступні підходи до визначення сутності вказаного поняття [213; 214; 318; 322; 371]:

1. Фінансове рахівництво (англ. - Financial accounting) є інститутом розкриття фінансової інформації суспільству, тобто стійкою діяльністю, яка спрямована на реалізацію інформаційної функції фінансів.

2. Фінансове рахівництво націлене, перш за все, на зовнішніх користувачів, щоб вони мали достатньо даних для самостійної оцінки фінансових показників компанії.

3. Фінансове рахівництво – це є передача інформації про підприємство або інший тип організації (наприклад, благодійна організація або уряд) з тим, щоб люди могли оцінити його фінансовий стан і перспективи.

4. Фінансове рахівництво (або фінансова бухгалтерія) це частина бухгалтерського обліку яка стосується резюмування, аналізу та складання звітів про фінансові операції, що мають відношення до певного підприємства чи установи. Це включає в себе підготовку фінансових звітів, доступних для суспільного споживання.

5. Фінансове рахівництво – це мистецтво запису, класифікації та узагальнення інформації про рух грошових коштів, операцій і подій, які принаймні частково мають фінансовий характер, а також інтерпретація їх результатів.

6. Основною ціллю фінансового рахівництва є створення доступних фінансових звітів, які є основним засобом передачі фінансової інформації особам поза організацією.

Безпосередньо рахівництво можна поділити на управлінське та фінансове. Управлінське здійснюється для потреб менеджменту компанії, а фінансове призначене як для внутрішніх, так і зовнішніх користувачів. Воно є основою для формування фінансової звітності компанії, а також системою накопичення, обробки та передання фінансової інформації. Фінансове рахівництво — важлива управлінська підсистема в корпоративних фінансах.

Конкурентний потенціал будь-якої корпорації прямо залежить від здатності її фінансових менеджерів використовувати інформацію, зокрема від рівня імплементації фінансового рахівництва в корпоративний фінансовий менеджмент. Застосування такого підходу є надзвичайно важливим, оскільки протягом останніх десятиліть корпораціями було впроваджено переважно «дивізійний» принцип управління фінансами, який передбачає передання значної частини повноважень в окремі структурні підрозділи.

В інформаційній економіці інституалізація фінансового рахівництва відбувається на двох рівнях – на рівні внутрішнього середовища (через розроблення та впровадження правил збору та обробки фінансової інформації); на рівні зовнішнього фінансового середовища (аналогічно та через різноманітні інституції (суб'єкти фінансової інфраструктури), які надають відповідні послуги та реалізують відповідні технології) (рис. 2.6).



Рис. 2.6. Місце фінансового рахівництва в розробленні рішень компанії

Джерело: розроблено автором.

Фінансове рахівництво відображає результати здійснення компанією господарських операцій, тобто дій, які впливають на її фінансове становище. В дослідженнях фінансової інформації найчастіше застосовуються такі принципи її використання: *по-перше*, повноти; *по-друге*, достовірності; *по-третє*, суттєвості та цінності; *по-четверте*, послідовності. На наш погляд ці принципи доцільно доповнити принципом технологічності, який характеризує трансформації, властиві сучасній інформаційній економіці, а отже і корпоративним фінансам.

Всебічне зростання кількості інформації у фінансовому середовищі сучасних корпорацій викликає іманентні цьому процесу зміни в технологіях збору та обробки інформації.

По суті утворюється своєрідна спіраль, у якій технологічні зміни викликають кількісні та якісні трансформації у фінансовому рахівництві, у свою чергу, розвиток фінансового рахівництва стимулює появу та поширення нових інформаційних технологій в управлінні фінансами (рис. 2.7).

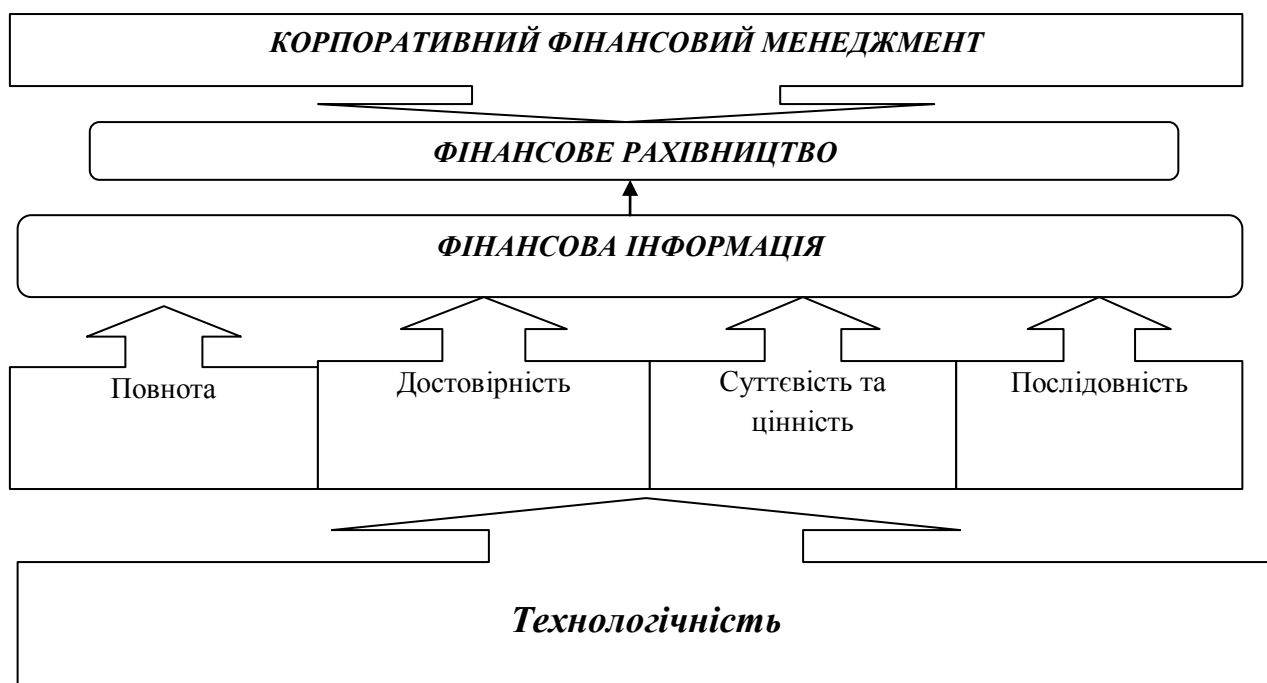


Рис. 2.7. Принципи використання інформації в корпоративному фінансовому менеджменті

Джерело: розроблено автором

В інформаційній економіці управлінська компонента фінансового господарства корпорацій передбачає нерозривний зв'язок між внутрішнім та зовнішнім середовищем, який також забезпечується фінансовим рахівництвом. Поява та посилення ролі фінансового рахівництва в управлінні фінансами корпорацій стало наслідком пошуку адекватних інститутів, які дали б можливість повною мірою врахувати роль інформації та інформаційних технологій у корпоративному фінансовому менеджменті.

2.3. Формування глобального інформаційного середовища: загрози та виклики для корпорацій

Розвиток глобального інформаційного середовища вплинув на всі сфери діяльності сучасного суспільства. Легке й швидке поширення та обмін інформацією призвели до суттєвих змін у політичному, соціальному та економічному житті. В економіці вплив розвитку глобального інформаційного середовища проявлявся як у появі нових галузей, так і зміні інтернальних та екстернальних видів та способів комунікацій у старих. Даний процес створив як нові величезні можливості, так і ряд загроз для діяльності корпорацій.

В останні десятиліття основою розвитку глобального інформаційного середовища є мережа Інтернет. Швидкому зростанню кількості її користувачів сприяли технологічний розвиток та поширення персональних комп'ютерів, підвищення рівня життя у країнах, що розвиваються (рис. 2.8).

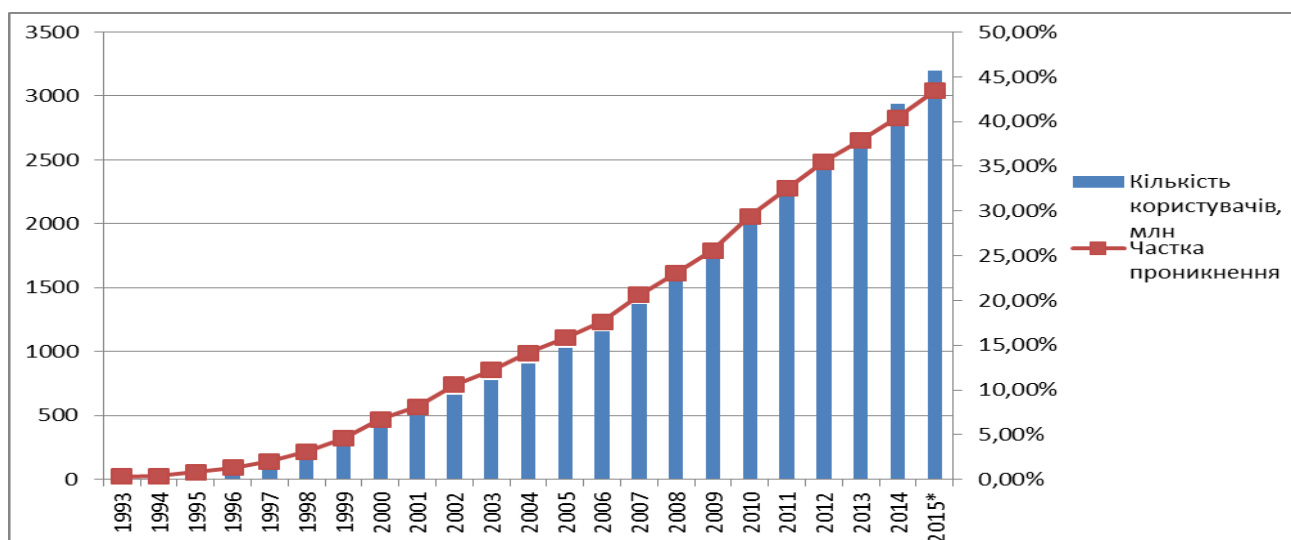


Рис. 2.8. Кількість користувачів та частка проникнення Інтернет у світі, 1993 – 2015 роки

Примітка: 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень

Джерело: побудовано автором за даними [351-352; 422].

Варто відмітити, що доступ в першу чергу має найбільш економічно активне та платоспроможне населення. Все це наочно демонструє важливість використання глобального інформаційного середовища корпораціями у своїй діяльності. В останні роки у цьому процесі значну роль відіграють зростаючі обсяги користувачів смартфонів та, відповідно, мобільного доступу до мережі Інтернет. Зростає також і частка проникнення Інтернету, тобто відношення кількості користувачів до загальної кількості населення.

Зі зростанням кількості користувачів мережі Інтернет підвищуються й обсяги інформації, яка через неї поширюється. Якщо на початку 1990-х років за місяць через глобальну мережу проходило близько 100 гігабайт, то до 2014 року ця величина виросла до близько 45 екзабайт, що у мільярди разів більше. За прогнозами американської компанії-виробника мережевого обладнання Cisco, обсяги Інтернет-трафіку найближчими роками продовжать еспоненційне зростання (рис. 2.9).

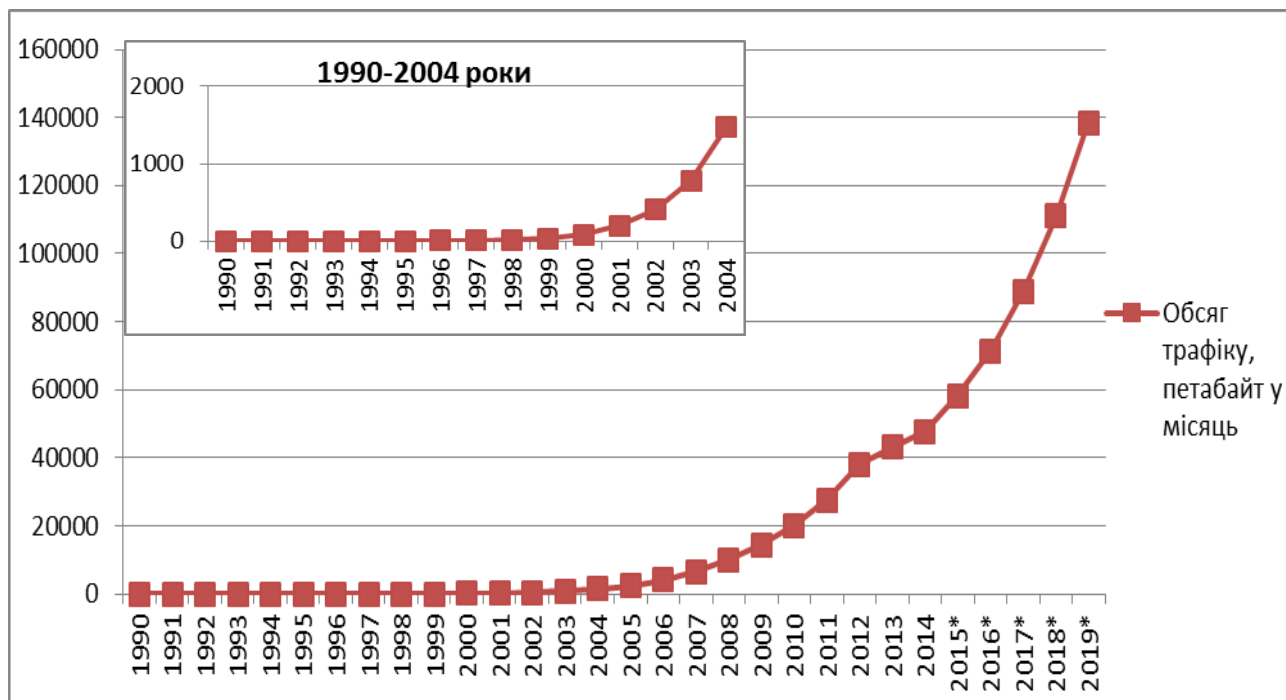


Рис. 2.9. Обсяги трафіку в мережі Інтернет у 1990-2019 роках, петабайт у місяць

Примітка: 1. Дані 2015-2019 – прогноз.

Джерело: побудовано автором за даними [351-352; 422].

Розвиток глобальної інформаційної мережі на цей час не є рівномірним
(рис. 2.10)

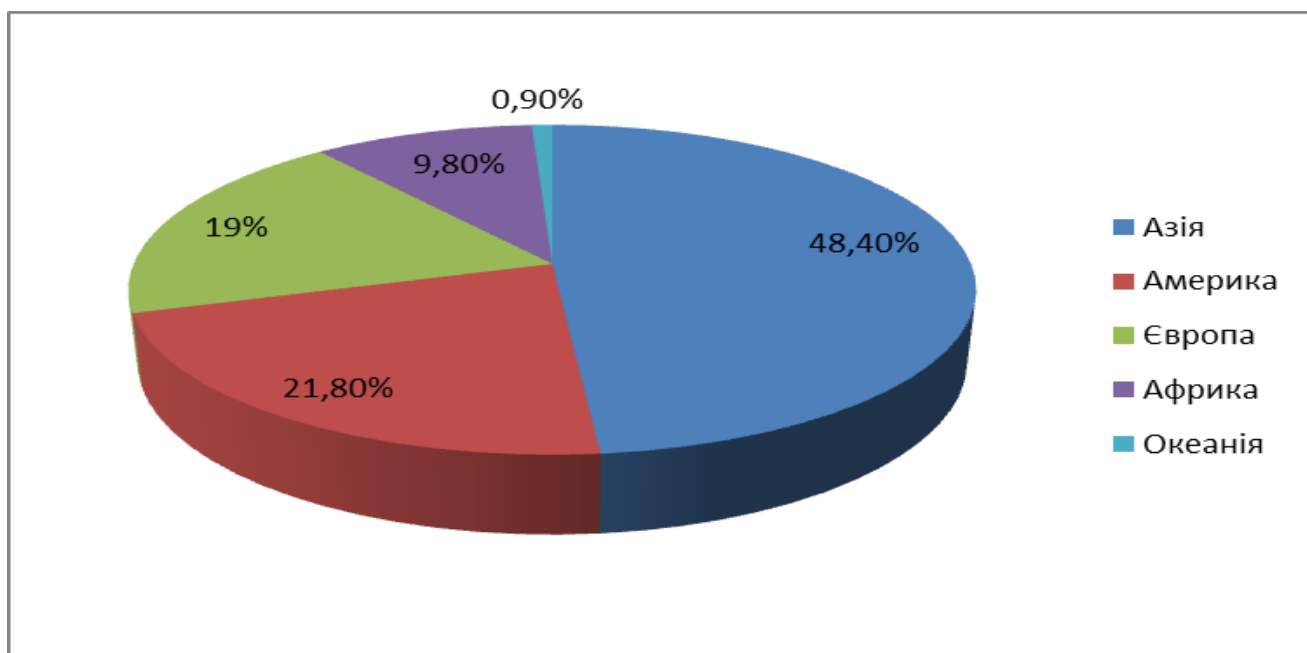


Рис. 2.10. Кількість користувачів мережі Інтернет за регіонами

Джерело: побудовано автором за даними [351-352; 422].

Найбільшою кількістю користувачів є у Азії. За нею з майже рівними частками йдуть Америка (Північна та Південна) та Європа. Африка, не зважаючи на досить високу кількість населення, в глобальну мережу включена відносно мало. Таким чином, можна відмітити, що нерівномірність поширення доступу до глобального інформаційного середовища викликана відмінностями у економічному та соціальному рівні розвитку регіонів.

В рамках самих регіонів розподіл доступу до мережі Інтернет також досить нерівномірний. Найбільша кількість користувачів знаходиться в Китаї, США та Індії. Проте ступінь проникнення в цих країнах значно відрізняється. Китай та Індія в трійці лідерів завдяки високій кількості населення, частка ж людей, які мають доступ до мережі в них відносно невисока – у Китаї 46 %, а в Індії взагалі лише 19 %.

Серед країн першої десятки із низьким ступенем проникнення Інтернету також знаходяться Бразилія, Росія та Нігерія (53 %, 59 % та 38 % відповідно).

При цьому в США проникнення мережі Інтернет становить 87 %, а у Великобританії майже 90 %. Високими показниками відзначаються також Японія, Німеччина та Франція. Як ми бачимо, у розвинених країнах частка людей, підключених до глобальної інформаційної мережі, є істотно вищою (рис. 2.11).

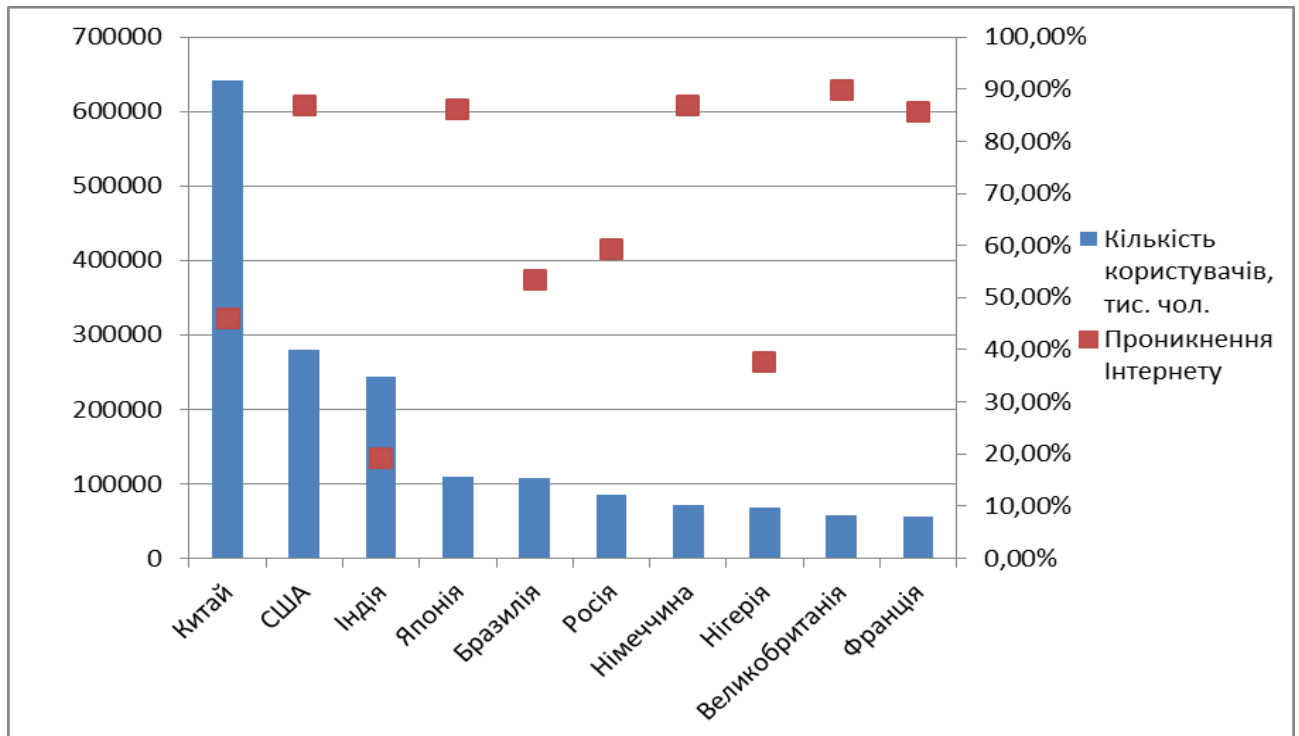


Рис. 2.11. Кількість користувачів та проникнення мережі Інтернет на кінець 2014 року

Джерело: побудовано автором за даними [351-352; 422].

Слід визнати, що більша частина населення планети все ще не має доступу до Інтернету. Серед причин, які стримують розвиток глобального інформаційного середовища, можна виділити наступні:

- висока вартість обладнання для доступу до мережі;
- висока вартість послуг із доступу до мережі;
- недостатнє покриття телекомунікаційних мереж;
- низька швидкість передачі даних у мережі;

- незнання користувачем іноземних мов та відсутність інформації на мові користувача;
- обмеженість та висока вартість джерел електроенергії.

Найбільші ІТ-компанії, серед яких Google та Facebook, працюють над вирішенням проблеми забезпечення якомога ширшого доступу до мережі Інтернет. Так, наприклад, зараз Google реалізовує проект, направлений на заміну дорогих телекомунікаційних башт на повітряні кулі в рамках Project Loon. Проект проходить тестування у Новій Зеландії та Південній Африці. Facebook очолює групу компаній (серед яких Ericsson, MediaTek, Opera Software, Qualcomm, Samsung), що працюють над комплексною програмою Internet.org.

Вона поєднує як технології передачі сигналу, так і безпосередньо мобільних приладів й програмного забезпечення. Передачу сигналу планується забезпечувати через використання безпілотних літальних апаратів (дронів). Також ведуться роботи над дешевими мобільними пристроями та адаптацією програм для роботи в умовах поганого сигналу та низької пропускної здатності мережі.

Таким чином, підсумовуючи все сказане вище, можна відзначити, що на основі мережі Інтернет було сформовано глобальне інформаційне середовище, учасниками якого є майже половина населення планети. Ступінь проникнення Інтернету серед жителів розвинених країн є вкрай високою та сягає 90 %. Інформаційні технології відіграють важливу роль у їх житті.

Окрім того, в майбутньому кількість та частка населення, що користується мережею Інтернет, продовжить зростання. Це ж саме можна сказати і про обсяги інформації, що генерується та передається. Стрімкий розвиток глобального інформаційного середовища створює для корпорацій можливості та загрози, які більш детально розглянемо далі.

Можна виділити три основних напрямки конвергенції корпорацій з інформаційним глобальним середовищем:

1. Фінансові стратегії корпорацій сектору інформаційно-комунікаційних технологій (ІКТ).

2. Фінансові відносини зі стейкхолдерами.

3. Організаційне, аналітичне, методичне забезпечення корпоративного фінансового менеджменту на основі фінансового рахівництва.

Перший напрямок характеризує роботу широкого кола компаній, які працюють в ІКТ-секторі. Їх діяльність стосується розробки програмного забезпечення, обладнання, побудови комунікаційних мереж тощо. Частка ІКТ-сектору в різних країнах залежить від розвитку високотехнологічного виробництва та рівня освіти населення (рис. 2.12). Серед розвинених країн вона становить близько 5-6 % загальної доданої вартості. Лідером є Південна Корея, частка ІКТ-сектору якої сягає 10,8 %.

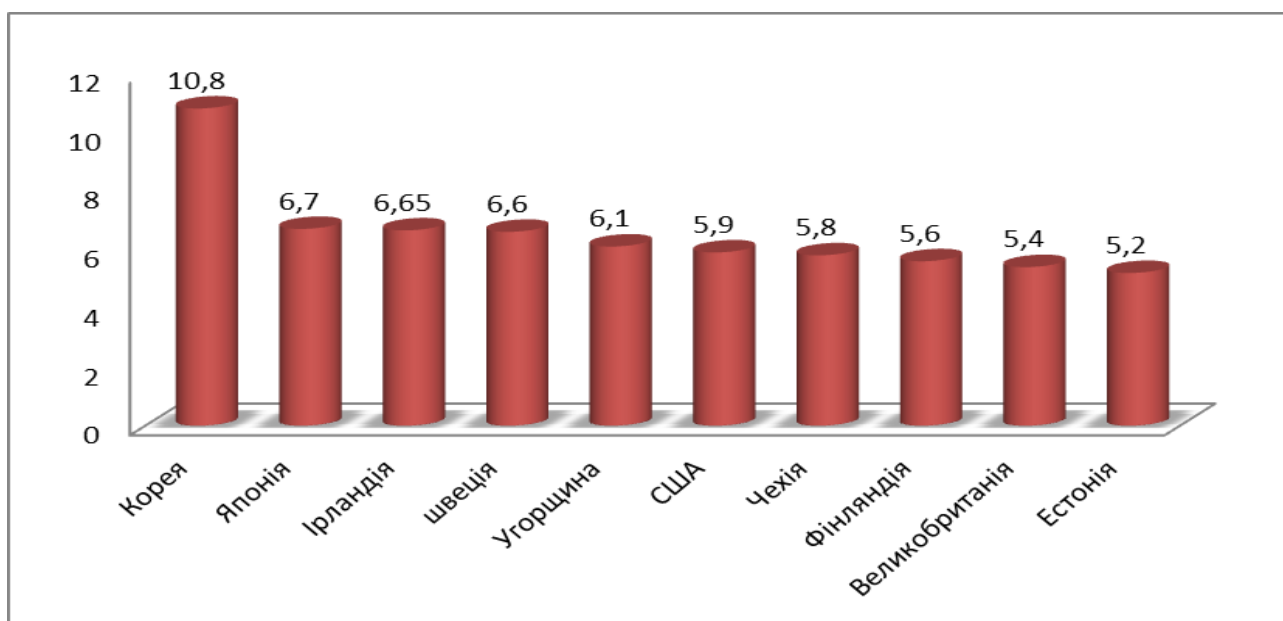


Рис. 2.12. Частка ІКТ-сектору в загальній доданій вартості по країнах, %

Джерело: складено автором на основі даних OECD [395].

Продуктивність праці у секторі ІКТ суттєво перевищує середні показники по країнах в цілому (рис. 2.13). Загалом по OECD даний показник становив 162 тис. дол. на особу та був на 79 % вищим, ніж по економіці в цілому. Особливо

високою продуктивністю вирізняються телекомунікаційні послуги, виробництво комп'ютерного обладнання та програмного забезпечення. Найвищою продуктивність праці є в США та Бельгії.

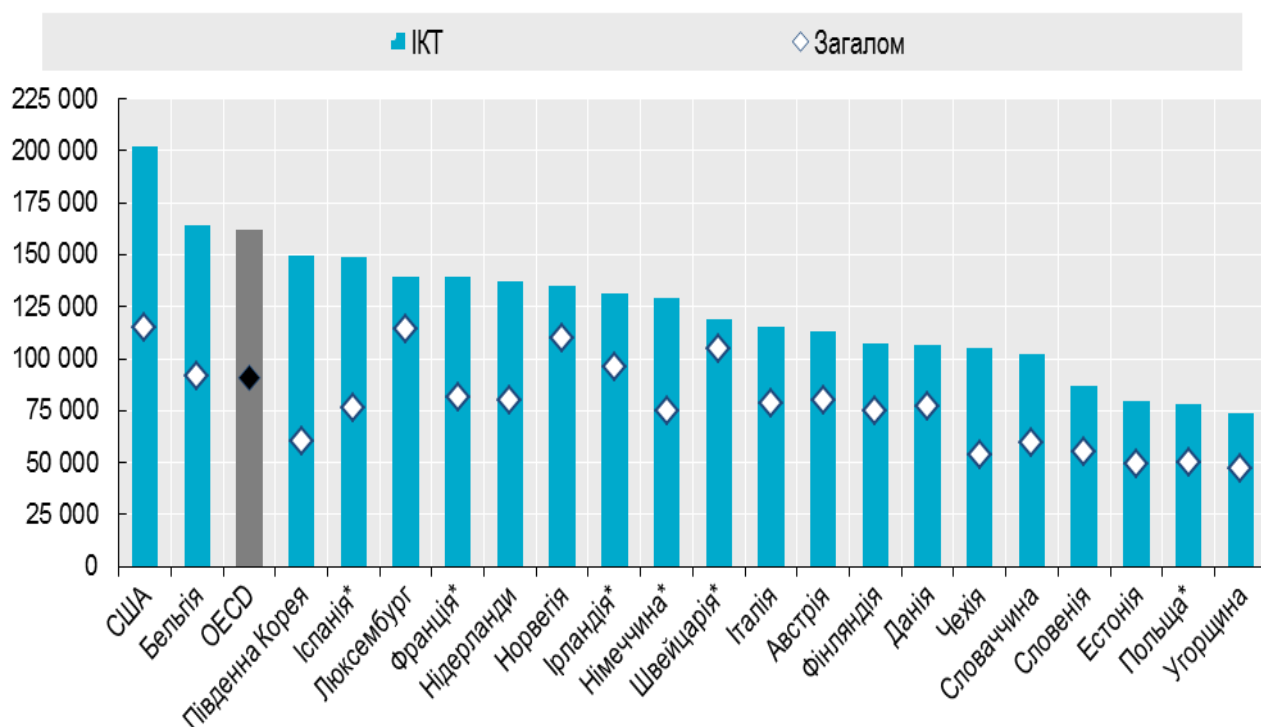


Рис. 2.13. Продуктивність праці у секторі ІКТ та економіки в цілому в 2013 році, дол на особу за паритетом купівельної спроможності

Джерело: [395]

Якщо розглядати окремі корпорації ІКТ-сектору, то серед них є багато світових провідних підприємств. Серед лідерів за капіталізацією можна знайти пошукові системи, розробників програмного забезпечення, виробників процесорів, соціальні мережі, телекомунікаційні компанії тощо (табл. 2.4). Для порівняння можна зазначити, що капіталізація одного Google Inc. в кілька разів більша за весь ВВП України. В будь-якому випадку корпорації цього сектору безумовно є одними із найбільш динамічних, в основі такого зростання – широке впровадження інформаційних технологій в життя сучасного суспільства.

Топ-10 корпорацій ІКТ-сектору за капіталізацією

№	Корпорація	Країна	Сфера діяльності	Капіталізація, млрд дол
1	Google Inc.	США	Пошук інформації	421,45
2	Microsoft Corporation	США	Розробка програмного забезпечення та послуги	340,79
3	Facebook, Inc.	США	Соціальна мережа	248,68
4	China Mobile Limited	Гонконг	Телекомунікації	241,75
5	AT&T, Inc.	США	Телекомунікації	200,28
6	Verizon Communication Inc.	США	Телекомунікації	182,22
7	Oracle Corporation	США	Розробка програмного забезпечення	157,27
8	International Business Machines Corporation	США	Інформаційні технології	140,76
9	Intel Corporation	США	Виробництво напівпровідників	135,58
10	Cisco Systems, Inc.	США	Мережі та комунікації	129,79

Джерело: складено автором на основі даних Finviz [324].

Інформаційна економіка суттєво змінює і принципи взаємодії корпорацій з різними економічними агентами. Деякі компанії йдуть досить далеко в процесі співпраці зі споживачами. Це проявляється у появі та розвитку таких явищ, як краудсорсинг та краудфандинг. Краудсорсингом називають широке коло видів діяльності, яка зазвичай стосується створення ідей, дизайну продуктів, вирішення проблем, маркетингу та реклами [417].

Особливістю при цьому є залучення в ці процеси зовнішніх відносно компанії осіб. Це може проявлятися у проведенні конкурсів з призами за кращі ідеї, рішення чи дизайн. Деякі компанії, такі як Tesla та Adidas, дозволяють

клієнтам кастомізувати (вносити індивідуальні зміни) продукти в режимі онлайн.

Більш поширеною практикою є використання соціальних медіа для спілкування зі споживачами та отримання відгуків (рис. 2.14). У подальшому відгуки враховуються при розробленні та виробництві товарів та послуг. Такий підхід дозволяє не тільки підвищити якість продукції, але й сформувати велику та прихильну спільноту користувачів.

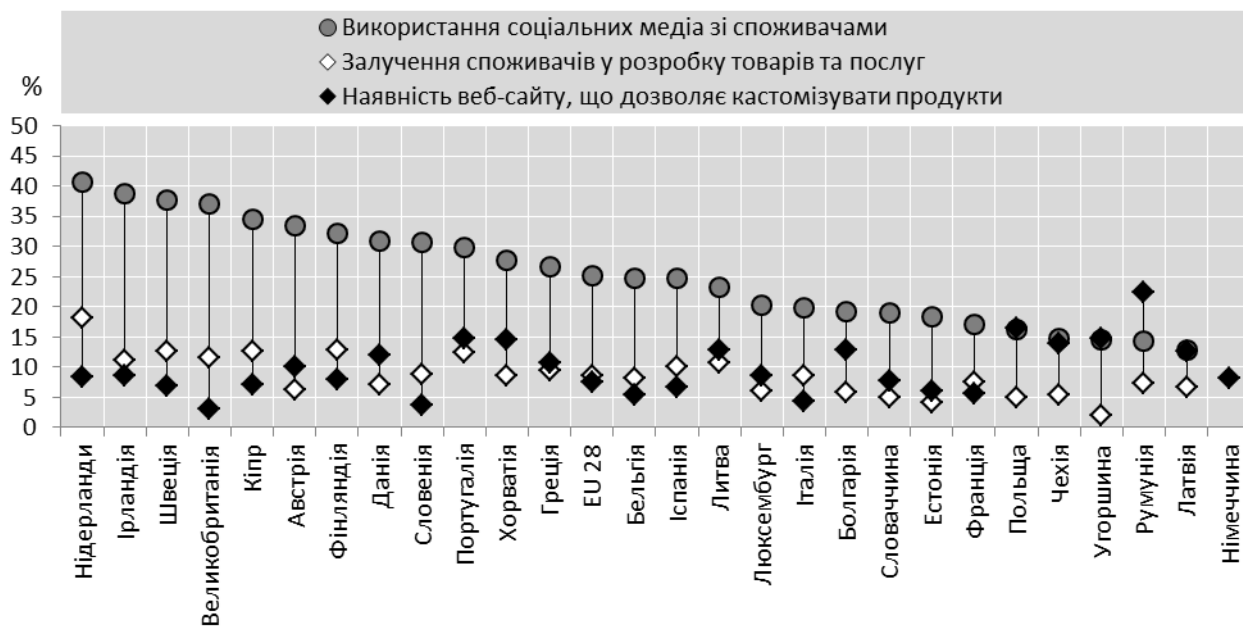


Рис. 2.14. Залучення підприємствами споживачів до розробки продукції, 2013 рік

Джерело: [395].

Краудфандинг стосується кількох видів фінансування проєктів: пожертв із винагородами або без, позичок та пайового фінансування. Краудфандинг вперше почав використовуватись у творчих галузях (музика, ігри, кіно, дизайн тощо), проте невдовзі поширився й на інші види діяльності. Як показує рис. 2.15, поки домінують непайові види фінансування. Особи, які його надають, більше зацікавлені в успіху проєкту або ж отриманні певної продукції як винагороди, ніж в участі у майбутніх прибутках.

Проте з ростом об'ємів краудфандингу можна очікувати й розвитку взаємодії стартапів з провайдерами коштів у напрямку ширшого використання пайових інструментів. Також важливим є регулювання цього ринку, на якому права осіб, що здійснюють фінансування, захищені досить слабо.



Рис. 2.15. Обсяги краудфандингу в світі, 2010-2013 рр.

Джерело: [395].

Взаємодія корпорацій зі споживачами у мережі Інтернет може відбуватись у формі прямої купівлі товарів та послуг. Частка користувачів, які здійснювали покупки онлайн, показує тенденцію до зростання (рис. 2.16). Враховуючи загальне збільшення кількості осіб, що використовують мережу Інтернет, можна передбачити, що значення електронної комерції та онлайн-розрахунків тільки зростатиме.

Такий механізм комунікації зі споживачами набуває все більшого поширення, навіть в тих галузях, які, на перший погляд, не є достатньо привабливими для такого способу поширення товарів та послуг.

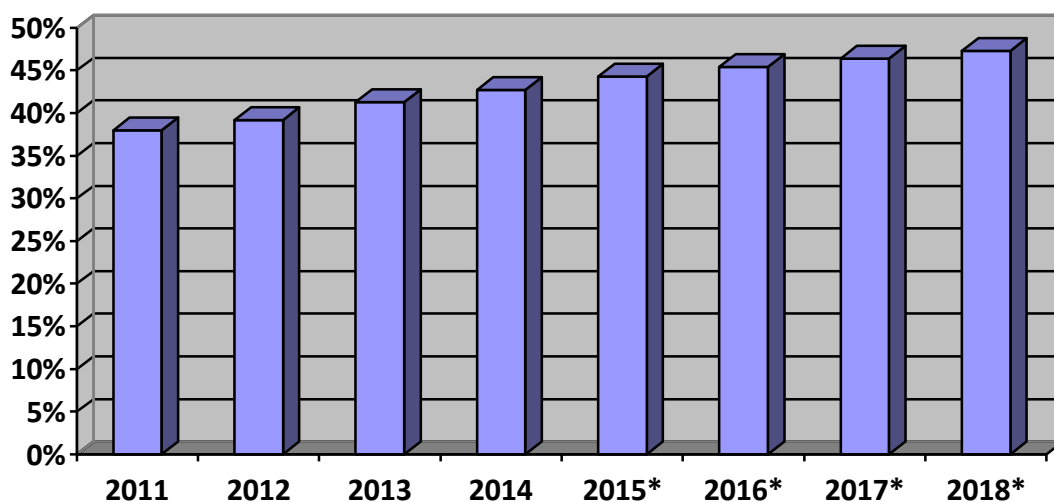


Рис. 2.16. Частка користувачів, які здійснюють покупки в Інтернеті, 2011-2018 роки

Примітка: 1. Дані 2015-2018 – прогноз.

Джерело: побудовано автором за даними [351-352; 422].

Важливе значення при продажу товарів та послуг має цифрова реклама (з'являється на екранах персональних комп'ютерів та ноутбуків, а також мобільних телефонів та планшетів) (рис. 2.17).

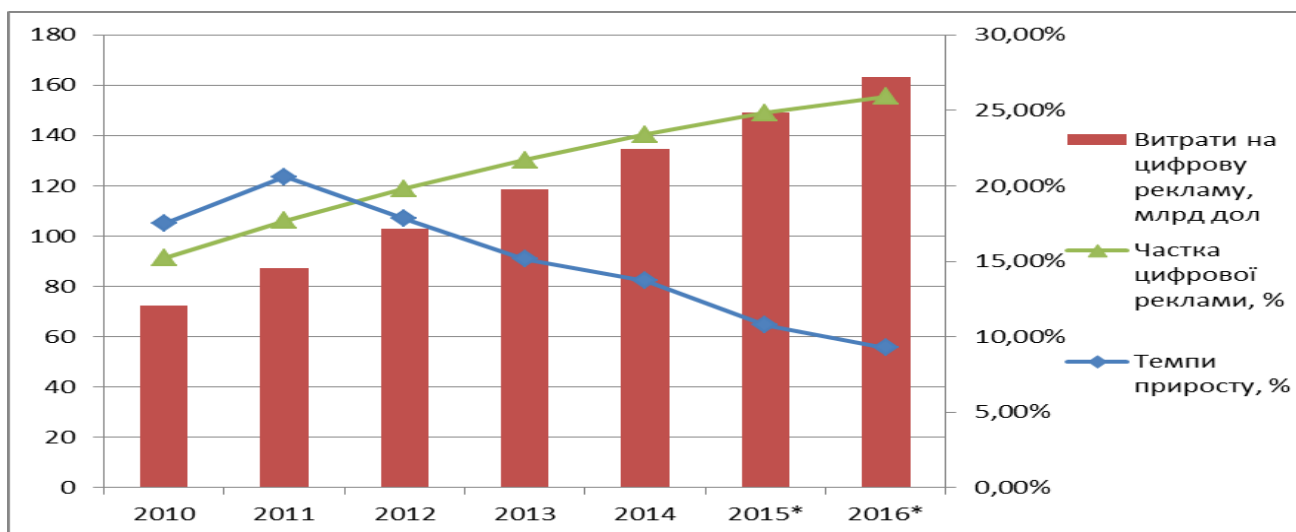


Рис. 2.17. Витрати на цифрову рекламу у світі за період з 2010 по 2016 роки

Примітка: 1. Дані 2015-2016 – прогноз.

Джерело: побудовано автором на основі даних Forbes [327].

Ще одним джерелом комунікацій компаній зі споживачами та інвесторами є офіційна сторінка в мережі Інтернет. Функціонал веб-сайту може бути досить різним: від короткої інформації про компанію, її місію, менеджмент та контактів до повноцінної платформи з просування корпоративних проектів та реалізації товарів і послуг.

Досить часто на сайті розміщується також інформація для інвесторів, яка в першу чергу включає фінансову звітність за кілька останніх років. Порівняння частки компаній з власним сайтом або сторінкою в мережі показує, що з 2009 року по 2014 рік спостерігалось істотне зростання, особливо в тих країнах, ще вихідна частка була нижчою (рис. 2.18).

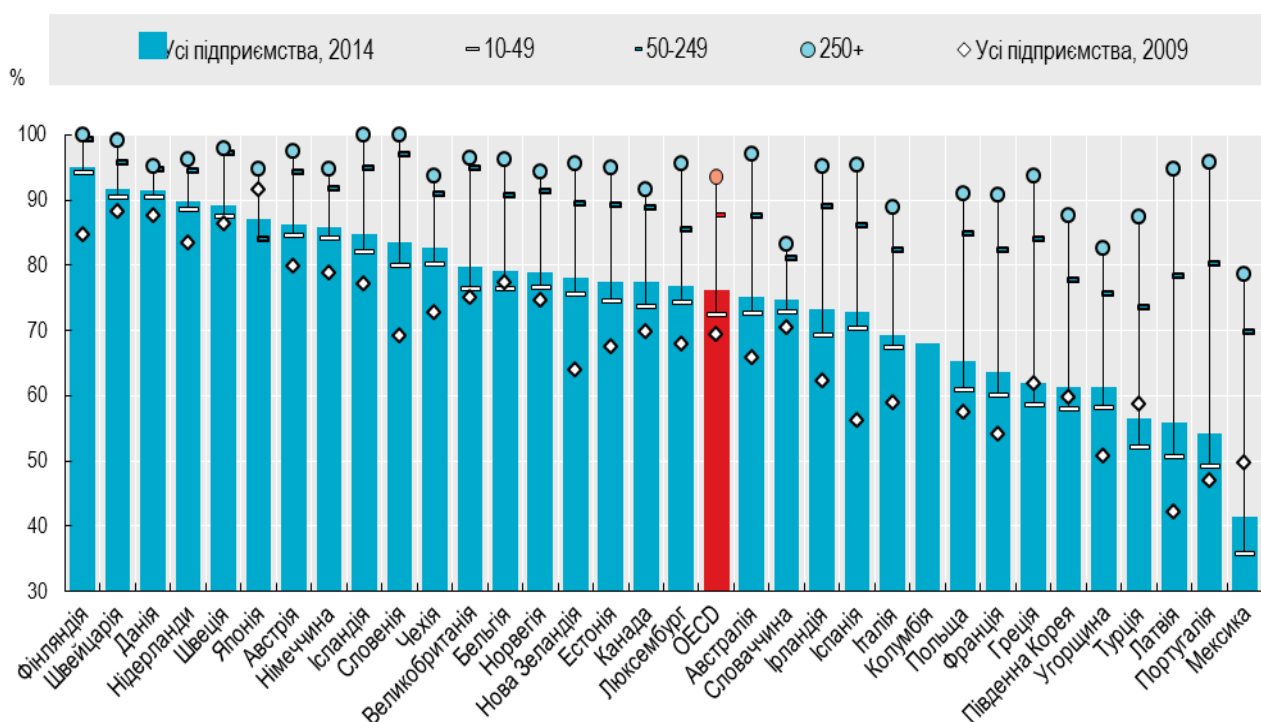


Рис. 2.18. Підприємства, у яких є веб-сайт або домашня сторінка у 2009 та 2014 роках

Джерело: [395].

На даний момент для крупних підприємств (понад 250 працівників) вона по всіх країнах OECD наближається до 90 % – 100 %. Виходячи з цього, можна

сказати, що наявність власного сайту в мережі інтернет стала корпоративним стандартом та є обов'язковою.

Значення глобального інформаційного середовища для фінансового сектору допомагає оцінити кількість людей зі смартфонами, які користувались мережею Інтернет для здійснення фінансових транзакцій (рис. 2.19).

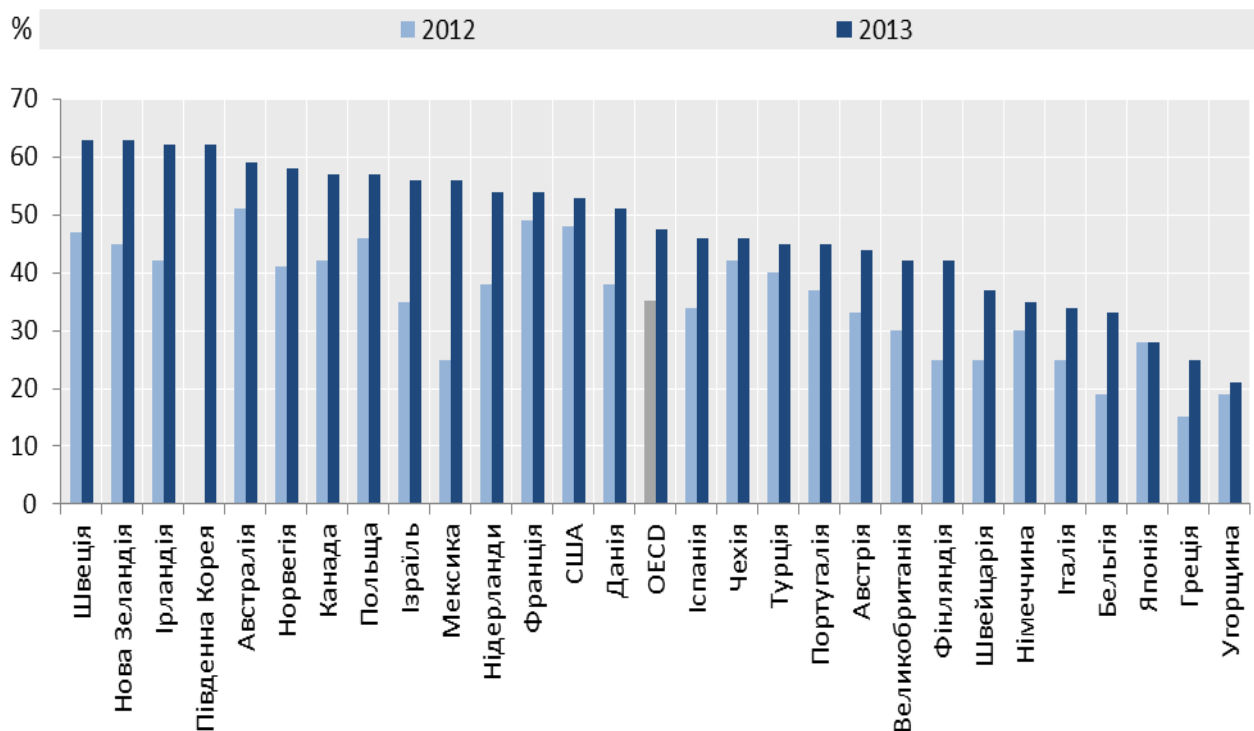


Рис. 2.19. Частка користувачів, які користувались послугою Інтернет-банкінгу або іншими фінансовими послугами, 2012 та 2013 роки

Джерело: [395].

Так, впродовж досліджуваного періоду можна відмітити значне зростання цього показника. В цілому по країнах OECD частка користувачів Інтернет-банкінгу досягла майже 50 % у 2013 році. Отже, фінансовим корпораціям варто звернути значну увагу на даний сегмент та працювати над впровадженням Інтернет-технологій у взаємовідносинах із клієнтами.

Третім напрямом впливу глобального інформаційного середовища на діяльність корпорацій є використання здобутків інформатизації в організації роботи компанії. Передусім тут мова йде про хмарні технології та сервіси. За

використання такої моделі дані зберігаються та обробляються на численних розподілених серверах у мережі, доступ клієнтам до яких зазвичай надається третьою стороною.

Така організація роботи забезпечує ряд переваг [395]:

- можливість доступу до даних з будь-якого комп'ютера з доступом до мережі Інтернет;
- можливість організації спільної роботи із даними;
- висока захищеність даних та можливість їх збереження в разі апаратних збоїв;
- оплата клієнтом тільки за фактично використані потужності та отримані послуги;
- аутсорсинг підтримки та оновлення інфраструктури зберігання та обробки даних.

Обсяги операцій у хмарних дата-центрах все зростають. Вже зараз частка даних, що обробляються в хмарних дата-центрах є вищою, ніж у традиційних. За прогнозом компанії Cisco, збережеться тенденція до переходу на хмарні сервіси (рис. 2.20).

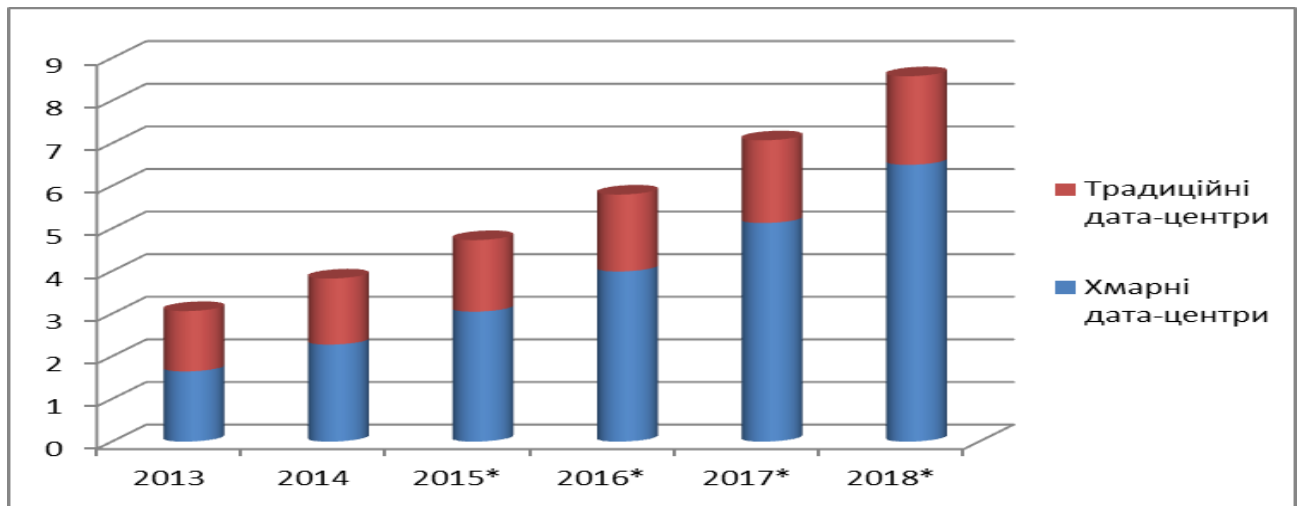


Рис. 2.20. Обсяги трафіку, що обробляються традиційними та хмарними дата-центрами у 2013-2018 роках, екзабайт

Примітка: 1. Дані 2015-2016 – прогноз.

Джерело: побудовано автором за даними [301].

Частка компаній, що використовують хмарні технології, також зростає (рис. 2.21).

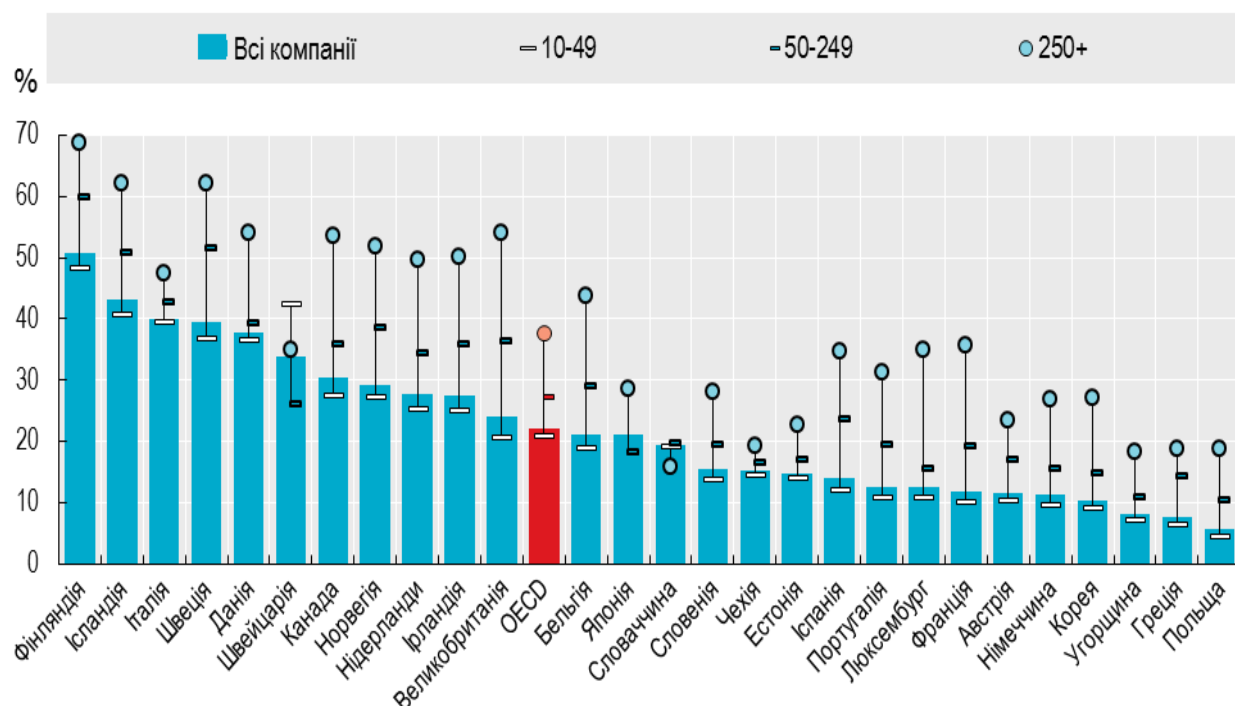


Рис. 2.21. Частка компаній, що використовують хмарні сервіси за чисельністю працівників, 2014 рік

Джерело: [395].

Лідерами є Фінляндія, Ісландія, Італія, Швеція та Данія. Основними користувачами хмарних сервісів є великі компанії з чисельністю працівників більше 250 чоловік. Основною перевагою для них є можливість налагодження спільної роботи з даними. Для малих же підприємств найбільш значущою є можливість використовувати зовнішню інфраструктуру роботи з даними без необхідності розгортання та підтримання власної.

Хоча розвиток глобального інформаційного середовища створює багато можливостей для роботи в ньому корпорацій, досить значущими є також і загрози. З одного боку вони пов'язані з тим, що відставання у розвитку онлайн сервісів для деяких сфер може обернутись серйозним програшем у боротьбі за споживача. Стрімкий розвиток мережевих технологій та поява нових способів

взаємодії з зовнішнім середовищем змушує корпорації рухатись у даному напрямку.

З другого боку, саме інформаційне середовище стає місцем вчинення протиправних дій. Розмір втрат у США за повідомленими [] кіберзлочинами в 2014 році сягнув майже 800 млн. дол. (рис. 2.22). Ця цифра з року в рік зростає швидкими темпами. Боротьба з кіберзлочинністю має стати одним із пріоритетних напрямків взаємодії між країнами на глобальному рівні.

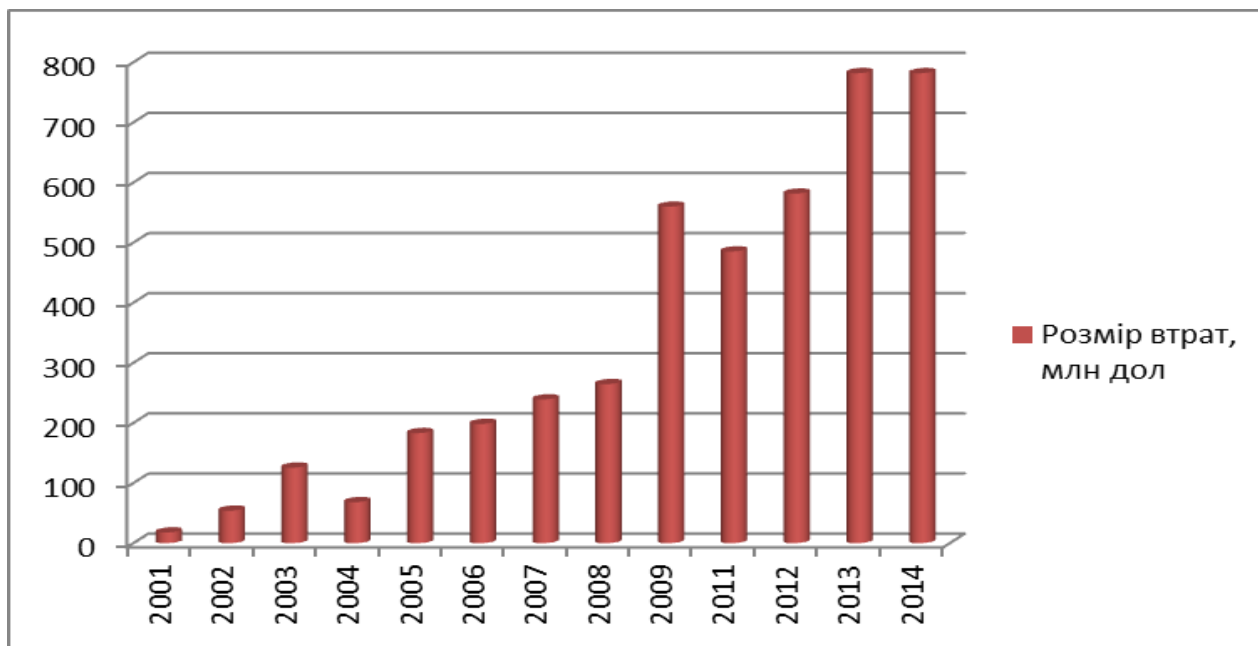


Рис. 2.22. Розмір втрат від кіберзлочинності за повідомленими випадками у 2001-2014 роках

Джерело: побудовано за [422].

Жертвами кіберзлочинності стає все більша кількість компаній. За даними опитування, в Німеччині жертвами кіберзлочинності впродовж 2013 та 2014 років стали 30 % компаній (рис. 2.23). Варто відзначити, що в основному атаки направлені на відносно невеликі підприємства. Серед тих, де кількість працівників перевищує 500 осіб про протиправні дії в мережі Інтернет повідомило лише 11 %. Це можна пояснити більшою захищеністю та кращою роботою служби безпеки у великих компаній.

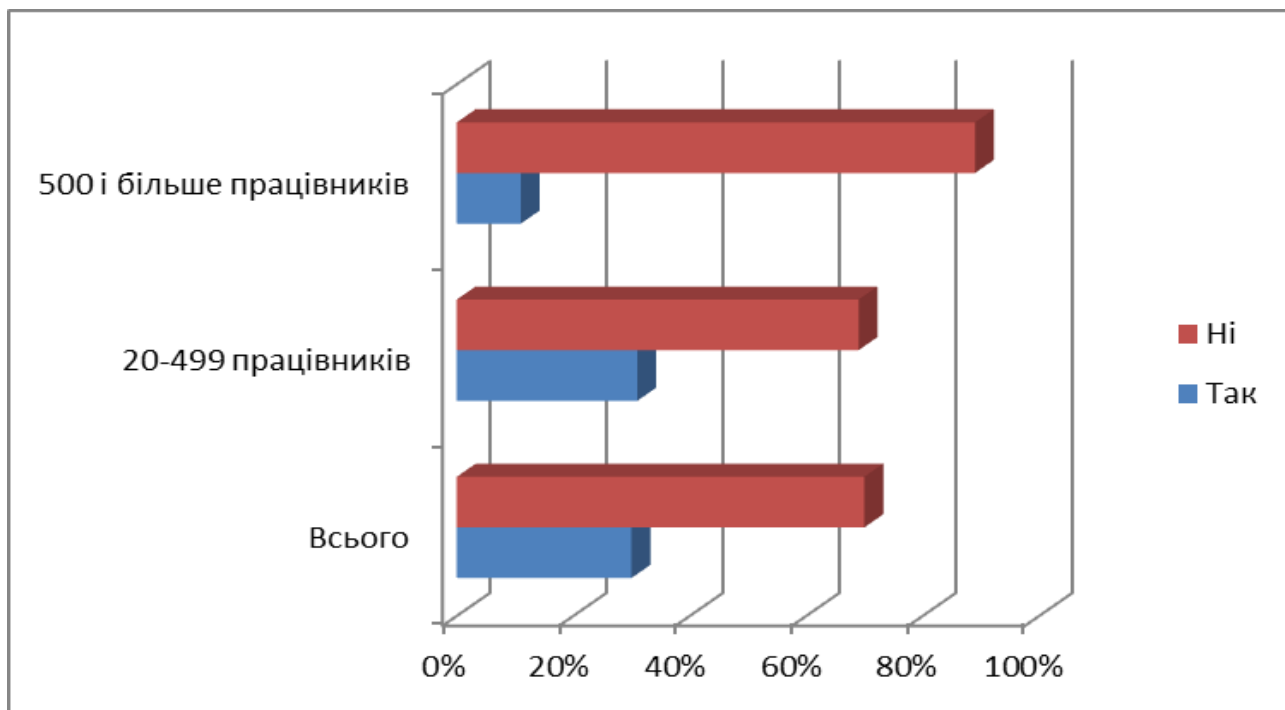


Рис. 2.23. Результати опитування серед німецьких компаній, чи ставали вони жертвами кіберзлочинів у 2013 та 2014 роках

Джерело: побудовано автором за [422].

При цьому види атак, направлених на компанії, є досить різноманітними (рис. 2.24). Найбільшою є кількість крадіжок ІТ-обладнання (28 % опитаних компаній мали справу з цією проблемою). Значною була частка соціального інжинірингу – методу несанкціонованого доступу до інформації, оснований на особливостях психології та соціальної взаємодії людей.

Основною особливістю є те, що об'єктом атаки виступає не програмне забезпечення, а оператор, що має доступ до даних. Також високою є частка злочинів, пов'язаних із крадіжкою електронних документів, шпигунськими діями та прослуховуванням.

Все це свідчить про необхідність застосування ефективної служби безпеки в організаціях, а також проведення роз'яснювальної роботи серед персоналу щодо потенційних загроз та способів їх запобігання.

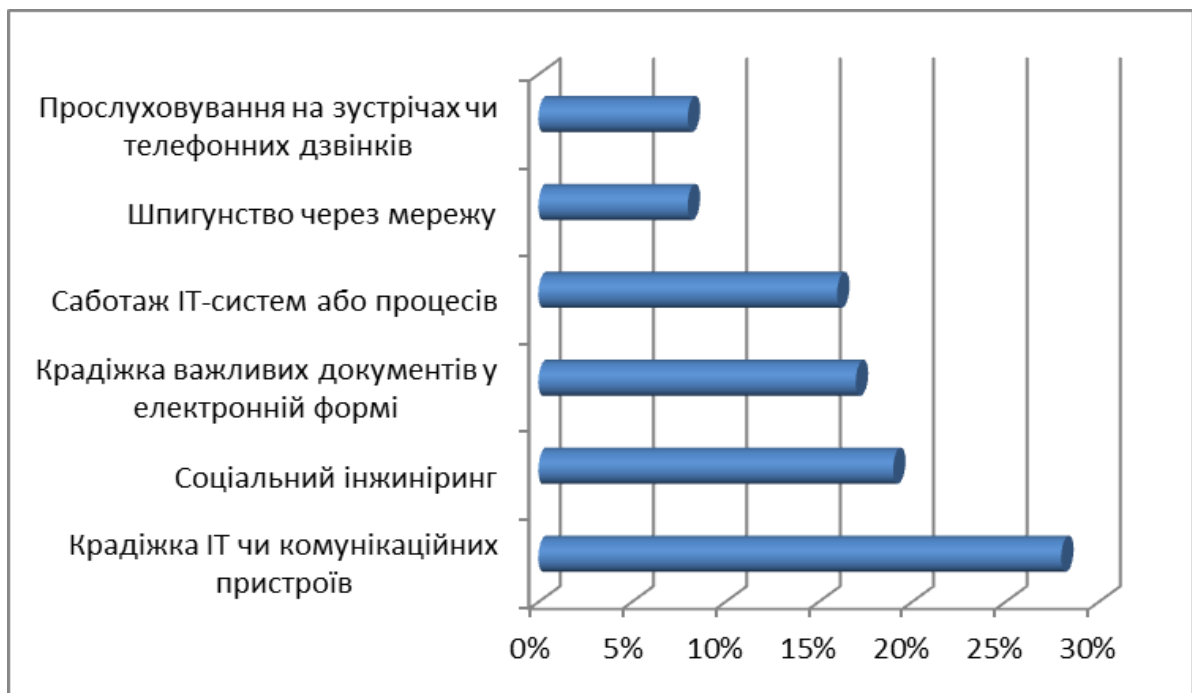


Рис. 2.24. Результати опитування серед німецьких компаній щодо видів кібeрзлочинів, з якими вони мали справу в 2013-2014 роках

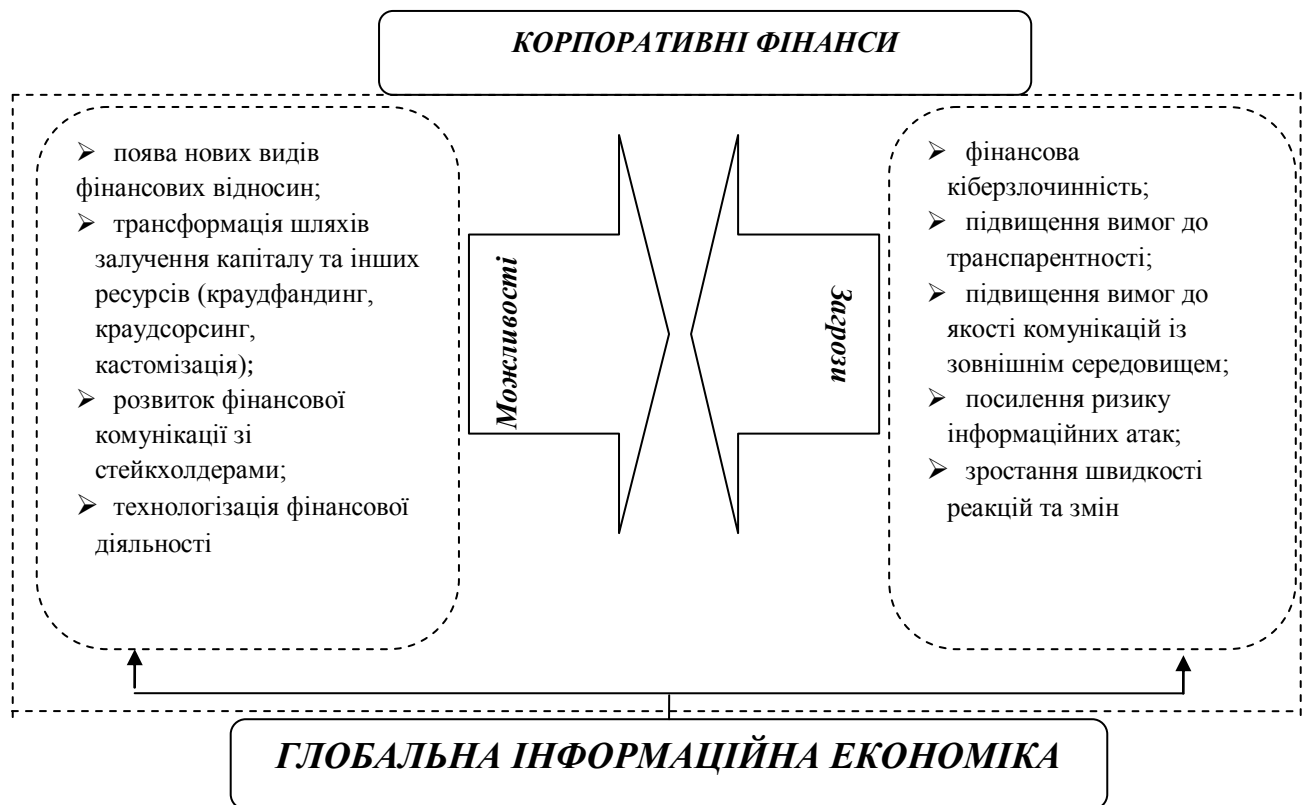
Джерело: побудовано автором за [422].

Це чинить суттєвий вплив на діяльність корпорацій, що проявляється в появі та розвитку нових видів діяльності, форм та методів взаємодії зі споживачами та інвесторами, організації роботи з інформацією всередині компанії. Разом із тим, зростає кількість кібeрзлочинів, що вимагає застосування ефективної служби безпеки на підприємствах. Все більшого значення набуває такий елемент глобального інформаційного середовища, як соціальні мережі. За їх допомогою корпорації можуть здійснювати комунікації з потенційними споживачами та проводити маркетингову політику. Разом із тим, можливості використання соціальних мереж є навіть ширшими.

Зараз багатьох дослідників цікавить питання, чи можна прогнозувати майбутню вартість акцій корпорацій на основі аналізу поведінки користувачів популярних сервісів [311]. Досліджуються передусім популярність корпорацій [394] та настрої дописувачів [297] і їх вплив на динаміку курсів акцій. Варто відзначити, що можливості для аналізу таких великих об'ємів даних з'явилися

також завдяки розвитку інформаційного середовища. Даний напрям аналізу носить назву *BigDataAnalysis* і набуває все більшого значення. Соціальні мережі можуть бути також використані у зловмисних цілях. Наприклад, у 2013 році підроблені облікові записи у мережі Twitter були використані для атаки на акції двох компаній. В результаті акції компанії Audience Inc впали на 28%, а біотехнологічної корпорації SareptaTherapeutics – на 16%. Даний випадок став прикладом успішної інформаційної атаки, яка призвела до суттєвого зниження курсів цінних паперів великих корпорацій.

Отже, процес розвитку глобального інформаційного середовища несе як ряд загроз, так і можливостей. Перелік основних із них, які були проаналізовані вище, наведено на рис. 2.25.



2.25. *Можливості та загрози для функціонування корпоративних фінансів у глобальній інформаційній економіці*

Джерело: розроблено автором

Таким чином, результати проведеного аналізу показують, що розвиток глобального інформаційного середовища відбувається високими темпами, ступінь його проникнення зростає та є майже всеосяжною в розвинених країнах.

Підсумовуючи все сказане вище, відмітимо, що значний вплив розвитку глобального інформаційного середовища на економіку в цілому та фінанси корпорацій зокрема є незаперечним. Проте його безпосередні прояви можуть значно залежати від специфіки діяльності компанії.

Ті аспекти еволюції інформаційного середовища, які створюють загрози для одних корпорацій, стають можливостями для інших. Варто зазначити, що характер впливу різних аспектів інформаційної економіки на діяльність компаній є нелінійним та досить часто опосередкованим. Це може призводити до появи ризиків, які складно ідентифікувати та прогнозувати.

2.4. Еволюція корпоративного фінансового менеджменту в умовах інформаційної економіки

Характерною особливістю управління фінансами корпорацій (як і корпораціями взагалі) на сучасному етапі є використання стратегічного підходу. В сучасному глобальному середовищі взаємодіє й конкурує між собою безмежна кількість стратегій, тому можна тільки частково погодитися з думкою відомого американського вченого Р. Хамермеша, який стверджував, що загалом існують три рівні прояву стратегії: по-перше, ділові одиниці; по-друге, корпорації; по-третє, інституції [136, с. 340].

Тобто нині корпорація стикається з необхідністю вести конкурентну боротьбу з багатьма учасниками – від держави до індивідуума.

Поняття «корпоративна стратегія», «стратегічне управління» є загальноновживаними не тільки на науковому рівні, але й міцно увійшли до лексикону пересічних громадян. Така ситуація зайвий раз засвідчує проникнення корпорацій у повсякденне життя кожного громадянина. В той же час, єдності в питанні розуміння сутності стратегії, стратегічного управління, особливо щодо цілей корпоративного менеджменту до цього часу в наукових колах немає.

До того ж, як доведено у п.п. 2.1, відбувається суттєва трансформація зовнішнього фінансового середовища, насамперед, пов'язана зі збільшенням ролі інформації та розвитком інформаційних технологій. Зрозуміло, що така трансформація не може не впливати на корпоративні стратегії. Відповідно виникає питання про зміни в корпоративних стратегіях під тиском еволюційних а інколи й революційних змін в глобальному розвитку, пов'язаних з інформаційною економікою.

Загалом серед науковців існує численна кількість підходів до виділення сутності стратегії корпорації (підприємства) – від цілком виважених та зрозумілих до надзвичайно екзотичних. Відповідно, розглянемо тільки ті з них, що дають можливість якого повно розкрити сутність поняття.

Доволі поширеним є розуміння корпоративної стратегії як плану. Зокрема, окремі автори вказують: «Корпоративна стратегія є загальним планом управління для диверсифікованої компанії, показуючи напрямки розвитку фірми загалом. На цьому рівні приймається рішення про бізнес-портфель підприємства, вирішуються питання про злиття, придбання або вихід з якого-небудь бізнесу» [216].

Тобто, стратегія – це план діяльності корпорації, в тій чи іншій мірі деталізований, що охоплює основні напрями її діяльності.

Зазначимо, що орієнтація на ототожнення понять «стратегія підприємства» та «план» зустрічається не тільки у вітчизняних авторів. Зокрема, у відомого дослідника А. Мескона існує наступний підхід: «Стратегія

– це комплексний план, сформований для здійснення місії організації та досягнення її цілей» [160].

Про те, цілий ряд науковців вказують на значні розбіжності між стратегією та планом. Зокрема, Г. Селезньова вважає, що стратегія є концепцією розвитку підприємства, тоді як стратегічний план – інструментом установлення, документального оформлення та впровадження у щоденну діяльність обраної стратегії [218, с. 9].

В. Дикань зазначає: «Корпоративна стратегія – це стратегія, що описує загальний напрямок розвитку підприємства, його виробничо-збутової діяльності. Корпоративна стратегія поширюється на все підприємство, охоплює всі напрямки його діяльності, тому формується вищим керівництвом підприємства» [94]. На наш погляд, такий підхід має суттєві суперечності. Звернемо увагу на логічне протиріччя, що притаманне зазначеному визначенню стратегії: з одного боку, вона «поширюється на все підприємство»; з іншого, «формується вищим керівництвом підприємства». Окрім того, незрозуміло, який зміст вкладає автор коли говорить, що стратегія описує загальний розвиток підприємства.

Зазначимо, що такий підхід має своїх прихильників. Зокрема, І. Фоломкіна стверджує, що корпоративна стратегія – це стратегія, що стосується підприємства в цілому і розробляється вищим керівництвом для реалізації місії і загальних стратегічних цілей підприємства і отримання на цій основі глобальних конкурентних переваг [265].

Надалі зазначений науковець зазначає, що традиційно до стратегій корпоративного рівня відносяться стратегії зростання (інтенсивного зростання, інтеграції та диверсифікації), стратегії стабілізації, стратегії скорочення (переорієнтація, «відсічення зайвого», «збір врожаю», ліквідація), стратегії сполучення.

Інші автори підкреслюють не тільки сутність стратегії як плану (програми) діяльності корпорації, але її довгостроковий характер. Так О.

Протопопова та О. Полонський стверджують: «Стратегія становить генеральну програму діяльності підприємства, в основі якої лежить визначення основних, довгострокових цілей та задач, розробка напрямків його діяльності, визначення необхідних ресурсів для досягнення поставлених цілей та порядку їх використання. Ціль становить кількісні та якісні характеристики функціонування підприємства, досягнення яких воно прагне» [96, с. 23-24].

Такий підхід є чисто формальним з позиції поділу управлінських рішень на тактичні та стратегічні. Кожне тактичне рішення в кінцевому випадку впливає на досягнення стратегічних цілей корпорації, тому стверджувати про стратегію як про суто стратегічний план не зовсім коректно.

Якщо одні автори розглядають стратегію як план, то інші акцентують увагу на тому, що це конкретні заходи, що дають можливість реалізувати цей план. Зокрема, В. Рульєв та інші автори стверджують, що стратегія підприємства – це система заходів, яка розрахована на перспективу і забезпечує досягнення конкурентних цілей, шляхом координації й розподілу ресурсів підприємства [210].

Група вітчизняних авторів зазначає, що ефективна корпоративна стратегія — це є упорядкований набір із п'яти елементів (бачення, цілі та завдання, ресурси, бізнеси і організація), які всі разом, як система, призводять о виникнення переваги, що створює економічну вартість [230].

Один із основоположників сучасної парадигми стратегічного управління організацією І. Ансофф зазначав, що стратегія становить набір правил для прийняття рішень, які організація використовує у своїй діяльності [5]. Він же виділив чотири групи правил: правила оцінки результатів підприємства зараз та в майбутньому; правила формування відносин з зовнішнім середовищем; правила, що встановлюють відносини та процедури всередині організації; правила, за якими здійснюється оперативна діяльність [].

Західні вчені Г. Хемел та К.К. Пралахад пропонують використовувати дефініції «стратегічні наміри» та «стратегічна архітектура» [339].

Вказані автори пропонують відмовитися від прив'язки у стратегічному плануванні до ресурсів, якими володіє підприємство. Завдання стратегії – передбачити майбутню структуру галузі, а розподіл ресурсів можна коригувати безпосередньо в процесі її реалізації.

Загалом, підсумовуючи аналіз теоретичних підходів до сутності дефініції «корпоративна стратегія», зазначимо:

1. Стратегію слід розглядати як в контексті довгострокового горизонту діяльності корпорації, так і через середньо- та короткострокові перспективи, оскільки в сучасному бізнесі тільки симбіоз ефективних управлінських рішень дає можливість розраховувати на успіх.

2. Стратегія представляє собою множину планів, завдань, цілей та заходів, спрямованих на їх досягнення.

3. В сутнісному контексті стратегія корпорації представляє собою поєднання безпосередньо планування та заходів, спрямованих на досягнення запланованих цілей.

4. Стратегія корпорації є поняттям складним, яке характеризує різні функціональні стратегії корпорації. У цьому контексті говорять про існування у кожної корпорації певного стратегічного набору, який включає в себе і фінансову стратегію.

На наш погляд, також слід підкреслити ще одну важливу рису корпоративної стратегії – її динамічний характер. Тобто мова йде не про статичний набір стратегічних планів, завдань, а також заходів щодо їх реалізації, а про змінні величини, про необхідність постійного перегляду існуючого стратегічного набору для кожної корпорації. Не в останню чергу така характеристика визначена і динамічністю зовнішнього фінансового середовища, в якому функціонують сучасні корпорації (див. п.п. 2.1).

Проведений аналіз дає можливість охарактеризувати корпоративну стратегію як певну множину планів та заходів, спрямованих на їх реалізацію,

для досягнення корпоративної місії та цілей в умовах динамічного економічного середовища.

Такий підхід визначає необхідність аналізу питання про взаємозв'язок цілей корпоративної стратегії та зовнішнього середовища. Особливої актуальності набуває питання про трансформацію корпоративної стратегії в умовах інформаційної економіки.

На наш погляд, аналіз цього питання слід розпочинати з дослідження концепцій цілеутворення в корпоративному менеджменті взагалі, та у корпоративних фінансах – зокрема. Цю проблему розглядають з багатьох точок зору — з позиції формування єдиної мети чи множини цілей, з погляду критеріїв визначення мети фінансового управління і т. п.

Так, російський науковець В. Романовський називає такі вимоги до цілей фінансового управління, які визначають сучасні корпорації:

- вони мають бути описані дуже чіткими, конкретними і зрозумілими термінами, які виключають будь-яку можливість неправильного тлумачення;
- містити конкретні «показники», які дають змогу оцінити рівень досягнення мети;
- відповідати місії компанії;
- мають бути реально досяжними;
- мати адресний характер (конкретна відповідальна особа), що дало б змогу забезпечити їх контрольованість;
- бути чітко узгодженими з іншими цілями і ресурсними можливостями компанії;
- визначати конкретні терміни їх досягнення [205, с. 69].

Разом з тим варто зауважити, що цілі, які досягаються в процесі реалізації фінансової стратегії корпорації, логічно пов'язані з цілями, які досягаються в процесі реалізації інших функціональних стратегій. Тобто, не можна говорити

про відокремлення цілей наприклад стратегії управління персоналом від цілей корпоративної фінансової стратегії.

Такий підхід дає можливість аналізувати економічну діяльність корпорації як єдине ціле, у якому отриманий результат залежить від багатьох чинників (рис. 2.26).

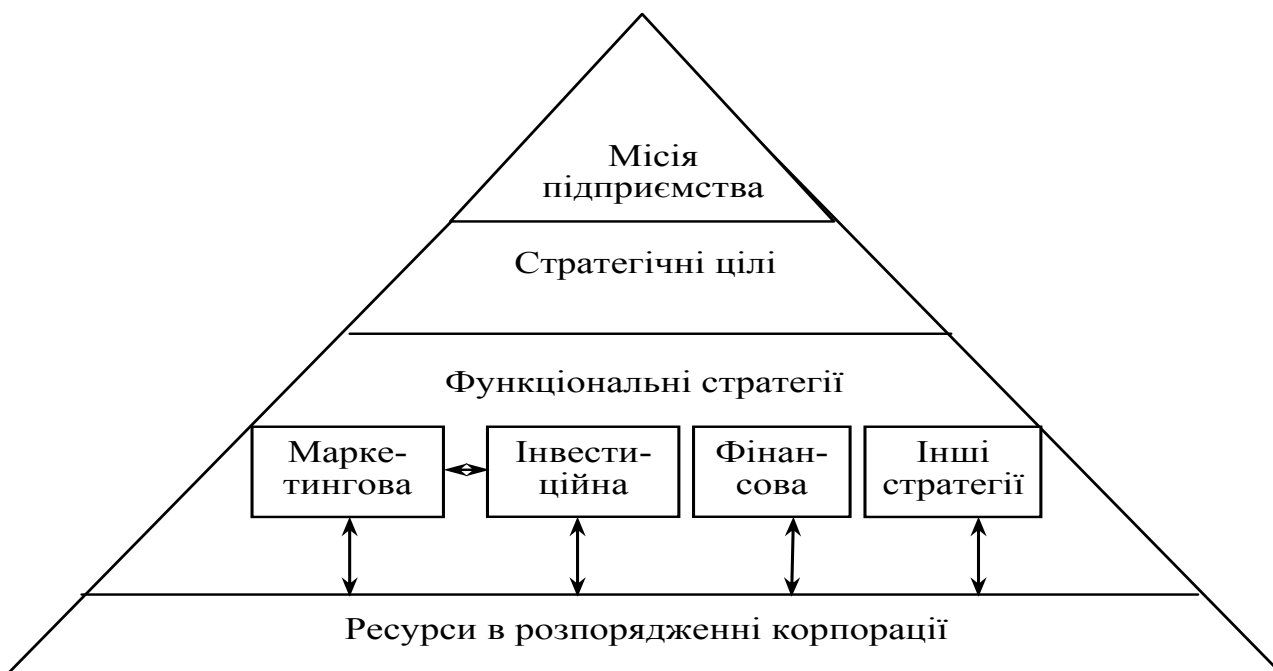


Рис. 2.26. Формування цілей корпорації та їх досягнення в процесі реалізації функціональних стратегій

Джерело: розроблено автором

Найчастіше до головних цілей управління фінансами корпорації науковці і практики відносять максимізацію: 1) чистого прибутку корпорації; 2) дивідендів; 3) добробуту акціонерів; 4) вартості корпорації.

Водночас існують і інші думки. Зокрема, у працях В. Бочарова наведено такий перелік цілей управління корпоративними фінансами: уникнення банкрутства та великих фінансових втрат; лідерство в конкурентній боротьбі; максимізація «ціни фірми» через зростання курсової вартості акцій; зростання обсягів виробництва і продажу; максимізація прибутку і мінімізація витрат; забезпечення достатнього рівня дохідності активів, власного капіталу тощо [57, с. 29].

Звернемо увагу також і на позицію Т. Лепейко, яка вказує на важливість урахування соціальної відповідальності фірми під час формування та досягнення цілей фінансового управління [148, с. 4].

Український науковець М. Грідчина вважає, що основна мета корпорації — максимізація теперішньої вартості акцій, оскільки цим показником вимірюють багатство акціонерів [79]. Для досягнення ж цієї мети необхідно розв'язувати такі завдання:

- 1) забезпечувати приріст рентабельності власного капіталу, тобто збільшувати прибуток на кожну грошову одиницю вкладених акціонерами коштів;
- 2) забезпечувати зростання ринкової ціни (курсу) акцій корпорації;
- 3) підтримувати структуру капіталу, що забезпечуватиме платоспроможність у довгостроковому періоді, тобто виконання зобов'язань перед інвесторами та кредиторами, які мають довгострокові вкладення в АТ [79].

О. Непочатенко, аналізуючи завдання фінансового менеджменту, виділяє такі: виявлення фінансових джерел розвитку виробництва, визначення ефективних напрямів інвестування фінансових ресурсів, раціоналізація операцій з цінними паперами, налагодження оптимальних стосунків із фінансово-кредитною системою, суб'єктами господарювання [167, с. 13].

Проте питання про пріоритети в управлінні корпоративними фінансами залишається відкритим, тим більше, що будь-яка з названих вище цілей має як свої переваги, так і недоліки. Утім на сучасному етапі розвитку дедалі більшого поширення набуває підхід до управління корпоративними фінансами, орієнтований на зростання вартості корпорації.

У процесі визначення вартості корпорації, яка є предметом угоди, або для інших цілей будь-яка корпорація розглядається як товар, що володіє певними особливими якостями.

На рисунку зображено найважливіші ознаки корпорації як товару, вартість якого визначається: [85; 217];

- це товар інвестиційного характеру, оскільки будь-які активи приносять економічні вигоди своєму власникові в майбутньому.;
- хоча будь-яку корпорацію треба розглядати як цілісну систему, існує можливість виділення та продажу її частини.;
- діяльність корпорації значною мірою залежить від стану економіки та фінансової системи країни, в кінцевому підсумку макрофінансові чинники є значимими з погляду оцінювання корпорації як товару;
- будь-які угоди щодо корпорації як товару передбачають їх обов'язкове правове оформлення.

Загалом можна стверджувати про існування цілої множини чинників, які впливають на вартість корпорації. Їх можна подати у такий спосіб (рис. 2.27).



Рис. 2.27. Чинники формування вартості корпорації

Джерело: розроблено автором

Визначення вартості корпорації передбачає врахування чинника доступності інформації. Як правило, для більшості суб'єктів, які потенційно можуть проводити оцінювання вартості корпорації, доступна історична та

публічна інформація. Проте така інформація про корпорацію як правило є неповною, що може значно знизити релевантність отриманих суб'єктом оцінок. Більше того, кожна корпорація є своєрідним, унікальним об'єктом, тому навіть наявність повної інформації не може забезпечити від суб'єктивного характеру оцінки.

У цьому зв'язку заслуговує на увагу думка західних науковців, які стверджують: «...оскільки процеси управління ... потребують отримання та обробки великих обсягів інформації, що не дає можливості побудувати на їх основі формальну модель, то це потребує використання цілісної системи ключових показників або індикаторів, формування їх структурної ієрархії, проведення на їх основі якісного і кількісного аналізу проблеми, визначення критичних моментів у тенденціях розвитку» [188, с.16].

З огляду на посилення уваги науковців до дослідження теоретичних і прагматичних засад управління корпораціями, орієнтованих на вартісні показники, можна говорити про формування на сучасному етапі вартісно-орієнтованої концепції корпоративного фінансового менеджменту.

Загалом схему вартісно-орієнтованого управління корпорацією можна описати так [353]:

- 1) вибір певних внутрішніх цілей, досягнення яких приведе до підвищення вартості корпорації;
- 2) вибір стратегій та організаційних схем, які є сумісними з досягненням вибраних цілей;
- 3) визначення певних змінних, «драйверів вартості», які можуть створювати вартість у рамках обраних стратегій та організаційної схеми;
- 4) розроблення планів дій, вибір показників продуктивності, постановка завдань з урахуванням визначених «драйверів вартості»;
- 5) оцінювання успішності планів дій, управлінської ефективності;

б) оцінювання адекватності поточних внутрішніх цілей корпорації, стратегій, планів і систем контролю з урахуванням отриманих результатів, а також їх модифікація в разі необхідності.

Кожна корпорація застосовує власну концепцію управління фінансами, орієнтовану на максимізацію своєї вартості. Проте можна виділити загальні вимоги до подібної системи управління (рис. 2.28).

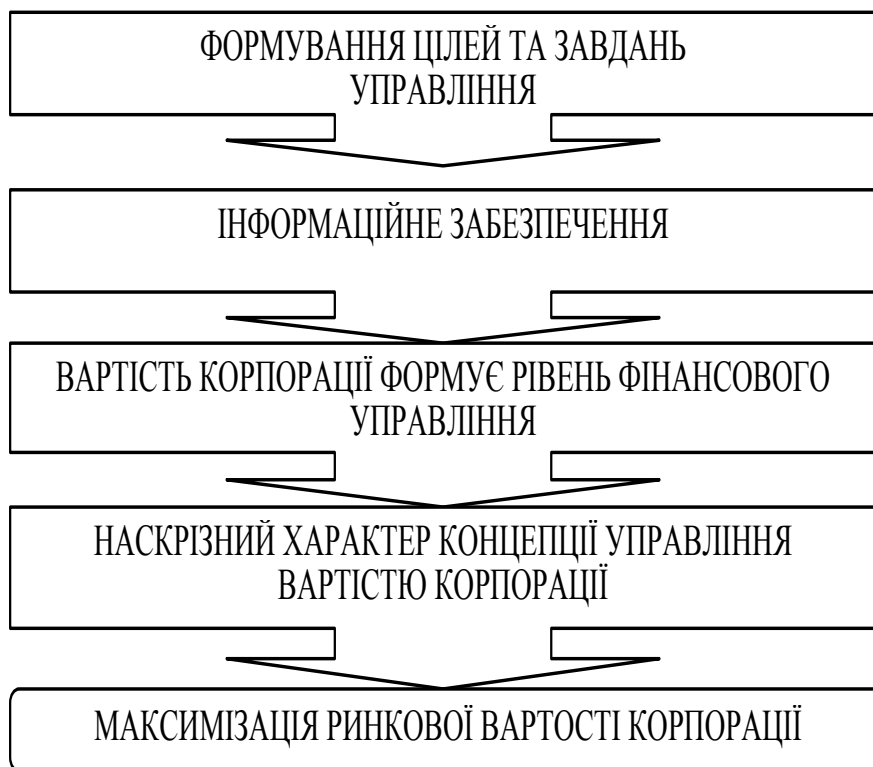


Рис. 2.28. Загальна схема реалізації вартісно-орієнтованої концепції управління корпоративними фінансами

Джерело: розроблено автором.

Відповідно до існуючої практики фінансового менеджменту корпорацій можна виділити кілька найбільш поширених мотивів та чинників визначення вартості корпорації, які і становлять основу вартісно-орієнтованої концепції менеджменту. Серед них, на наш погляд, можна виділити і ті, які пояснюються інформаційною складовою.

1. Аналіз ефективності управління корпорацією. У процесі еволюції корпорацій відбулося відокремлення власності від управління, що на практиці

обумовило появу незалежних директорів та інших посадових осіб, які не є акціонерами. Поєднавшись зі специфічною економічною природою корпорацій, які стали інституційно та юридично оформленим об'єднанням капіталів, ця риса визначила необхідність використання єдиних підходів до оцінювання результативності діяльності корпорацій та єдиних методик. Вартість корпорації є одним із можливих підсумкових показників, які з погляду різних економічних агентів можуть використовуватися для визначення ефективності управління.

2. Подолання інформаційної асиметрії в корпоративному секторі. Досі на світовому рівні не вироблено єдиних підходів до бухгалтерського обліку та фінансової звітності, що ускладнює процес реалізації інвестиційних і фінансових стратегій на різних національних ринках. Використання показника вартості корпорації певною мірою нівелює інформаційну асиметрію на глобальному та суб'єктному рівнях, дає можливість знизити ризик угод і трансакційні витрати, пов'язані з ними.

3. Вимоги до корпорації з боку фінансових інститутів. фінансові інститути повинні мати достовірну інформацію про вартість корпорації, можливість адекватно оцінити її здатність генерувати грошові потоки (зокрема, для банків така інформація необхідна, щоб визначити кредитоспроможність корпорації), передбачити ймовірні збитки (для страхових компаній). Таким чином, створюється взаємна заінтересованість і самих корпорацій, і фінансових інститутів у визначенні вартості як показника, що, з одного боку, допомагає обґрунтувати управлінські рішення, з другого — є передумовою для використання різних фінансових послуг.

На наш погляд, аналіз цілей корпоративної стратегії з виділенням пріоритетності показника вартості дає можливість переглянути і стратегічний набір кожної корпорації. У найбільш поширеному варіанті виділяють складові стратегії сучасної корпорації, наведені на рис. 2.29.



Рис. 2.29. Місце фінансової стратегії у стратегічному наборі корпорації (за функціональною ознакою)

Джерело: складено автором

Отже, можна зробити висновок, що фінансова стратегія корпорації — це один із видів її функціональної стратегії, що забезпечує основні напрями фінансової діяльності корпорації та фінансові відносини з іншими економічними агентами. Складність фінансової діяльності сучасних корпорацій виявляється у зв'язках фінансової стратегії з іншими видами функціональних стратегій.

Значення фінансової стратегії можна зобразити так (рис. 2.30):



Рис. 2.30. Сутнісні характеристики фінансової стратегії корпорації

Джерело: складено автором

Отже, можна стверджувати, що фінансова стратегія будь-якої корпорації в логічному зв'язку з її іншими функціональними стратегіями забезпечує:

- формування й ефективне використання капіталу, контроль за цими процесами;
- виявлення ефективних способів фінансування, вибір оптимальної структури капіталу та фінансових інструментів для управління нею;
- виявлення найефективніших напрямів інвестування капіталу;
- оцінювання стану зовнішнього фінансового середовища та розроблення відповідних заходів;
- ранжування та поетапне досягнення фінансових цілей, а також цілей для інших видів стратегій.

В той же час, стратегічні домінанти для корпорацій не є статичними, а змінюються як правило під впливом зовнішніх факторів. Такі висновки можна зробити і щодо інформації та її впливу на корпоративну стратегію та її окремі складові.

Прозорість та відкритість корпорацій – надзвичайно важливі на сучасному етапі розвитку економічних відносин, адже транспарентність та активна фінансова комунікація є ключовими чинниками успішності залучення необхідного капіталу на фінансовому ринку. Статус фінансової комунікації змінився: «У минулому компанії, внесені до біржових списків, розглядали фінансову комунікацію як щорічну обов’язкову діяльність, нав’язане зобов’язання, яке охоче делегувалось обліковим службам. Сьогодні фінансовий образ став стратегічним питанням, що вирішується на рівні вищого керівництва» [456].

Таке ставлення до фінансової комунікації не з’явилося в один момент. Йому передував тривалий процес еволюції. Д. Краутер виділяє чотири стадії цього процесу [305]:

1. Стадія до 1940 р.: зовнішнє оточення ігнорується, менеджери намагаються виконувати свої обов’язки перед акціонерами.

2. Стадія 1940–1975 рр.: зовнішнє середовище починає враховуватися, з’являється орієнтація на комунікацію з потенційними інвесторами.

3. Стадія після 1975 р.: комунікація орієнтується переважно на зовнішнє оточення, на інтереси всіх основних користувачів інформації, а також стає більше механізмом самореклами, ніж простим звітуванням.

4. Потенційна четверта стадія: характеризується можливою зміною взаємозв’язків між бізнесом та іншими особами через появу та розвиток віртуального комунікаційного оточення.

Транспарентність корпорації можна оцінити через якість і повноту звітності, прозорість і зрозумілість структури компанії, ставлення до міноритарних акціонерів і держателів облігацій та відкритість для зовнішнього середовища.

В підсумку, можна говорити про необхідність виділення абсолютно нової функціональної стратегії корпорації – інформаційної. Зазначимо, що окремі автори, насамперед, зарубіжні вже використовували це поняття у своїх

дослідженнях, хоча порівняно з іншими дефініціями, ця є відносно новою і не набула широкого поширення у фінансовій науці.

Зокрема, С. Джейн стверджує, що інформаційна стратегія – частина бізнес-стратегії компанії, що регламентує спосіб використання компанією інформації для створення вартості у динамічному бізнес-середовищі [334].

Інші автори вважають, що інформаційна стратегія – ключова підстратегія корпоративної стратегії, котра надає змогу уявити, яким чином та за допомогою якої інфраструктури інформація використовується для підтримки діяльності організації [406].

З врахуванням особливостей, притаманних корпоративній стратегії, а також рис зовнішнього фінансового середовища, можна стверджувати, що корпоративна інформаційна стратегія поєднує у собі наступні риси:

1. Вона є не тільки однією із функціональних стратегій корпорації, але й поступово трансформується на більш вищий рівень порівняно з іншими функціональними стратегіями, оскільки в умовах інформаційної економіки дає змогу використовувати інформацію як економічний ресурс.

2. Виключно за рахунок інформаційної стратегії корпорації існує можливість досягнути заявленої місії корпорації та цілей стратегічного корпоративного менеджменту.

3. Вона характеризує заходи, відповідну інформаційну інфраструктуру та технологію, за допомогою яких корпорація використовує інформація для досягнення своїх стратегічних цілей.

З врахуванням виділених ознак, можна дати наступне визначення: «Корпоративна інформаційна стратегія – одна із функціональних стратегій, що поступово набуває статусу стратегії-надбудови корпорації, яка характеризує заходи щодо використання корпорацією інформації для досягнення стратегічних цілей у динамічному економічному середовищі».

Об'єктивно, виокремлення корпоративної інформаційної стратегії обумовлене посиленням ролі інформації у сучасному середовищі діяльності

корпорацій, необхідністю адекватної реакції на можливості, загрози та виклики інформаційної економіки.

Висновки до розділу 2

Інформаційна економіка суттєво трансформує фінансове середовище в якому функціонують сучасні корпорації. Внаслідок таких змін фінансове середовище корпорації набуває наступних якісних ознак: динамічності, ймовірнісного характеру, комплексності та визначеності. В сучасних умовах «закритість» корпорації багато в чому нівелює переваги цієї форми організації бізнесу, таким чимом на перший план виходять задачі, що пов'язані з налагодженням ефективного процесу обміну інформацією як всередині корпорації, так і на рівні «корпорація – зовнішнє фінансове середовище».

Перетворення інформації на фінансово-економічний ресурс обумовлює особливу роль фінансового рахівництва, за рахунок формування своєрідного логічного ланцюга «фінансове середовище – фінансове господарство корпорації – фінансове рахівництво – корпоративна фінансова стратегія». Фактично відбувається інституалізація фінансового рахівництва на двох рівнях: у зовнішньому фінансовому середовищі через появу та розвиток різноманітних інституцій, що надають відповідні послуги; у внутрішньому фінансовому середовищі за рахунок встановлення різноманітних правил та стандартів збору та обробки фінансової інформації. Зміна в технологічному укладі визначає необхідність використання принципу технологічності щодо використання інформації в корпоративному фінансовому менеджменті.

Інформаційне глобальне середовище визначає необхідність конвергенції корпоративних стратегій з процесам, що відбуваються на ньому. Головними напрямками такої конвергенції є: фінансові стратегії корпорацій сектору

інформаційно-комунікаційних технологій (ІКТ); фінансові відносини зі стейкхолдерами; зміна організаційного, аналітичного, методичного забезпечення корпоративного фінансового менеджменту на основі фінансового рахівництва. Головна умова ефективного корпоративного фінансового менеджменту в інформаційній економіці – максимальне використання переваг інформатизації та нівелювання численних загроз для корпорації.

Вказані особливості визначають необхідність перегляду існуючого стратегічного набору корпорації та виділення в ньому корпоративної інформаційної стратегії, яка дає можливість за рахунок ефективного використання інформації досягти місії та цілей корпорації.

Основні положення Розділу 1 висвітлені в наступних наукових працях автора [7; 11; 16; 25; 44].

РОЗДІЛ 3

КОРПОРАТИВНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ У ГЛОБАЛЬНІЙ ІНФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ

3.1. Становлення корпоративних фінансів у глобальному вимірі

Глобальний корпоративний сектор формувався упродовж багатьох десятиліть, протягом яких він здобув беззаперечне лідерство у діловому світі. За цей час багато нікому не відомих підприємств перетворилися на надзвичайно потужні корпорації, які за окремими економічними показниками переважають цілі країни. В той же час, слід визнати, що гостра конкуренція призвела і до зникнення сотень потужних корпорацій, конкурентні позиції яких протягом тривалого часу здавалися фахівцям непохитними. Якщо в теоретичній площині часто виникає питання про виникнення корпорацій та їх поширення, то прагматичне коло питань сучасної науки як правило сконцентроване навколо проблематики місця корпорацій у інформаційній економіці, їх впливу на суспільний розвиток тощо.

Загалом, як показано вище (див. п.п. 2.3), глобальна економіка перебуває на стадії швидких та невідворотних змін, основою яких є інформатизація усіх сфер цивілізаційного розвитку. На теоретичному рівні беззаперечним є вплив інформаційної економіки на фінансові стратегії корпорацій (див. п.п. 2.4), разом з тим, такі зміни відбуваються і у практичній площині – корпоративний фінансовий менеджмент трансформує свій інструментарій. Тому, на наш погляд, надзвичайно важливим завданням є дослідження загальних тенденцій, що притаманні корпоративним фінансам на глобальному рівні в інформаційній економіці.

Саме такий аналіз дасть змогу виокремити канали та механізми трансформації фінансів корпорацій у відповідь на розвиток інформаційних технологій. Окрім того, таким чином можна проаналізувати і зв'язок фінансового потенціалу корпорацій з різноманітними факторами – в т.ч., державною фінансовою політикою.

Насамперед, акцентуємо увагу на показниках, що характеризують економічну (в т.ч. – фінансову) діяльність сучасних корпорацій, а також на факторах, що її визначають. Зокрема, аналіз 50 найбільших корпорацій світу дає можливість порівняти глобальний розвиток корпоративного сектору в розрізі окремих країн (рис. 3.1).

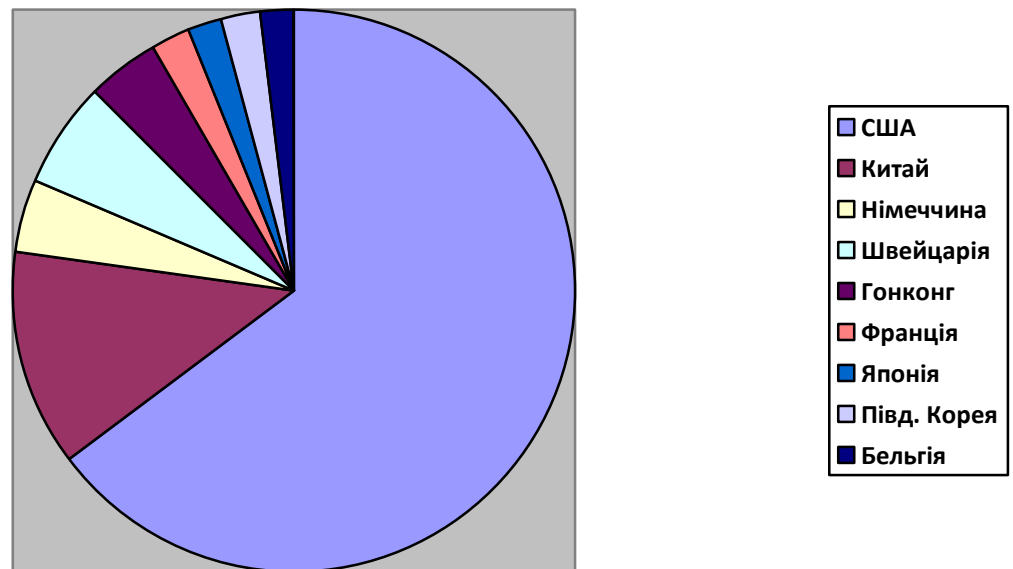


Рис. 3.1. Розподіл за країнами найбільших 50 ТНК світу

Джерело: складено автором за даними FT 500 [328].

Усього до 50 найбільших ТНК світу належать компанії лише з 9 країн світу, при цьому в 4 з цих країн в глобальному рейтингу присутні лише по 1 корпорації. Фактично можна стверджувати, що відбувається концентрація акціонерного капіталу в найбільш розвинених країнах, що підтверджує окрім

всього зв'язок між макрофінансовою політикою та фінансовим господарством корпорацій. Звернемо також увагу на окремі характеристики корпоративного сектору на глобальному рівні:

- ✓ беззаперечна гегемонія корпорацій з США – в рейтингу перебуває аж 32 ТНК з цієї країни, що тільки зайвий раз підкреслює переваги моделі корпоративного управління, сформованої у цій країні;

- ✓ поява та посилення позицій корпорацій із Китаю: за відносно невеликий період часу китайським компаніям не тільки вдалося суттєво покращити свої економічні показники, але й здобути лідерство в окремих секторах економіки.

Які ще фактори визначають лідерство корпорацій з тих чи інших країн у різноманітних рейтингах? На наш погляд, для пошуку відповідей на це питання треба розглянути аналогічні показники в розрізі секторів економіки, а також проаналізувати тенденції руху капіталу в масштабах глобальної економіки (рис. 3.2 та рис. 3.3).

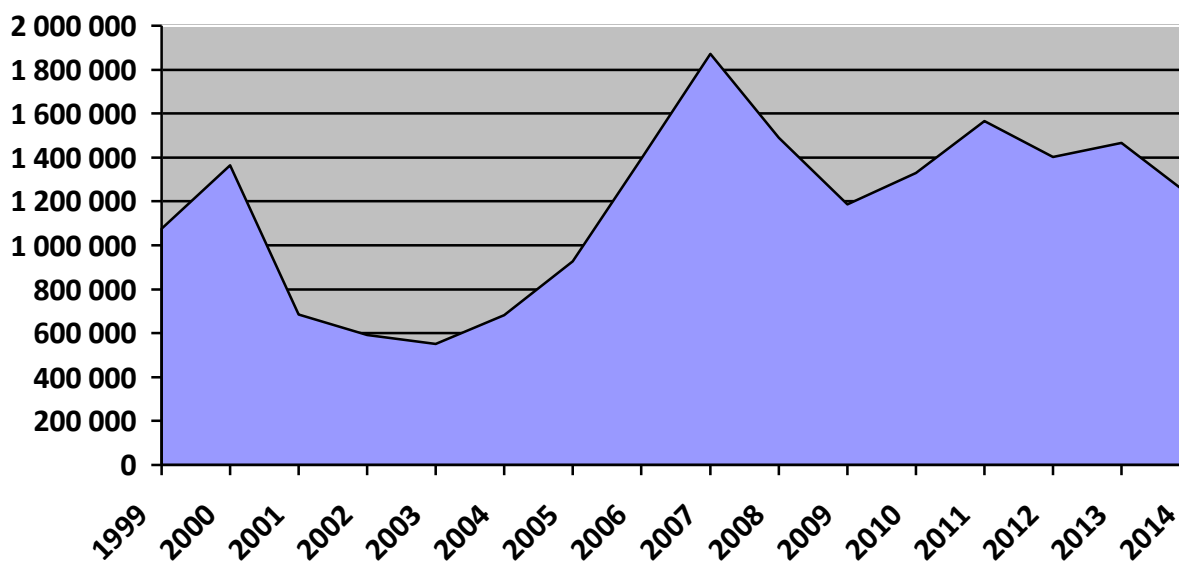


Рис. 3.2. Динаміка показника ПІП у світі у 1999-2014 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за даними UNCTAD [450]

В цьому контексті звернемо увагу на той факт, що останні десятиліття стали періодом безпрецедентного зростання прямих іноземних інвестицій як в цілому у світі, так і в розрізі країн з різним рівнем економічного розвитку

Як видно з даних рис. 3.2, складно зробити однозначні висновки щодо показника ППІ в глобальних масштабах. Зокрема, привертає увагу той факт, що протягом 1999-2014 рр. сукупний обсяг ППІ практично не змінився – абсолютний приріст склав 151,9 млрд. дол. США, відносний – 14,1 %. В той же час, не можна не помітити значну волатильність динаміки ППІ у світі – стандартне відхилення становить 33,1 %. Динамічність показників ППІ, суттєво залежить від стану глобальної економіки – зокрема навіть поверхневий погляд на рис. 3.2 дає можливість стверджувати, що падіння обсягів ППІ на пряму пов’язане з економічними кризами (наприклад, 2001-2002 рр., 2009-2010 рр.).

Разом з тим, якщо обсяги ППІ у світі за досліджуваний період зросли несуттєво, то у їх структурі відбулися кардинальні зміни (рис. 3.3)



Рис. 3.3. Динаміка показника ППІ у розрізі груп країн у 1999-2014 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за даними UNCTAD [450]

Звернемо увагу на досить симптоматичні факти, які характеризують структуру глобальних інвестиційних потоків у 199-2014 рр.:

- по-перше, привертає увагу відносно незначна частка країн з «транзитивними» економіка, яка коливається в межах 5-7 % і після зростання 2007-2008 рр. виказує тенденцію до зниження;

- найбільш радикальною зміною у структурі ПІІ є суттєве зниження частки розвинених країн з одночасним нарощуванням аналогічного показника для країн, що розвиваються. Так, ще на початку ХХІ ст. виходячи з показників було складно уявити той факт, що буквально за півтора десятиліття обсяг ПІІ в країнах, що розвиваються, перевищать показник ПІІ в розвинених країнах.

Зважаючи на той факт, що ПІІ є однією із найважливіших форм експансії сучасних корпорацій на глобальному ринку, отримані результати дають можливість зробити висновок, що корпоративний сектор знаходиться у постійному розвитку. Його здатність генерувати значні капітали знаходить своє продовження у експансії на нові національні ринки. Фактично, сучасні корпорації стали невід'ємним учасником глобального руху ресурсів, його одним із найбільш потужних гравців. В той же час, цікаві висновки дає змогу зробити аналіз галузевої структури корпоративного сектору (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Компанії сектору ІКТ в рейтингу найбільших корпорацій світу

Рейтингові показники	Кількість корпорацій ІКТ	Сумарні активи, млрд. дол. США
1-10 корпорації	3	535,3
11-20 корпорації	1	205,6
21-30 корпорації	3	362,5
31-40 корпорації	3	433,1
41-50 корпорації	2	194,7
Всього	12	1731,2

Джерело: складено автором за [328].

Як бачимо з табл. 3.1, всього у 50 найбільших корпорацій світу знаходиться 12 компаній ІКТ-сектору. При цьому, їх сумарні активи становлять 1,7 трлн. дол. США. Звернемо також увагу, що найбільшою корпорацією світу (за показником ринкової капіталізації) є американська ТНК «Apple». Окрім того, з 12 корпорацій ІКТ-сектору, які перебувають у представлено рейтингу, 10 є корпораціями з США. Фактично, це дає підстави говорити про існування зворотного зв'язку: з одного боку саме в США створені найкращі умови для функціонування корпоративного бізнесу; з іншого – якраз корпоративна форма стала найбільш прийнятною для «нових» корпорацій інформаційних технологій.

Разом з тим, треба визнати, що незважаючи на стрімкий розвиток «нових» галузей, роль традиційних секторів залишається вагомою їх корпорації є потужними учасниками глобального корпоративного сектору (рис. 3.4).

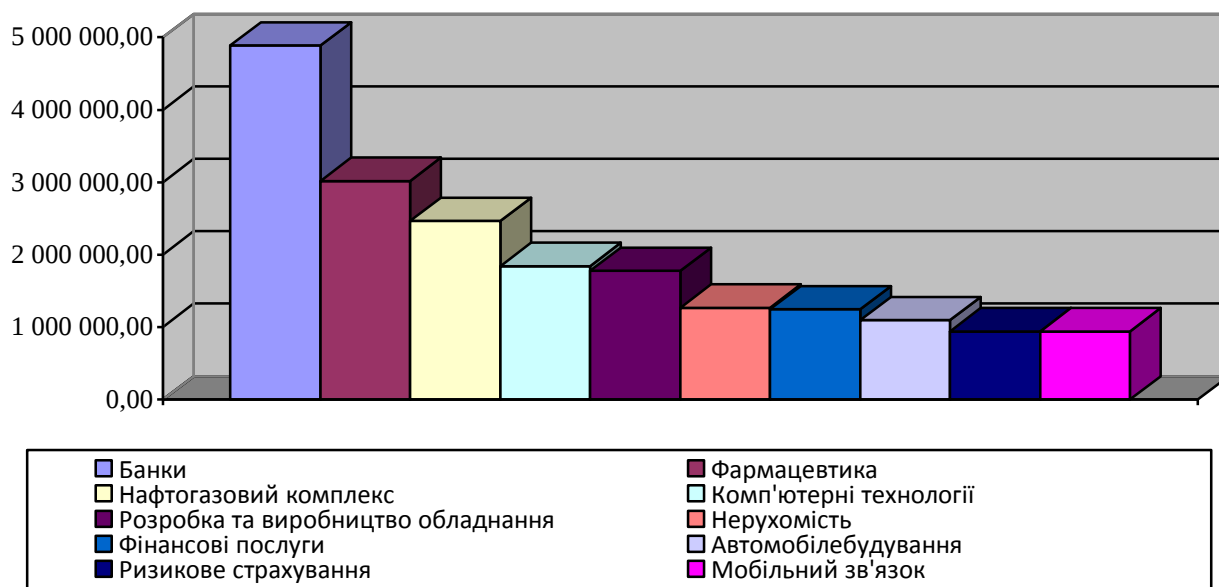


Рис. 3.4. Ринкова капіталізація окремих секторів економіки в рейтингу FT 500

Джерело: складено автором за даними [328].

Водночас варто зауважити, що сфера діяльності окремих корпорацій може суттєво впливати на вибір цілей фінансової стратегії та методи їх досягнення за рахунок використання різноманітних інструментів. В умовах інформаційної економіки поступово буде знижуватися роль «традиційних» галузей економіки, а на провідні ролі виходитимуть корпорації сфери послуг.

Такий висновок можна зробити з аналізу інформації, яка характеризує компанії, що вперше з'явилися у рейтингу – саме такий підхід найбільш повно характеризує прогрес корпорацій з окремих країн та окремих галузей. Відзначимо, що оцінка сучасного стану корпоративного сектору не дає можливості чітко визначити переваги тієї чи іншої галузі – за різними показниками лідирують корпорації різних галузей (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

**Найбільші ТНК світу за обсягом продажу, станом на початок квітня
2015 року**

Місце в рейтингу	Назва ТНК	Країна базування	Обсяги продажу
16	Wal-Mart Stores	США	485,7
24	Sinopec-China Petroleum	Китай	427,6
13	Royal Dutch Shell	Нідерланди	420,4
7	Exxon Mobil	США	376,2
41	BP	Велика Британія	352,8
8	Petro China	Китай	333,4
14	Volkswagen Group	Німеччина	268,5
11	Toyota	Японія	252,2
110	Glencore International	Швейцарія	220,9
35	Total	Франція	211,4

Джерело: [327].

З даних табл. 3.2 можна зробити висновок, що за показниками продажів лідерство (в сукупності) зберігають корпорації «традиційних» галузей, насамперед, видобувної. Разом з тим, об'єктивно таке лідерство буде втрачене

навіть у середньостроковій перспективі – зміна технологічного укладу вже призвела до суттєвого скорочення ціни на енергоносії, а посилення екологічних вимог сприятиме поширенню використання «відновних» джерел енергії (спочатку в економічно розвинених країнах, в подальшому – на глобальному рівні).

Кардинально змінюється ситуація у випадку, якщо оцінювати глобальний корпоративний сектор за показником прибутків. Насамперед привертає увагу той факт, що в даному ренкінгуванні «сировинні» компанії втрачають безумовний статус лідера, а на провідні позиції виходять компанії ІТ-сектору та фінансові інституції (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Найбільші ТНК за обсягами прибутків (уточнені дані станом на квітень 2015 р.), млрд. дол.

Місце в рейтингу	Назва ТНК	Країна базування	Прибуток
40	Vodafone	Великобританія	77,4
1	ICBC	Китай	44,8
12	Apple	США	44,5
2	China Construction Bank	Китай	37,0
7	Exxon Mobil	США	32,5
3	Agricultural Bank of China	Китай	29,1
4	Bank of China	Китай	27,5
27	Gazprom	Росія	24,1
10	Wells Fargo	США	23,1
18	Samsung Electronics	Південна Корея	21,9

Джерело: [327].

На наш погляд, описані тенденції можна чітко пояснити: по-перше, саме компанії ІТ-сектору та фінансові установи (насамперед, банки) виявляють

найбільшу здатність адаптувати свою діяльність до конкурентних умов інформаційної економіки; по-друге, звернемо увагу на той факт, що за рівнем прибутковості серед лідерів – китайські банки, які користуються цілеспрямованою підтримкою держави; по-третє, зміна енергетичної політики об’єктивно призводитиме до втрати позицій компаніями енергосектору.

Цікаві результати отримані якщо ренкінгувати ТНК за показником активів. Особливості методик оцінювання активів корпорацій призвели до того, що на вершині за цим показником опинилася Національна іпотечна асоціація США (Fannie Mae) та ICBC (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Найбільші ТНК за показником активів (уточнені дані станом на квітень 2015 р.), млрд. дол.

Місце в рейтингу	Назва ТНК	Країна базування	Активи
1	ICBC	Китай	3322
351	Fannie Mae	США	3248,2
2	China Construction Bank	Китай	2698,9
15	HSBC Holdings	Велика Британія	2634,1
6	JPMorgan Chase	США	2593,6
3	Agricultural Bank of China	Китай	2574,8
368	BNP Paribas	Франція	2514,2
4	Bank of China	Китай	2458,3
33	Mitsubishi UFJ Financial	Японія	2328,5
404	Barclays	Велика Британія	2117,3
23	Bank of America	США	2114,1

Джерело: [327].

Які чинники обумовлюють лідерство в рейтингах за показниками активів саме фінансових установ? Як можна оцінити таку домінанту на сучасному етапі розвитку глобальної фінансової системи? На наш погляд, відповіді на

виокремлені питання вкрай неоднозначні, особливо з позиції ризиків, що притаманні фінансовій глобалізації. Фактично ми є свідками перетворення глобальної економіки на економіку корпоративну та економіку фінансову. Проте лідерство фінансового капіталу має неоднозначні наслідки для економіки, особливо актуальними вказані проблеми видаються якщо аналізувати рейтинг ТНК за капіталізацією (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Найбільші ТНК за ринковою капіталізацією (уточнені дані станом на квітень 2015 р.), млрд. дол.

Місце в рейтингу	Назва ТНК	Країна базування	Ринкова капіталізація
12	Apple	США	741,8
39	Google	США	367,6
7	Exxon Mobile	США	357,1
5	Berkshire Hathaway	США	354,8
25	Microsoft	США	340,8
8	Petrochina	Китай	334,6
1	ICBC	США	278,3
10	Wells Fargo	Китай	278,3
34	Johnson & Johnson	США	275,7
52	Novartis	Швейцарія	272,6

Джерело: [327].

Найбільш узагальнювальним показником масштабів ринку акцій є капіталізація – сукупна курсова вартість акцій, що пройшли лістинг (допущені до торгівлі) на фондових біржах. Ринкова капіталізація конкретного національного ринку включає:

- тільки акції корпорацій-резидентів;
- звичайні та привілейовані акції;

- акції без права голосу або зі зміненими майновими правами.

Водночас ринкова капіталізація не включає:

- пайових цінних паперів інвестиційних фондів;
- випуски прав, варантів, конвертованих фінансових інструментів, опціонів, ф'ючерсів;
- лістингових іноземних акцій.

Аналізуючи розвиток корпоративних фінансів в глобальній інформаційній економіці слід насамперед акцентувати особливу увагу на питаннях, що пов'язані з функціонуванням фінансового ринку. Наведений у табл. 3.5 рейтинг з одного боку засвідчує фінансовий потенціал сучасних ТНК, з іншого – він відображає головні суперечності, що характерні для відносин між корпораціями та учасниками фінансового ринку.

В підсумку можна зробити висновок, що в умовах інформаційної економіки і надалі буде знижуватися роль «традиційних» галузей економіки, а на провідні ролі виходитимуть корпорації сектору ІКТ. Не в останню чергу це відбувається за рахунок більш високого рівня трансформації фінансового менеджменту корпораціями, що представляють ІКТ-сектор, порівняно з фінансовим менеджментом корпорацій із «традиційних» галузей.

На сучасному етапі фінансовий ринок являє собою складну та динамічну систему, яка зазнає активних змін і трансформацій. Значно зростають обсяги операцій із фінансовими інструментами, зміцнюються зв'язки між різними його сегментами. Найдинамічнішим сегментом фінансового ринку є саме фондовий ринок. З кінця ХХ ст. на ньому спостерігаються численні інновації — технологічні, інституційні та інструментарні. Водночас глобальний фондовий ринок навіть за умов глобалізації не є абсолютно монолітним утворенням, оскільки складається з різних «підсистем», у тому числі потужних фінансових центрів впливу (в цьому ряду передусім треба назвати Нью-Йорк, Лондон, Цюрих, Франкфурт, Париж, Токіо, Гонконг та ін.).

У контексті аналізу основоположних тенденцій сучасного фондового ринку слід визнати, що технологічною основою глобалізації став насамперед розвиток інформаційних технологій, що значною мірою сприяло прискоренню руху фінансових фондів, виникненню широкої мережі філій, представництв великих фінансових інституцій за кордоном.

Сьогодні є підстави говорити про існування в масштабах глобальної економіки єдиного глобального фондового ринку, на якому функціонує величезна кількість суб'єктів, причому визначити їх національну належність вкрай складно. А значний рівень взаємозалежності часто призводить до виникнення глобальних криз. Утім криза для одних суб'єктів фондового ринку може створювати потенційні можливості зростання для інших.

Зважаючи на масштаби сучасних ринків капіталу та величезну кількість інструментів, що обертаються на ньому, виникає проблема кількісної оцінки окремих сегментів. Фондові ринки варто розглядати у розрізі ринку акцій та ринку облігацій. Проте навіть у такому разі єдиного кількісного синтетичного показника для їх порівняння не може бути через об'єктивні відмінності, обумовлені настільки різними за своєю природою фінансовими інструментами []. Загальні дані щодо окремих типів фінансових інструментів, що поширені на сучасному глобальному фінансовому ринку, наведені нижче (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

**Динаміка окремих сегментів глобального фінансового ринку
у 1980–2014 рр., трлн дол.**

Вид активів	1980	1990	2000	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Акції	3	9	32	65	33	48	55	47,1	52,5	53,4	55,9
Боргові цінні папери (приватні емітенти)	2	10	22	51	51	56	51	53,8	53,2	54,2	54,0
Державні боргові цінні папери	2	8	14	28	31	37	38	44,6	46,1	47,0	47,5

Джерело: побудовано за [424].

Навіть попри певну некоректність такого порівняння, все ж за допомогою таких даних можна зробити важливі висновки. Як видно з табл. 3.6, обсяг фінансових активів коливається відповідно до трендів світової економіки – в умовах кризи корпорації скорочують попит на капітал і зменшують обсяги випуску акцій та облігацій, економічне зростання стимулює емісійну активність. Проте однозначного висновку про домінування того чи іншого виду фінансових інструментів зробити неможливо, разом з тим привертає увагу нарощування заборгованості як урядовим сектором, так і в приватному секторі. Відзначимо колосальні обсяги всіх без винятку ринків — найменший за обсягом ринок державних цінних паперів сягає 47 трлн дол.

Рівень зростання фінансових активів значно випереджає рівень зростання ВВП. Така ситуація почала виявлятися в останні 30–35 років. Відомі вчені, які досліджували цей процес, дійшли висновку, що хоча розвинені фінансові ринки відіграють важливу роль для економіки, їх подальший поступальний розвиток можна поставити під сумнів [207]. Посилюються такі загрози часто необґрунтованим вибором регуляторних інструментів з боку держави.

Для сучасного фінансового ринку характерні процеси, які в цілому відбивають зростання рівня економічної глобалізації. Одним із таких процесів, безумовно, є підвищення ролі ринку цінних паперів в економіці — «сек'юритизація» (від англ. securitization). У структурі світових фінансових активів найбільшу частку займають саме сек'юритизовані фінансові інструменти – цінні папери (боргові та пайові). Як і всі процеси, характерні для сучасного фінансового ринку, сек'юритизація не може бути оцінена однозначно.

Ринок акцій є основою для діяльності сучасних корпорацій, оскільки саме він дає можливість залучати безстроковий капітал у корпоративний сектор та створює основу для запозичень. Водночас ринок облігацій дає змогу акумулювати кошти багатьох інвесторів із різних країн світу, операції на ньому є більш прогнозованими, а можливості для формування капіталу — ширшими.

Окрім того, необхідно звернути увагу на роль ринку облігацій у процесах оптимізації управлінських рішень на рівні емітента, що виявляється в контрольній функції боргового капіталу.

Важливим аспектом досліджуваного питання є визначення ролі акцій у фінансуванні валових інвестицій. Як свідчать дані табл. 3.7, частка нових емісій у фінансуванні капітальних вкладень незначна і залишається такою протягом тривалого періоду

Таблиця 3.7

Фінансування валових інвестицій через випуск акцій у окремих країнах світу

Країна	1996 р.			2010 р.		
	Валові інвестиції, млрд. дол.	Фонди, залучені за допомогою випуску акцій		Валові інвестиції, млрд. дол.	Фонди, залучені за допомогою випуску акцій	
		млрд. дол.	% до валових інвестицій		млрд. дол.	% до валових інвестицій
США	1101	214,0	19,4	2195,7	216,3	9,8
Японія	1312	19,0	1,4	1103,9	53,4	4,8
Німеччина	493	18,0	3,7	568,9	0,83	0,1
Франція	269	13,6	5,1	495,4	16,1	3,2
Велика Британія	172	31,0	18,0	348,7	59,9	17,2

Джерело: складено за даними WFE [424].

Найбільша ця частка традиційно в англосаксонських країнах: у Великій Британії, США. Проте вона зменшилася з 19,4 % у 1996 р. до 9,8 % у 2013 р. у США і з 18,0 % до 17,2 % — у Великій Британії, що відбиває не тільки кризовий стан економіки у цей період, але й особливості емісійної стратегії

корпорацій. Мінімальна частка фінансування інвестицій через випуск акцій характерна для Німеччини – 0,1 %.

Незначна частка емісій акцій у фінансуванні капітальних вкладень свідчить про те, що повторні випуски акцій (SPO) перевищують первинне розміщення (тобто — IPO) тільки в країнах з англосаксонською моделлю. На європейському континенті, як правило, вони не перевищують первинних емісій.

Загалом можна зробити висновок, що сучасний ринок акцій формує як значні конкурентні переваги для корпоративного сектору у вигляді доступу до величезних за своїми обсягами безстрокових ресурсів, так і масштабні ризики, пов'язані з періодичними кризами, які здатні призвести до банкрутства навіть найстійкіші корпорації. Разом з тим не треба забувати, що зростання капіталізації у фазі піднесення, як правило, значно випереджає зростання основних макроекономічних показників, проте й у фазі падіння зворотний ефект є значно сильнішим.

Загалом і ринки акцій, і ринки облігацій є надзвичайно важливими з позиції функціонування сучасного корпоративного сектору. Жодні фінансові потрясіння не здатні нівелювати їх роль у формуванні капіталу корпорацій, а є радше виявом негативних тенденцій, пов'язаних із «віртуалізацією» економічних відносин, розвитком технологій, що значно ускладнюють контроль за рухом капіталу.

Для цілей подальшого дослідження функціонування корпоративних фінансів в інформаційній економіці розглянемо діяльність наступних провідних корпорацій: Daimler AG, Ford Motor Company, Toyota Motor Corporation, Volkswagen AG, British Petroleum plc, Exxon Mobil Corporation, Petrobras Argentina, PetroChina Company Limited, Royal Dutch Shell Plc, Berkshire Hathaway Inc., Berkshire Hathaway Inc., Berkshire Hathaway Inc., JPMorgan Chase & Co, Wells Fargo, які представляють автомобільну промисловість, нафтогазову промисловість та фінансовий сектор економіки.

Загалом представлені корпорації підтверджують статус лідерів глобального економічного середовища й демонструють цілком прийнятні результати своєї діяльності: з 14 ТНК тільки шість компаній в окремі роки мали збитки, тоді як інші вісім щорічно отримували прибуток. Це при тому, що тенденції в попиті на товари та послуги, які надаються цими корпораціями, були неоднозначними, особливо в період 2009–2010 рр. (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Фінансовий результат корпорацій вибірки у 2008–2014 рр., млн. дол.

Компанія	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	1975	–3801	6129	7802	8596	11989	8881
Ford	–14766	2717	6561	20213	5665	7182	3187
Toyota	17146	–4448	2251	4909	3450	10750	18235
Volkswagen	6548	1309	9476	20445	28965	12573	13484
BP	21666	16759	–3324	26097	11816	23758	4003
Exxon	45220	19280	30640	41060	44880	32580	32520
Petrobras	18879	15504	19184	20121	11034	11094	-7367
PetroChina	18073	15584	22812	23142	20977	21824	19044
Shell	26476	12718	20474	31185	26840	16526	14730
Berkshire	4994	8055	12967	10254	14824	19476	19872
Citigroup	–27684	–1606	10602	11100	7500	13700	7300
ICBC	15960	18918	25136	33038	38333	40339	44205
JP Morgan	5605	11728	17370	18976	21284	17923	21762
Wells Fargo	2655	12275	12362	15869	18897	21878	23057

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій

На наш погляд, оцінюючи наведені дані насамперед необхідно звернути увагу на те, що обсяги продажу скоротилися в автомобілебудуванні та нафтогазовому секторі (відзначимо, що корпораціям останньої з названих галузей вдалося швидко відновити свої ринкові позиції) (рис. 3.5).

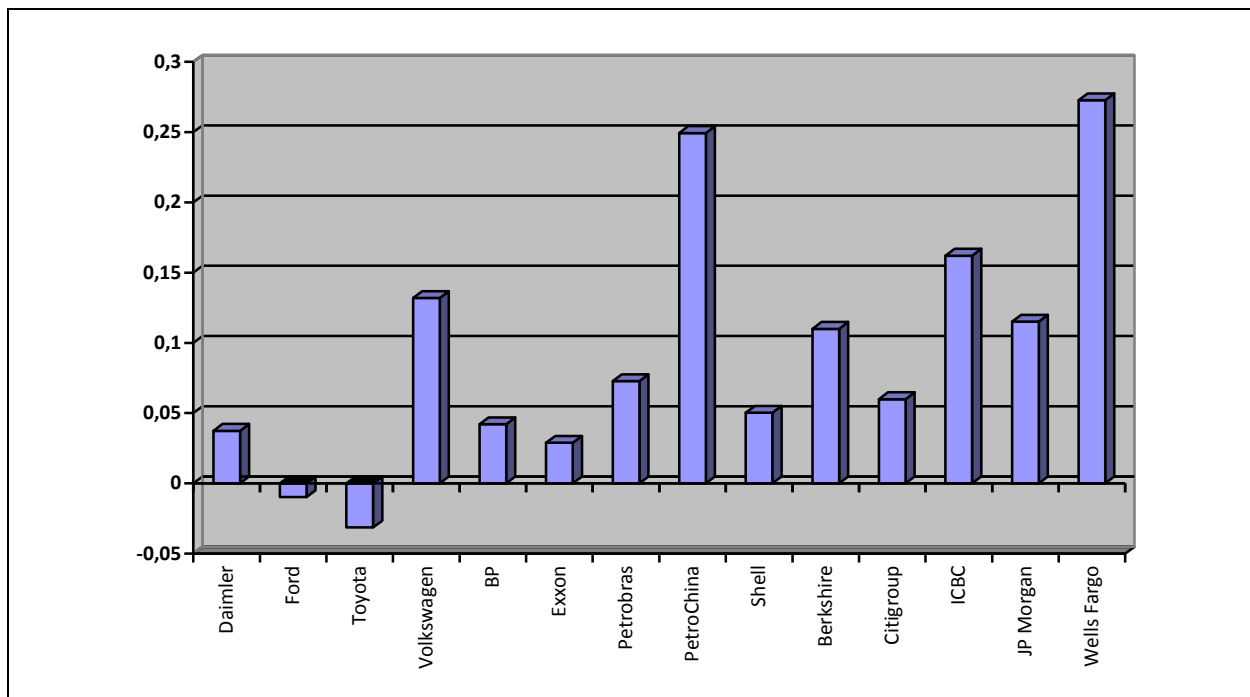


Рис. 3.5. Середньорічні темпи зміни обсягів продажу корпорацій вибірки (порівняно з попереднім роком), %

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій

В автомобілебудуванні три з чотирьох компаній у період 2008–2009 рр. мали збитки. Таку залежність пояснити нескладно: ця галузь завжди доволі гостро реагує на негативні тенденції глобальної економіки, оскільки в ці періоди скорочується і попит на автомобілі, тоді як у фінансовому секторі та в нафтовій галузі тільки три компанії в окремі періоди мали від’ємний результат.

Вражаючими є тенденції щодо обсягів прибутку для вказаних компаній – на наш погляд саме цей показник у повній мірі характеризує і сучасну роль корпоративного сектору, і його фінансовий потенціал і подальші перспективи розвитку (рис. 3.6).

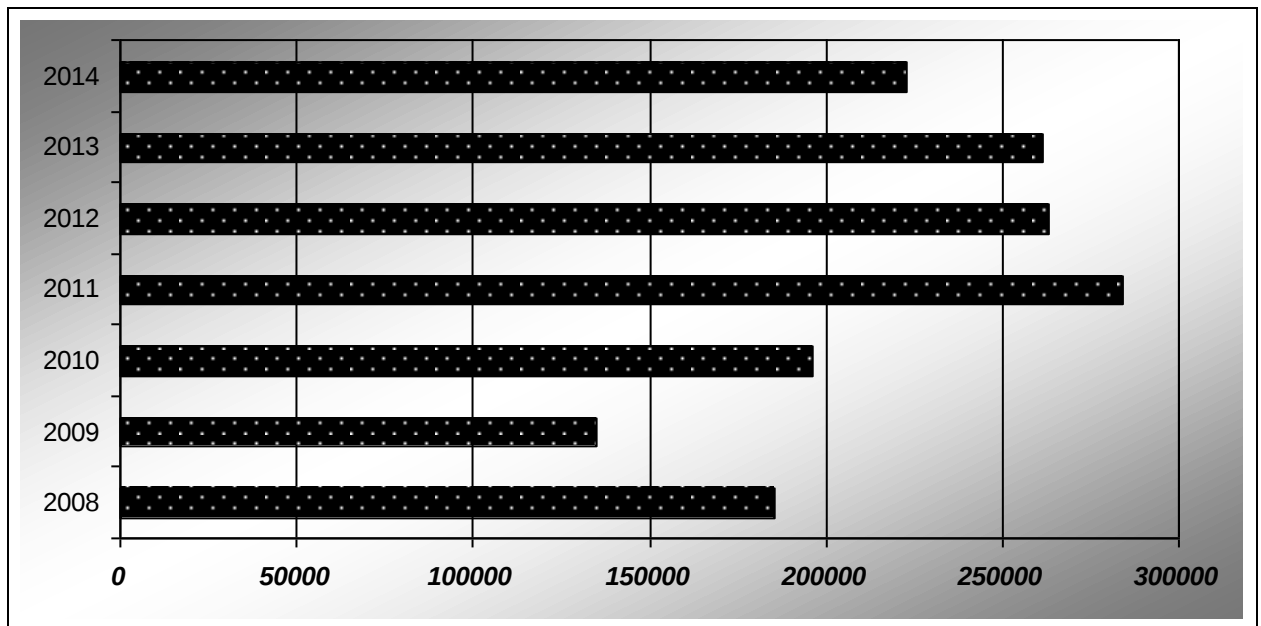


Рис. 3.6. Сукупний обсяг прибутку корпорацій вибірки у 2008-2014 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій

В підсумку, можна зробити висновок, що сучасний корпоративний сектор у повній мірі адаптувався до умов інформаційної економіки та зміг проявити притаманні йому позитивні якості. Втім, діяльність корпорацій в інформаційній економіці також слід аналізувати і з позиції конфліктності інтересів між корпораціями та іншими економічними агентами насамперед – державою.

3.2. Конфлікт держави та корпорацій: актуальні загрози та виклики інформаційної економіки

Питання взаємоузгодження інтересів держави й інших економічних агентів (у тому числі корпорацій) привертає увагу економічної науки протягом тривалого часу. Відтоді, як корпорації досягли домінуючого статусу в

економічних процесах і перетворилися на важливу соціальну й політичну інституцію, стало зрозуміло – глобальна економіка стає ареною боротьби численних стратегій. При цьому якщо в час зародження капіталістичних відносин мова йшла виключно про стратегії окремих держав (монархів), то нині і в майбутньому – про боротьбу стратегій на таких рівнях:

- національна держава – національна держава;
- національна держава – корпорація;
- корпорація – корпорація;
- корпорація – індивід.

Зазначені стратегії (в тому числі – їх фінансова складова) не завжди узгоджуються між собою, що призводить до конфліктів між державами та корпораціями. У чому ж криються основні причини цих конфліктів? Чому останнім часом гострота й частота суперечностей тільки нарастають? Усі ці питання є вкрай дискусійними, а фінансова наука, мусимо визнати, не має однозначних відповідей на більшість із них. Разом з тим це не знімає завдання щодо необхідності дослідження природи й сутності взаємовідносин між державою та корпораціями.

На наш погляд, оцінюючи такі конфлікти, насамперед слід звернути увагу на цілі держави та корпорацій. Протягом тривалого періоду (щонайменше до середини ХХ ст.) серед науковців і практиків виділялася лише одна загальна мета діяльності корпорацій — максимізація прибутку. При цьому ще зовсім недавно питання про методи максимізації корпоративного прибутку розглядалося як другорядне (не виключаємо, що такий підхід зберігся для окремих корпорацій і сьогодні) – тобто фактично діяв принцип «Ціль виправдовує засоби». Зрозуміло, що в умовах інформаційної економіки така концепція цілеутворення для корпорацій втратила актуальність.

Держава ж у своїй діяльності використовує всі наявні засоби для боротьби з різними (фінансовими, соціальними та екологічними)

екстерналіями, характерними для сучасного етапу розвитку глобальної економіки (рис. 3.7).

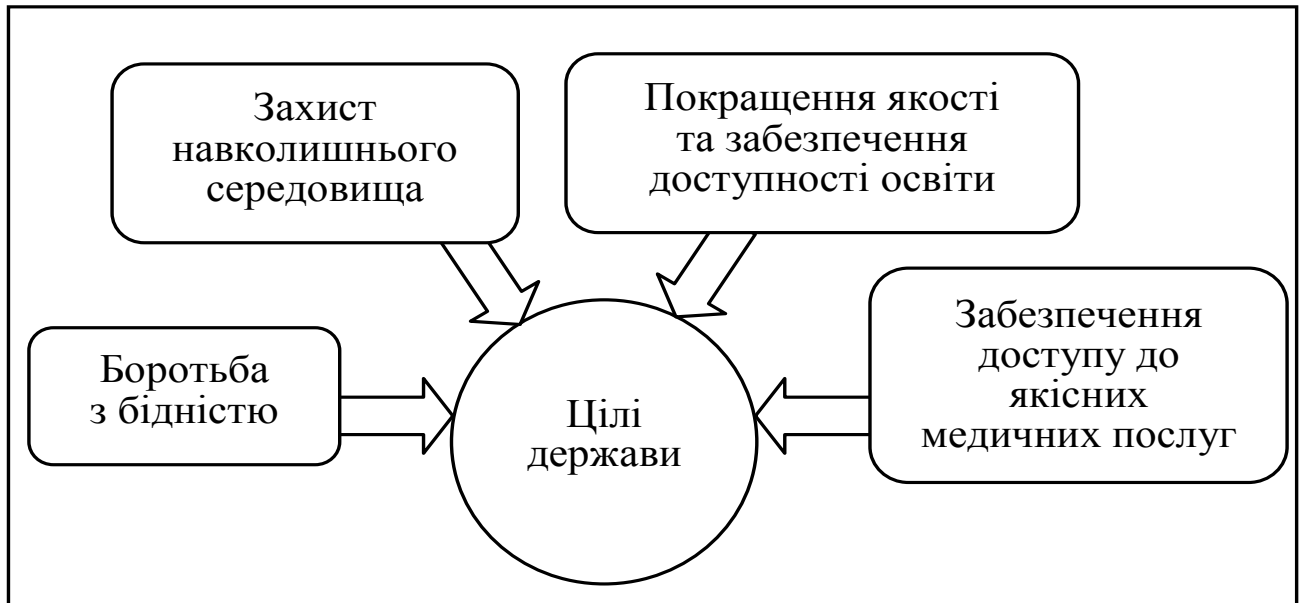


Рис. 3.7. Найважливіші цілі держави в умовах глобалізації світової економіки

Примітка. 1. Виділено цілі, пов'язані з найбільш значимими глобальними проблемами людства на сучасному етапі.

Джерело: складено автором

Іншими словами, держава бере на себе зобов'язання нівелювати негативний вплив дій одних членів суспільства на інших. По суті, мова йде про необхідність захисту суспільних інтересів, а не про досягнення цілей обмеженої групи заінтересованих осіб.

Об'єктивно діяльність сучасних корпорацій значною мірою «стимулює» прояви гострих глобальних проблем та ускладнює їх розв'язання. На перший погляд, у конфлікті інтересів держава завжди мала й матиме перевагу, адже в її руках знаходяться потужні інструменти впливу, у тому числі й фінансові — податки, бюджетні витрати тощо. Проте історія не раз засвідчувала: такий конфлікт, як правило, або призводить до програшу обох сторін, або виграш однієї з них нівелюється численними негативними чинниками для суспільства.

Загострення конфлікту між державою та бізнесом призвело до того, що в сучасних умовах корпорації часто змушені перебирати на себе окремі функції держави: щодо соціальних умов життя працівників, стану та якості навколишнього середовища та ряду інших, які традиційно належали й належать державі. Держава ж, у свою чергу, застосовує широке коло регуляторних інструментів, які дають представникам корпоративного сектору економіки низку переваг під час вирішення зазначених проблем.

Чи не вперше про складність таких трансформацій говорив відомий економіст Дж. Гелбрейт [81]. На його думку, приватна корпорація протягом тривалого часу розглядалася як «дещо відокремлене» від держави, а її акціонери отримували силу завдяки інституту права власності. Проте згодом інститут власності втратив свій пріоритет, і хоча корпорації залишаються відносно самостійними, це не заперечує можливості їх співпраці або конфлікту з державним апаратом. Утім навіть трансформація відносин між корпораціями та державами залишає відкритим питання про межі подібної «співпраці» та її вплив на фінансову політику держави і фінансові рішення на рівні самих корпорацій.

Адже існує реальна загроза того, що з посиленням економічного потенціалу корпоративного сектору рішення у сфері державної фінансової політики «заміщуються» рішеннями, спрямованими не на досягнення певних суспільних цілей, а на реалізацію приватних інтересів корпорацій або їх акціонерів. Доволі часто саме це і відбувається навіть у найбільш розвинутих країнах, де існує жорсткий контроль з боку держави за діяльністю корпорацій.

Питання взаємодії корпорацій і держави вкрай складні та неоднозначні. Якщо на початку свого еволюційного розвитку корпорація цілковито залежала від дій держави, то з середини ХХ ст. ситуація кардинально змінилася – за рахунок свого економічного потенціалу корпорації почали дедалі більше впливати на макрофінансові рішення.

Утім варто зазначити, що не всі дослідники акцентують увагу виключно на деструктивному впливі корпорацій на глобальні економічні процеси. На їхній погляд, у глобальній економіці мета виробництва – привласнення національних і транснаціональних прибутків – доповнюється готовністю сучасних корпорацій об'єднати зусилля заради вирішення цілої низки глобальних економічних і соціальних проблем, що стоять перед світовим співтовариством [166].

Проблеми взаємодії корпорації та держави в процесі вирішення суспільних проблем обговорюються у відомій праці Р. Коуза, у якій аналізуються аргументи щодо необхідності державного втручання в економіку та його меж [303].

На думку вченого, для держави доступні два головні механізми регуляторного впливу на економічні процеси — або через обмеження певних видів діяльності, або через податки, які змушують ураховувати суспільні інтереси під час прийняття корпоративних рішень. Отже, саме врахування такого впливу взаємовідносин у корпоративній стратегії дає можливість знизити конфліктність між корпорацією та державою, корпораціями й акціонерами тощо.

Варто зауважити, що увага науковців до вказаної проблематики зростає. Цікавими, на наш погляд, є висновки американського вченого О. Вільямсона, який виділив три рівні егоїстичної поведінки економічного агента на ринку:

- опортунізм;
- просте задоволення особистих інтересів;
- підпорядкування [248].

З огляду на існування зазначених рівнів економічної поведінки можна стверджувати, що завдання держави — створити такі умови, за яких економічний опортунізм не приносить корпораціям та їх акціонерам істотних вигід.

Зокрема, це стосується використання інсайдерської інформації окремими стейкхолдерами: держава і сама не повинна здійснювати трансакції на основі неповної інформації і мусить створити таку систему фінансової комунікації в корпоративному секторі, яка мінімізувала б вигоди від таких угод на ринку.

Окрім того, об'єктивно постає питання: у який спосіб держава може впливати на діяльність корпорацій, зокрема за умов, коли вона реформує власну економіку, а ринкові інститути є нестійкими і недостатньо ефективно виконують свої функції?

Як визнають дослідники, державне регулювання у країнах, що розвиваються, та в країнах із перехідною економікою може розв'язувати лише відносно прості завдання [185].

В умовах трансформації економіки гострою є проблема, пов'язана з ефективним використанням існуючих у держави регуляторних повноважень, а також з інформаційною асиметрією, яка знижує ефективність будь-яких регуляторних заходів.

Асиметрія інформації, яка виникає у фінансових відносинах, призводить до зростання трансакційних витрат, а на рівні відносин «уряд – виборці» — до зловживання владою та нехтування принципами економічної ефективності й соціальної справедливості.

Пояснюється це тим, що у своїй діяльності політичні партії спираються не тільки на підтримку виборців, а й активно використовують фінансову допомогу корпорацій та великих організацій. У такому разі, прийшовши до влади, вони змушені враховувати не тільки суспільні інтереси, а й побажання спонсорів. По суті, йдеться про своєрідний вияв проблеми «агент – принципал».

Загалом можна зробити висновок, що відносини між сучасними корпораціями та державою можуть бути конфліктними, коопераційними та нейтральними. При цьому завжди залишатимуться сфери взаємовідносин, які за будь-яких умов будуть переважно конфліктними, наприклад, використання

природних ресурсів та екологічні стандарти діяльності, соціальні аспекти поведінки корпорації на ринку праці тощо.

Глобалізація економічних відносин, їх ускладнення, посилення впливу корпорацій викликали зростання ролі корпоративної соціальної відповідальності. Цей аспект функціонування корпорацій об'єктивно впливає з інституціональної теорії: якщо різні інститути в економіці виконують однакові функції, рівень розвитку економіки, стан суспільства та інші чинники обумовлюють вибір того чи іншого інституту для досягнення певних цілей [170].

Термін «корпоративна соціальна відповідальність» уперше з'явився в середині 70-х років минулого століття, і в процесі його трансформації поступово було вироблено єдині підходи до соціальних стандартів діяльності корпорації, оцінювання їх дотримання та до визначення їх впливу на фінансову діяльність корпорацій.

Питання соціальної відповідальності особливо актуальне саме для корпорацій. Це пов'язано з існуванням у сучасних корпоративних структурах множини стейкхолдерів, інтереси яких необхідно враховувати під час прийняття та реалізації рішень, у тому числі у сфері фінансів [315].

Виділяють три рівні корпоративної соціальної відповідальності [239]:

- базовий — виконання прямих зобов'язань, у тому числі пов'язаних із фінансовими відносинами (наприклад, виплата заробітної плати працівникам);
- розвиток партнерських внутрішньофірмових відносин (зокрема, інвестиції в людський розвиток);
- реалізація зовнішніх партнерських соціальних відносин (розвиток місцевої інфраструктури і т. п.).

Втім, треба визнати, що корпоративна соціальна відповідальність — це лише один із багатьох прикладів змін у відносинах між державою та корпораціями.

Аналізуючи проблематику взаємовідносин між державою та корпораціями на сучасному етапі, не можна обійти увагою питання, пов'язані з приватизаційними процесами. Приватизація як явище властива не тільки країнам із трансформаційною економікою, за певних умов до неї вдавалися навіть країни, що мають столітню історію розвитку приватного сектору. Складність аналізу приватизації, на наш погляд, визначається і тим, що її необхідно розглядати в природному поєднанні з іншими економічними реформами в країні.

Незважаючи на існування цілого ряду ґрунтовних праць з питань приватизації як серед теоретиків, так і практиків, досі відсутній єдиний підхід до визначення змісту приватизаційних процесів. Окремі науковці доволі спрощено підходять до розуміння сутності поняття «приватизація», акцентуючи здебільшого на процесі переходу (трансформації) прав власності на активи від держави до приватних осіб [198].

Утім існують й інші, змістовніші трактування, які розглядають приватизацію не тільки як простий процес переходу прав власності на активи, а й як створення умов для виникнення приватних капіталів, збільшення частки приватного сектору в економічних процесах [270].

Як критерії ефективності функціонування приватизованих підприємств найчастіше розглядаються: по-перше, формування механізмів корпоративного управління підприємствами; по-друге, виникнення і розвиток фінансових інститутів, які необхідні для адаптації корпорацій у ринкових умовах [335].

На наш погляд, необхідно звернути особливу увагу на останній аспект приватизації. Як було показано вище, корпорація, як особлива організаційно-правова форма підприємництва, реалізує властиві їй переваги виключно за певних умов, пов'язаних насамперед із функціонуванням фінансової інфраструктури. Відповідно їх відсутність практично «вихолощує» зміст приватизації, зменшує позитивний ефект.

На наш погляд, приватизацію більш логічно розглядати в широкому розумінні — як процес трансформації відносин власності, збільшення ролі приватного сектору (у тому числі корпорацій), використання переваг корпоративної форми організації бізнесу.

Загалом основними ознаками приватизації, які найчастіше наводяться в економічній літературі, є:

- перехід права власності держави до приватних осіб та/або зміна державної власності на приватну (змішану);
- делегування державному підприємству права розпорядження майном або збільшення обсягу таких прав;
- повний продаж державних підприємств приватним особам;
- продаж частини активів державного підприємства за умови, що контроль над ним зберігає держава.

В той же час, фахівці Світового банку виділяють низку методів приватизації, які використовувалися в різних країнах (рис. 3.8).

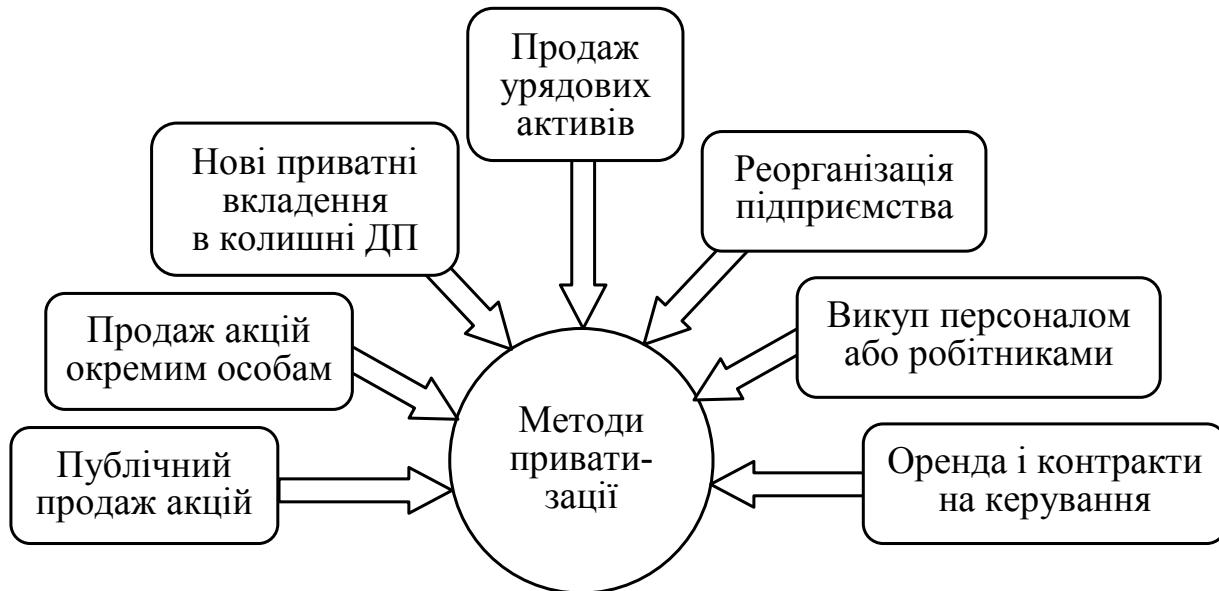


Рис. 3.8. Найбільш поширені методи приватизації підприємств

Джерело: систематизовано автором

У країнах колишнього «соціалістичного табору» приватизація була пов’язана з пошуком ефективної моделі власності в економіці та модернізацією

фінансових відносин на макрорівні. Як цілком слушно зазначає С. Глінкіна, на початку економічних реформ зростала невідповідність між юридично зафіксованими правами власності та економічними можливостями їх реалізації [73].

Подібні чинники і визначили проведення приватизації в країнах Східної Європи та СНД. Окрім того, дослідники звертають увагу на існування на той період загроз, пов'язаних із проведенням спонтанної приватизації у вигляді експропріації можновладцями та номенклатурою корпорацій державного сектору економіки [380].

Для прикладу, аналізуючи процеси приватизації в постсоціалістичних країнах, можна говорити про існування кількох варіантів (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Практика приватизаційних процесів в окремих постсоціалістичних країнах

Країна	Особливості реалізації механізму приватизації
Чехія	Використання інвестиційних купонів
Польща	Функціонування широкої мережі інвестиційних фондів
Угорщина	Залучення стратегічних іноземних інвесторів та використання конкурентних засад
Росія	Застосування ваучерної приватизації та проведення приватизації через продаж

Джерело: систематизовано автором

Водночас слід визнати, що приватизація в більшості країн із транзитивними економіками супроводжувалася і такими процесами:

- появою та розвитком приватного сектору в економіці на самостійній основі;

- активною «неофіційною приватизацією», яка передбачала масове використання адміністративних важелів для передання в приватні руки активів підприємств та інших ресурсів, які належать державі;
- декапіталізацією державного сектору;
- відсутністю інституційних передумов для повноцінного функціонування корпоративного сектору в національних економіках.

Узагальнюючи існуючий досвід, усе ж можна зробити такі важливі висновки:

1. У країнах із транзитивною економікою приватизація була орієнтована переважно на збільшення ролі приватного сектору у виробництві товарів та наданні послуг. Це, у свою чергу, зумовлювалося, зокрема, і неможливістю зберігання державою власності в існуючих масштабах.

2. У країнах із ринковою економікою основна мета приватизації — зростання ефективності діяльності окремих галузей та підприємств, що не виключало можливості досягнення й інших цілей.

3. Незалежно від країни в механізмах приватизації визначальну роль відігравала корпоративна форма організації бізнесу.

Разом з тим, приватизація доволі часто визначається оцінкою ефективності функціонування державного сектору економіки, в тому числі корпорацій, що належать до нього.

Однозначного тлумачення сутності державного сектору, його оптимальних розмірів в економічній літературі немає. Зауважимо, що визначення державного сектору на правовому рівні, у межах законодавств різних країн, також різне. Загалом можна виділити чотири найпоширеніші підходи до визначення змісту поняття державного сектору: суб'єктний; об'єктний; сегментно-секторний; за формою власності.

Відповідно до суб'єктного підходу державний сектор — це сукупність державних підприємств, компаній, організацій та установ, які займаються

господарською діяльністю і якими керують державні органи або призначені й найняті ними особи.

Суб'єктів державного сектору відповідно до об'єктного підходу наводять російські дослідники О. Віссаріонов та І. Федорова. Державний сектор, на їхню думку, включає: державні унітарні підприємства (на правах господарського відання та оперативного управління), державні установи, господарські товариства (відкриті акціонерні товариства) з часткою державної власності, яка перевищує 50 % статутного капіталу, а також відкриті акціонерні товариства з державною участю, в яких держава наділена правом «золотої акції» [65].

Представниками сегментно-секторного підходу є С. Лапіна та Н. Лелюхіна. Державний сектор — це частина економіки, яка перебуває у власності держави і служить матеріальною основою для виконання державою поставлених цілей: державного управління, національного захисту, охорони суспільного порядку, екологічної безпеки, розвитку науки, структурної перебудови економіки, соціального забезпечення населення, вирішення регіональних проблем [144, с. 69].

У свою чергу, з погляду економістів — фахівців Світового банку, державний сектор економіки є значно ширшим і означає гібрид, який складається з центральних, федеральних і місцевих органів влади, напівавтономних агенцій та державних підприємств [418].

Питанню розмежування приватного та державного секторів економіки приділяють значну увагу економісти МВФ, які обґрунтували необхідність використання багатофакторного підходу для його вирішення. При цьому два компоненти визначаються як найважливіші: власність і наявність чи відсутність можливості отримувати прибутки.

В економічній літературі пропонуються й інші підходи до розмежування приватного та державного секторів, які також не можна вважати достатньо аргументованими — функціональний і підхід на основі контролю. Так, функціональний підхід має той недолік, що більшість урядових функцій,

пов'язаних із видатками, притаманні і приватному сектору (охорона здоров'я, освіта та ін.). Концепція власності дає можливість чіткіше розмежувати інституції двох секторів економіки, оскільки залежно від форми власності дуже легко визначити належність тих чи інших складових до конкретного сектору.

Використання критерію контролю як основи для визначення межі між приватним та державним секторами також не дає можливості повною мірою і чітко виділити окремих суб'єктів за різними секторами. Пов'язано це з тим, що наявність приватних власників у корпорації не обов'язково забезпечує незалежну від держави їхню внутрішню політику, оскільки якщо контрольним пакетом володіє держава, то саме вона і скеровуватиме діяльність приватної установи.

Існує також можливість використання права як важливого чинника для розмежування приватного та державного секторів економіки. Перевагою даного підходу, з одного боку, є те, що діяльність компаній державного сектору в багатьох випадках регулюється спеціальними нормативно-правовими актами. Проте, з другого боку, якщо державна корпорація підпорядкована міністерству, то її політика залежатиме від дій останнього. Саме тому наголос робиться на необхідності застосування кількох чинників з метою точнішого розмежування складових економіки, тобто для розмежування державного і приватного секторів використовується багатовекторний підхід (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Концептуальний підхід до розмежування державного і приватного секторів економіки

Сектор економіки	Прибуткові установи	Неприбуткові установи
У приватному володінні (приватний сектор)	Приватні компанії	Приватні неприбуткові організації та домашні господарства
У державному володінні (державний сектор)	Державні компанії	Розширений уряд

Джерело: систематизовано автором

Зауважимо, що термін «розширений уряд» охоплює не тільки урядові установи, а й неринкові неприбуткові інституції, які контролюються та/або фінансуються урядовими установами. Задля чіткішого розмежування державних компаній та розширеного уряду на рівні МВФ використовується методика, яка передбачає врахування таких особливостей [334]:

- якщо досліджуваний суб'єкт продає більшу частину або ж усі результати своєї діяльності, а ціни є економічно значимими, то даний суб'єкт є державною корпорацією;
- якщо ціни досліджуваного суб'єкта не є економічно значимими, то в даному разі мова йде про розширений уряд;
- якщо ж лише деякі ціни є економічно значимими або ж здійснюється продаж окремих результатів виробництва, то необхідно з'ясувати, чи є у структурі досліджуваного суб'єкта квазі-корпорація. Якщо так, то виявлений підрозділ суб'єкта можна віднести до державної корпорації, а решту складових — до розширеного уряду.

Згідно з найбільш загальним підходом державний сектор економіки виробляє такі економічні й соціальні блага, яких приватний сектор або не виробляє взагалі або створення їх у ньому неефективне. До цих благ, наприклад, відносять забезпечення колективної безпеки членів суспільства, захист від зовнішніх втручань і внутрішню безпеку; вирішення проблем екології; забезпечення рівних можливостей реалізації прав особистості на освіту, охорону здоров'я, зайнятість, соціальне забезпечення тощо.

Розвинуті країни, як правило, використовують державний сектор також і як інструмент коректування «провалів» ринку, тоді як країни з перехідною економікою застосовують принцип концентрації державного сектору у стратегічно важливих галузях, незалежно від того, належать підприємства цих галузей до природних монополій, підприємств, які виробляють суспільні товари, тощо, чи ні.

Сьогодні ТНК функціонують у трьох формах володіння: державній (повністю перебувають у володінні держави), колективній та приватній. Перевагами державних ТНК є наявність привілейованого доступу до фінансових та природних ресурсів у країні базування, а також найкращі умови збуту та використання наявних логістичних і транспортних можливостей [439, с.104].

За класифікацією ЮНКТАД корпорації державної та змішаної форм володіння відносять до загальної категорії «ТНК, що перебувають у державному володінні». ТНК державного сектору вважаються корпорації, які складаються з материнської компанії та закордонних філій. За даними UNCTAD у 2014 р. з майже 82 000 ТНК у світі близько 600 перебувало у власності держави. При цьому переважають ті ТНК, у яких держава володіє більше ніж 50 % активів (рис. 3.9).

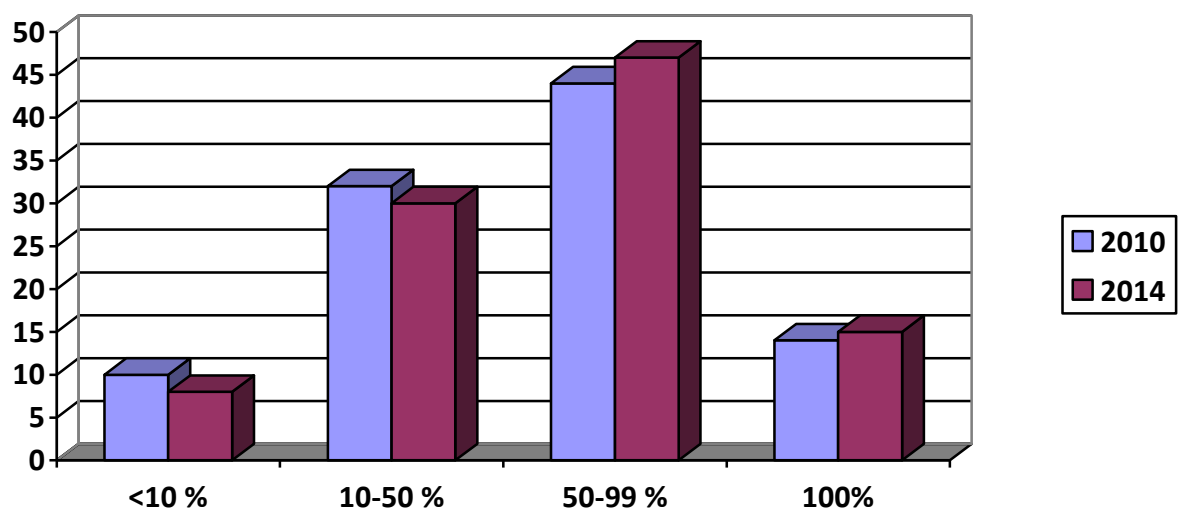


Рис. 3.9. Частка уряду в державних ТНК, %

Джерело: [450]

З позиції екстраполяції досвіду розвинених країн на діяльність ТНК в країнах з трансформаційними економіками зазначимо, що загалом державні ТНК можна зустріти в тих галузях економіки, де присутність держави є

необхідною або через занадто високі ціни на продукцію, або ж у зв'язку з необхідністю вироблення окремих товарів, які не привабливі для приватного сектору. Ще однією причиною існування державних ТНК є наявність монополії на ринку, що дає можливість протягом тривалого часу отримувати прибутки та спрямовувати їх до бюджету держави. Проте монополія може мати як позитивний, так і негативний вплив на економіку країни.

Діяльність державних ТНК може доволі позитивно впливати на економічні й фінансові процеси. Серед позитивних наслідків діяльності державних ТНК виділимо такі:

- зміцнення ресурсної і виробничої бази країни;
- сприяння реструктуризації економіки;
- поширення передової технології;
- розширення експортних можливостей.

Отже, корпорації змушені мати справу не тільки з конкурентом на ринку, а й із суб'єктом, який здійснює контроль за їх фінансовою діяльністю. З метою впливу на фінансовий стан корпорацій держава використовує цілий ряд фіскальних і монетарних інструментів: податки, видатки бюджету, маніпулювання валютним курсом тощо.

У свою чергу, корпорація намагається якомога ефективніше захистити свої власні інтереси у відносинах із державою, що потребує побудови відповідної системи комунікацій.

Сам процес управління поведінкою заінтересованих осіб, організацій та державних установ з метою забезпечення досягнення поставлених цілей називається стратегічними комунікаціями [370]. Сутність GR-управління якраз і проявляється в цілеспрямованому управлінні такими комунікаціями.

На рис. 3.10 наведені найбільш поширені форми GR-управління, які розкривають різні аспекти управління стратегічними комунікаціями корпорації з державою.



Рис. 3.10. Найбільш поширені форми GR-управління

Джерело: [370].

Сам процес управління стратегічними комунікаціями з урядовими установами може відбуватися прямо або опосередковано (із залученням третіх сторін).

Залежно від стадії формування та функціонування урядових структур процес GR-управління можна розділити на попередній (на стадії передвиборчої кампанії) та поточний (коли урядові структури вже сформовані).

Хоча визнаємо, що поділ за вказаною класифікаційною ознакою є доволі умовним, оскільки GR-управління є процесом активним за своєю суттю та безперервним. Залежно від методів, які використовуються представниками корпоративного бізнесу, управління стратегічними комунікаціями може бути легальним і протизаконним (використання підкупу державних службовців).

На останній аспект звернемо особливу увагу – саме через існування протизаконного впливу корпорацій на діяльність державних структур доволі

часто серед пересічних громадян культивується апріорі негативне ставлення до будь-яких форм GR-менеджменту.

У демократичному суспільстві участь політичних партій у виборчій кампанії передбачає наявність значних фінансових ресурсів. Окрім публічних фондів, джерелами фінансування передвиборчих кампаній можуть бути внески членів партій, доходи від реалізації власної продукції партії (буклети, книжки і т. п.).

Фонд окремих партій або кандидатів на виборні посади формується за рахунок внесків приватних прихильників тієї чи іншої сили. Важливим джерелом таких коштів є окремі виборці, які через свої незначні доходи можуть надати чисто символічні внески.

Водночас значні одноразові внески до передвиборчих фондів здійснюють заможні громадяни або окремі компанії в особі їх менеджерів або власників. Для залучення таких заможних спонсорів організовуються спеціальні заходи, на яких власники найбільших внесків можуть особисто врегулювати умови надання фінансової допомоги учасникам виборчої кампанії.

Лобіювання є однією з найефективніших форм GR-управління, оскільки дозволяє на етапі формування нормативно-правових документів вплинути на рішення окремих політиків та державних службовців. Лобіювання можна визначити як вплив на формування державної політики з метою регулювання діяльності уряду та законотворчого процесу [460]. При цьому корпорації можуть діяти або безпосередньо, або через залучення професійних лобістів.

Лобіювання в деяких країнах визнається офіційним варіантом працевлаштування. Особливо це стосується США, де лобісти у сфері оподаткування є високооплачуваним варіантом професійної діяльності. Професійні лобісти також об'єднуються у лобістські групи, які представляють інтереси корпорацій із різних галузей економіки: машинобудування, нафтова промисловість, сфера фінансових послуг або ж охорона навколишнього середовища.

На сьогодні можна виділити десять найбільш поширених стратегій з маніпулюванням думкою окремих груп громадян та заінтересованих осіб (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Десять найбільш поширених стратегій маніпулювання думкою зацікавлених груп

Назва стратегії	Короткий опис
1. Стратегія відволікання	Створення інформаційного прецеденту, який дозволяє відволікати увагу зацікавлених груп від існуючої проблеми
2. Створення проблеми і пропонування її вирішення	Акцентування уваги зацікавлених осіб на проблемі і пропозиція бажаного варіанту її рішення
3. Стратегія поступового запровадження змін	У випадку, коли раптові зміни можуть викликати спротив громадян, передбачається поетапна реалізації програми дій
4. Стратегія відтермінування	Якщо рішення є непопулярним, то є можливість визнати його необхідним і болісним і таким, що буде запроваджено пізніше
5. Стратегія “дитячої поведінки”	Застосування інтонації та манери поведінки близької до дитячої манери чи демонстрація слабкості
6. Використання емоційної складової	Наголос робиться на емоціях, а не на необхідності осмислювати дії чи факти
7. Стратегія відношення до громадськості зверхньо	Надання для представників бідних верств населення менш якісної освіти
8. Стратегія сприяння пануванню посередності	Поширення думки у суспільстві про позитивну оцінку безглуздої та посередньої поведінки
9. Стратегія підтримки самозвинувачення	Сприяння поширенню серед громадян відчуття винуватості за власний незадовільний стан
10. Стратегія кращого пізнання інших за них самих	Використання досягнень науки з метою дослідження мотивів та механізмів поведінки громадян

Джерело: систематизовано автором за працями N. Chomsky

В усіх випадках дані групи активно взаємодіють із представниками влади з метою врахування інтересів корпорацій у процесі прийняття законів або затвердження урядових програм. Вплив на думку заінтересованих груп є важливою передумовою реалізації запланованих заходів корпораціями та їх представниками в законодавчих і виконавчих органах влади.

Використання перелічених стратегій спрямоване на формування в суспільстві та серед заінтересованих груп необхідного для корпорацій ставлення до певних проблем чи подій, завдяки чому встановлюються легальні підстави для політиків щодо прийняття необхідних нормативно-правових актів чи заходів у межах державної політики.

Прикладом цього можна назвати дії влади США щодо формування образу світового ворога і ведення на цій основі постійних військових операцій. Це дає змогу корпораціям — виробникам зброї та військового обладнання постійно мати замовлення на продукцію і стабільні обсяги її реалізації.

На наш погляд, описані вище форми GR-управління вимагають уточнення з позиції їх класифікації. В цьому контексті слід насамперед зважати на наступне:

1. GR-управління є важливим елементом комунікаційної стратегії сучасних корпорацій в інформаційному суспільстві. В тій чи іншій мірі усі без винятку корпорації налагоджують інформаційну взаємодію з державними органами.

2. GR-управління є процесом, що заснований на комунікації корпорації, виходячи з цього ефективність GR-менеджменту визначається обсягами використання існуючої інформації, рівнем інформаційних технологій тощо.

3. Зважаючи на стрімке посилення ролі інформації в сучасній економіці, наявність її різних видів і т.д. не усі форми GR-комунікації є легітимними та підпадають під дію чинного законодавства. Окрім того, зміна

якісних та кількісних параметрів інформації призводить до того, що GR-управління потійно видозмінюється, виникають нові його форми, які не завжди є чітко регламентованими з позиції діючого законодавства.

В підсумку можна зробити висновок, що залежно від рівня транспарентності GR-комунікації слід розділити на:

- ✓ офіційні (з використанням корпорацією виключно легітимних механізмів та інструментів впливу на державну фінансову політику),
- ✓ неофіційні (використання виключно нелегітимних механізмів та інструментів впливу);
- ✓ змішані (поєднання легітимних та нелегітимних).

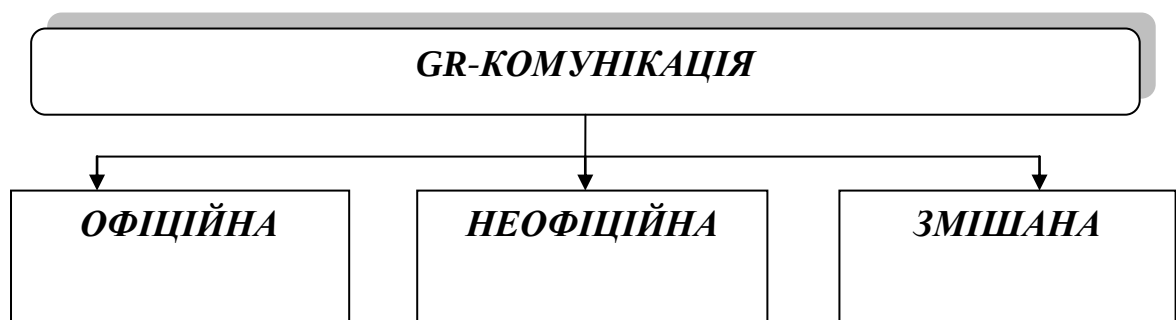


Рис. 3.11. Класифікація GR-комунікації корпорацій

Джерело: розроблено автором

Взаємодія корпорацій та урядових органів відбувається за допомогою різних форм GR, що дає можливість досягти найбільшого ступеня реалізації інтересів перших і змушує останніх враховувати їх при розробці політики та прийнятті нормативно-правових актів. Зокрема, активно використовується спонсорська допомога на користь політичних партій на виборах, залучаються професійні лобістські організації та представники наукових кіл, фінансуються PR та рекламні кампанії, ін. Все це дозволяє корпораціям впливати як на позицію пересічних громадян, так і на політику урядів.

Тісний зв'язок між представниками корпоративного світу та державою сьогодні можна побачити як в країнах з глибокими демократичними

традиціями, так і в країнах з перехідною економікою. Даний зв'язок особливо яскраво проявляється в умовах економічних та фінансових потрясінь, коли держава активно втручається в економіку шляхом використання широкого кола наявних інструментів.

3.3. Корпоративне фінансування та взаємодія з суб'єктами глобального фондового ринку

Основою діяльності корпорацій у будь-якій країні є акціонерний капітал, що відповідно визначає актуальність питань пов'язаних з емісійною стратегією корпорацій на фондовому ринку. У практиці країн із розвиненою ринковою економікою корпорації використовують два основні методи розміщення первинних емісій: публічне (відкрите) розміщення і приватне.

Публічне розміщення, тобто пропонування цінних паперів широкій публіці, здійснюється через численних інституційних посередників. Часом корпорація може розміщувати свої цінні папери самостійно, не звертаючись до посередництва. Особливість публічного розміщення полягає в тому, що цінні папери продаються необмеженій кількості учасників.

За приватного розміщення цінних паперів весь їх випуск продається «в одні руки», великому посередникові-андерайтеру, що гарантує розміщення всієї нової емісії. Андерайтер у подальшому від свого імені та за свій рахунок розміщує цінні папери на ринку.

Зазвичай для залучення максимального капіталу компанії здійснюють первинне публічне розміщення (IPO, Initial Public Offering) акцій. Воно є набагато складнішим, ніж приватне розміщення. IPO передбачає високу інформаційну відкритість та прозорість компанії, потребує постійної взаємодії з інвесторами навіть після емісії.

Публічне розміщення є одним із найбільш тривалих та дорогих способів отримання капіталу. Проте воно має низку переваг, до яких можна віднести (рис. 3.12):

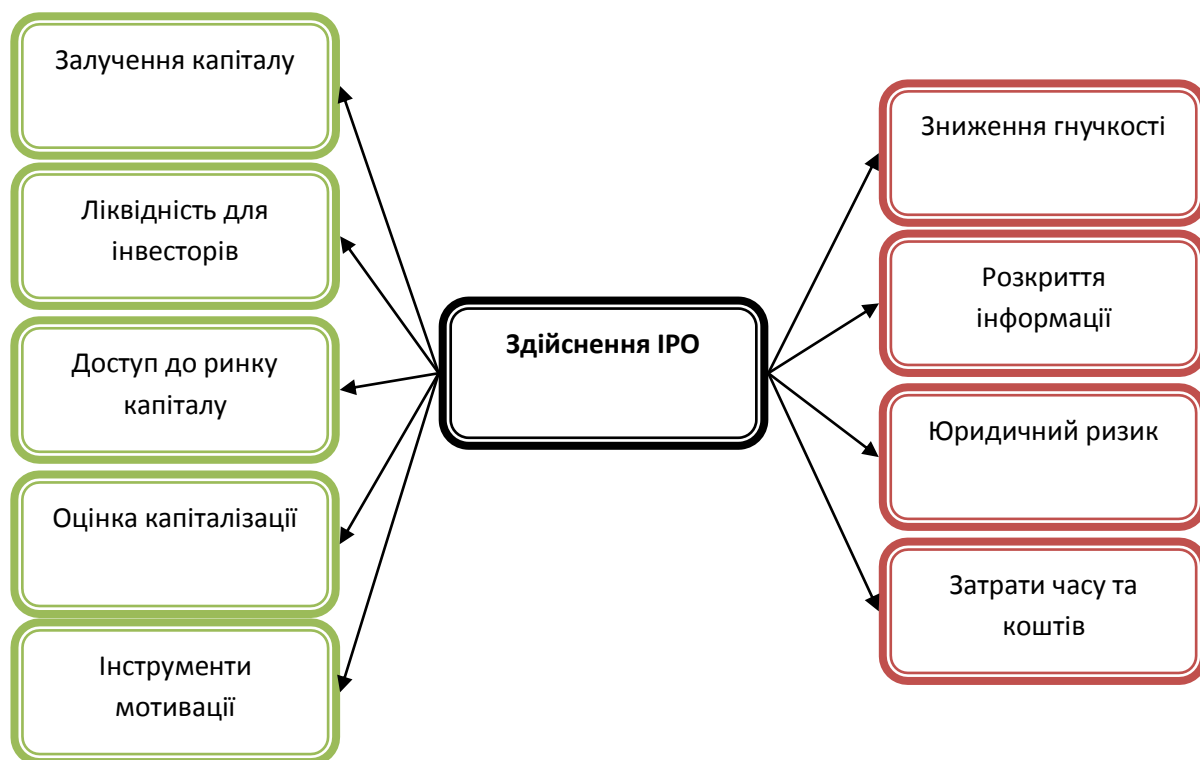


Рис. 3.12. Переваги та недоліки здійснення IPO

Джерело: систематизовано автором

Зазначені переваги є наступними:

- *залучення капіталу*. Це є найбільш вагомою та очевидною причиною здійснення IPO;

- *надання ліквідності для поточних інвесторів*. Власники компанії після початку обігу акцій на біржі можуть легко перетворити свої пакети акцій на гроші, продавши цінні папери. Проте не можна розглядати IPO як варіант легкого виходу зі складу акціонерів. Зазвичай андеррайтер, який проводить розміщення, включає у договір із власниками пункт про мораторій на продаж акцій упродовж певного періоду. Як правило, цей період становить шість

місяців. Окрім того, досить часто обмеження можуть накладатися нормативно-правовими актами країни;

- *кращий доступ до ринку капіталу*. Публічність та обіг акцій компанії на біржі робить її назву більш упізнаваною. Корпорація зможе отримати доступ до коштів тих інвесторів, які не заінтересовані в приватних компаніях;

- *оцінювання ринкової вартості корпорації*. Капіталізація компанії показує, скільки готові платити інвестори за її акції;

- *поява нових інструментів стимулювання персоналу*. Менеджмент компанії може отримувати бонуси не грошовими коштами, а акціями або опціонами на акції. Якщо існує ліквідний ринок цінних паперів корпорації, це буде вагомим стимулом для кращої роботи. Хороші показники діяльності зазвичай відбиваються в зростанні курсу акцій, а отже, збільшують вартість бонусних фінансових інструментів.

Проте IPO має також і ряд обмежень та недоліків для корпорації []:

- *зниження гнучкості*. Серед власників корпорації з'являється досить багато нових осіб, які можуть впливати на прийняття рішень. Менеджмент компанії починає діяти обережніше. Окрім того, всі найменші зміни в показниках діяльності корпорації відбиваються у вартості її акцій. Це стимулює управляючих до орієнтації на рішення, які принесуть хороші результати в короткостроковій перспективі, хоча можуть бути неефективними у довгостроковому періоді;

- *вимоги до транспарентності*. Вимоги щодо розкриття інформації публічних компаній надходять як від бірж, так і від регуляторів. Корпорації повинні надсилати та публікувати значний обсяг інформації. Інсайдери мають надавати дані стосовно своїх угод з акціями компанії. Вимоги щодо розкриття інформації можуть стосуватися даних, які корпорація радше залишила б закритими для конкурентів;

- *підвищення правових ризиків*. У разі надання недостовірної або неповної інформації в реєстраційних документах, звітах, прес-релізах та інших

джерелах компанії можуть стати об'єктами судового переслідування. Актуальність цього недоліку особливо зросла після прийняття закону Сарбейнза-Окслі у 2002 р. в США. Він значно посилив вимоги до фінансової звітності та її підготовки;

- *значні витрати часу та коштів на підготовку.* Здійснення IPO є досить дорогим процесом. Компанія має заплатити андерайтеру, аудитору, біржі за лістинг, мито державним регулятивним органам за реєстрацію, здійснити витрати на організацію зустрічей з потенційними інвесторами, друкування проспектів та сертифікатів акцій тощо. Зазначимо, що ці витрати будуть здійснені незалежно від того, чи пройде розміщення успішно. Окрім витрат грошей IPO потребує також досить багато часу.

Існує досить багато чинників, які можуть вплинути на успішність залучення коштів у процесі первинного публічного розміщення (рис. 3.13). Їх можна поділити на зовнішні та внутрішні. До зовнішніх належать:



Рис. 3.13. Чинники, що впливають на успішність здійснення первинного публічного розміщення

Джерело: складено автором

- *загальний стан фінансового ринку*. Якщо на ринку спостерігаються кризові явища та брак ліквідності, інвестори схильні уникати високоризикових способів вкладення коштів. За таких умов успішне IPO можуть здійснювати тільки найвідоміші та привабливі компанії;

- *загальна кількість IPO*. Якщо дуже багато компаній здійснюють первинне розміщення в один і той самий час, це може призвести до недооцінки акцій. Розмір потенційних ресурсів обмежений, а тому їх отримують далеко не всі компанії, що пропонують свої цінні папери;

- *ефективність роботи андерайтера*. Від уміння андерайтера знайти та зацікавити потенційних інвесторів, визначити оптимальну ціну розміщення значною мірою залежить успішність IPO.

Не менш значущими є й внутрішні відносно компанії чинники:

- *репутація галузі та компанії на ринку*. Є сектори економіки, в які інвестори вкладають гроші охочіше. Наприклад, зараз до таких належить ІТ-сектор. Окрім того, відомі та популярні компанії, як правило, залучають більше коштів;

- *фінансовий стан компанії, результати її діяльності*. У процесі прийняття інвестиційних рішень учасники ринку зазвичай вивчають показники роботи корпорації, проводять фундаментальний аналіз;

- *якість і досвід роботи менеджменту компанії*. Результат розміщення акцій значною мірою визначається успішністю діяльності управляючих, їх умінням та цілеспрямованістю, організаторськими здібностями.

Загалом процес первинного публічного розміщення може бути досить складним і тривалим, а також різним для кожної компанії. Проте можна виділити кілька основних етапів (див. рис. 3.14):

1. Оцінювання необхідності й готовності компанії до IPO. Передусім потрібно зважити всі переваги та недоліки проведення публічного розміщення. Серед власників і менеджменту має бути одностайна позиція щодо його

необхідності. Окрім того, потрібно оцінити ступінь готовності компанії, рівень її інформаційної відкритості, фінансове становище тощо.

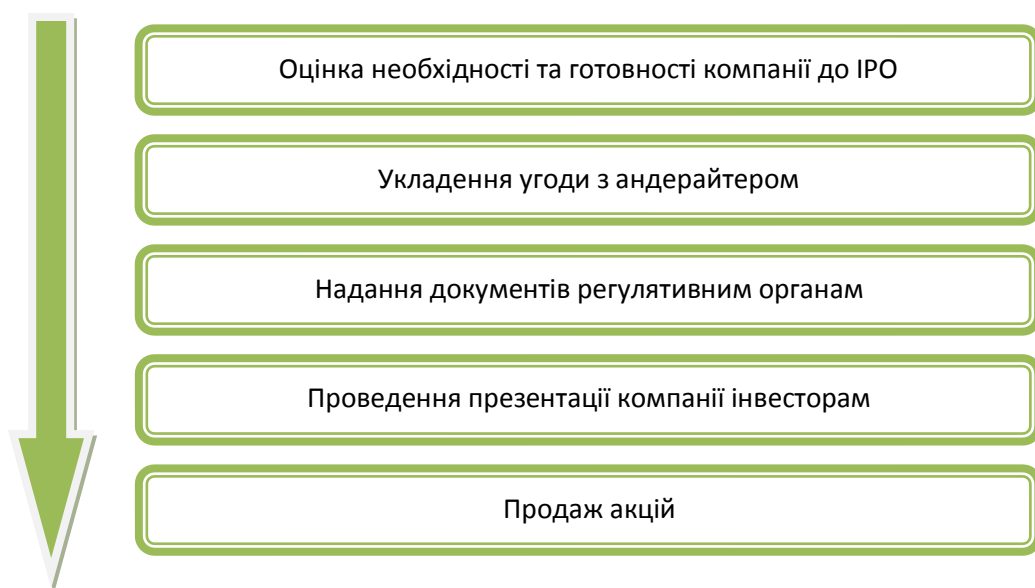


Рис. 3.14. Етапи проведення IPO

Джерело: складено автором

2. Укладення угоди з андерайтером та/або консультантом. Деякі компанії не користуються їхніми послугами, проте така практика є радше винятком. Зазвичай саме андерайтер керує процесом IPO та розробляє загальну стратегію. Він визначає, яку орієнтовну суму коштів вдасться залучити, за якою ціною мають продаватись акції, яка частка компанії має бути продана в процесі розміщення.

3. Надання проспекту емісії та інших необхідних документів регулятивним органам.

4. Проведення презентації компанії перед потенційними інвесторами. На цьому етапі представники компанії й андерайтера зустрічаються з учасниками ринку з метою переконати їх у привабливості купівлі акцій. Результатом цього етапу зазвичай є так звана підписка на цінні папери: інвестори вказують, скільки акцій вони готові придбати і за якою ціною. Підписка їх ні до чого не

зобов'язує, проте допомагає андерайтеру оцінити ступінь заінтересованості та точніше визначитись із ціною розміщення.

5. Продаж акцій на ринку.

Останній етап первинного розміщення має надзвичайно велике значення. Саме у його процесі компанія отримує необхідний їй капітал.

Переважна більшість досліджуваних нами компаній здійснила IPO вже досить давно, але при цьому значна увага приділялася вибору майданчика для розміщення (табл. 3.12).

Таблиця 3.12

Біржі, на яких було здійснено IPO корпорацій вибірки

Компанія	Біржа
Автомобільна промисловість:	
• Daimler AG;	Deutsche Börse
• Ford Motor Company;	NYSE
• Toyota Motor Corporation;	NYSE
• Volkswagen;	Deutsche Börse
Нафтогазовий сектор:	
• BP plc;	NYSE
• Exxon Mobil Corporation;	NYSE
• Petrobras Argentina S.A.;	NYSE
• PetroChina Company Limited;	NYSE
• Royal Dutch Shell plc;	NYSE
Фінансовий сектор:	
• Berkshire Hathaway Inc.;	NYSE
• Citigroup Inc.;	NYSE
• JPMorgan Chase & Co.;	NYSE
• Wells Fargo & Company	NYSE
• ICBC	NYSE

Джерело: систематизовано автором

Безпосереднє розміщення може відбуватись за різними схемами, найпопулярнішими з яких є [458, с. 128]:

- *тверде зобов'язання (firm commitment contract)* — андерайтер гарантує продаж акцій за наперед погодженою ціною. Зазвичай він сам викуповує весь випуск, а вже після цього пропонує його іншим учасникам ринку. Такий спосіб для емітента є найменш ризиковим, проте й найдорожчим;
- *максимальні зусилля (best efforts contract)* — андерайтер обіцяє зробити все можливе для максимально успішного розміщення, проте не бере на себе твердих зобов'язань;
- *усе або нічого (all-or-none contract)* — андерайтер погоджується продати весь випуск або ж анулювати угоду.

Якщо розглянемо біржі, на яких було здійснено IPO досліджуваних нами компаній, то побачимо, що основною є Нью-Йоркська (табл. 3.12). Вона є однією з найбільших у світі як за обсягами торгів, так і за капіталізацією. У 2011 р. на неї припадало 18 % усіх коштів, залучених на IPO у світі.

Таблиця 3.13

Лістингові вимоги до корпорацій із боку фондових бірж

Обов'язкові критерії	NYSE (Нью-Йорк)	NASDAQ (США)	LSE (Лондон)	AIM (Лондон)	Deutsche Börse (Франкфурт)	WSE (Варшава)
Мінімальна ринкова капіталізація	500–750 млн дол.	50–70 млн дол.	0,7 млн ф. ст.	немає	1,5 млн євро	1 млн євро
Мінімальна кількість акціонерів	2000 (5000)	300–400	немає	немає	немає	немає
Кількість акцій в обігу	1,1 млн	1–1,1 млн	25 % від загального числа	немає	немає	немає
Надання фінансової звітності	раз на півроку	раз на півроку	щоквартально	щоквартально	щоквартально	щоквартально
Середня вартість розміщення	від 8,6 %	від 8,6 %	5–7 %	10–14 %	5–7 %	5–7 %

Джерело: систематизовано автором

Як бачимо, найвищі вимоги серед наведених бірж щодо показників діяльності компаній висуває Нью-Йоркська біржа. Проте й можливості щодо залучення капіталу там найвищі. Щоправда, після прийняття закону Сарбейнза–Окслі, який передбачає кримінальну відповідальність за надання недостовірної інформації під час IPO та після нього, ризики розміщення в США дещо зросли. Невеликим компаніям наразі краще виходити на європейські майданчики, орієнтовані на молоді підприємства (наприклад, AIM або ж Warsaw NewConnect).

Тенденції світового ринку IPO в період 2003-2014 рр. наведені на рис. 3.15.

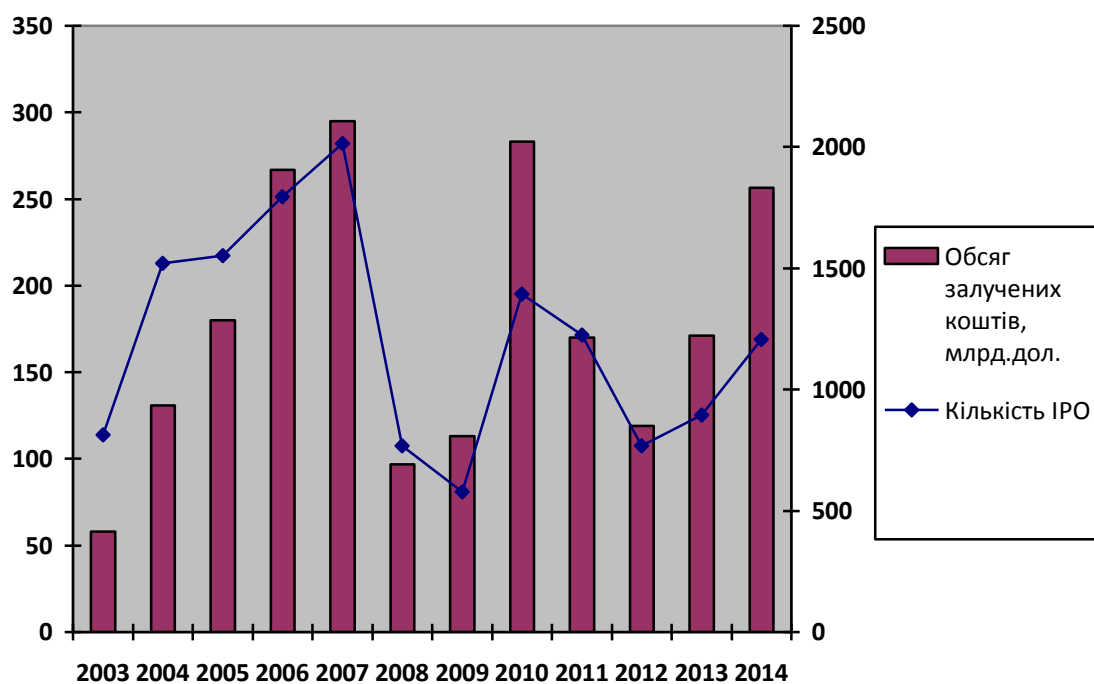


Рис. 3.15. Кількість проведених IPO та залучених коштів у світі у 2003–2014 рр.

Джерело: [424].

Як бачимо з рис. 3.15, за останнє десятиліття ринок первинних розміщень зазнав багатьох змін. У першій його половині спостерігалось стрімке зростання як кількості проведених IPO, так і обсягу залучених коштів. Дедалі більше

компаній оголошували плани щодо виходу на первинний ринок, проте у 2008 р. все різко змінилося. Фінансова криза призвела до значного падіння ринку IPO. Залучати кошти на первинному ринку в умовах нестачі ліквідності наважувалися тільки найбільш надійні корпорації. У наступні кілька років спостерігалось зростання кількості IPO, проте з 2011 р. видно нове падіння. Це можна пояснити рецидивом кризових процесів в економіці як європейських країн, так і США.

Як свідчать дані табл. 3.14 та табл. 3.15, найбільша кількість публічних первинних розміщень була здійснена в Китаї, на другому місці — США і Велика Британія. Загалом найбільше компаній залучали капітал через випуск акцій в Азії.

Таблиця 3.14

Десять топ-країн за кількістю IPO у 2014 р.

№	Країна	Кількість IPO	Частка, %
1	Китай	233	19,32%
2	Австралія	75	6,21%
3	США	288	23,88%
4	Австралія	68	5,63%
5	Південна Корея	42	3,48%
6	Таїланд	35	2,9%
7	Індія	43	3,56%
8	Японія	83	6,89%
9	Велика Британія	112	9,28%
10	Швеція	28	2,32%
	Інші країни	199	16,5%
	Всього	1206	100%

Джерело: [424].

Як бачимо, поступово т.з. «старі» ринки втрачають свою привабливість для корпорацій, все більша частина яких зосереджує свою емісійну стратегію на здійсненні IPO на «нових» ринках. Не в останню чергу таку тенденцію можна пояснити тим фактом, що відносно молоді фондові біржі створюють більш привабливі умови для проведення IPO.

Майже аналогічною є структура глобального ринку IPO з позиції обсягу залучених коштів (табл. 3.15).

Таблиця 3.15

Десять топ-країн за обсягом залучених коштів через IPO у 2014 р.

№	Країна	Залучений капітал, млн. дол.	Частка, %
1	Китай	41700	16,25%
2	США	95200	37,11%
3	Великобританія	23600	9,2%
4	Іспанія	7200	2,8%
5	Франція	6100	2,37%
6	Нідерланди	5200	2,02%
7	Південна Корея	4000	1,55%
8	Австралія	16000	6,23%
9	Японія	11400	4,44%
10	Саудівська Аравія	6700	2,61%
	Інші країни	39400	15,36%
	Всього	256500	100%

Джерело: [424].

Цікавим є порівняння ренкінгів за кількістю проведених IPO та обсягом залучених коштів. Китай зберігає лідерство. У США при 23,8 % від загальної кількості IPO компанії залучили 37,1 % загального обсягу коштів. Великі за обсягом розміщення відбувалися також у Швейцарії, Іспанії. Варто відмітити особливість публічних первинних розміщень у Польщі, фондова біржа якої розглядається як майданчик для розміщення багатьма країнами зі Східної Європи.

У Польщі капітал залучала значна кількість невеликих корпорацій. Це пов'язано з активною роботою запущеного у 2007 р. ринку Warsaw NewConnect. Він призначений для залучення коштів молодими компаніями зі значним потенціалом розвитку. Як свідчать дані статистики, ефективність роботи даного ринку досить висока. В т.з. «старій» Європі його найближчим

аналогом є АІМ – майданчик Лондонської фондової біржі для невеликих компаній.

Управління фінансами сучасних корпорацій неможливо уявити без тісної взаємодії з різноманітними суб'єктами фінансової інфраструктури, серед них за своїм значенням та роллю виділяються фондові біржі.

За організацією торгівлі цінними паперами розрізняють біржовий та позабіржовий ринки. Біржовий ринок — це організований ринок цінних паперів, де операції з купівлі-продажу здійснюються відповідно до встановлених правил.

Позабіржовий ринок — це ринок, на якому операції купівлі-продажу цінних паперів здійснюються поза межами приміщення біржі. Залежно від наявності встановлених правил торгівлі розрізняють організований та неорганізований позабіржові ринки.

Єдиних пропорцій між зазначеними сегментами в різних країнах не існує. У США співвідношення біржового і позабіржового ринків акцій становить 80–20 %, у Японії — 90–10 %. У процесі обігу акції, як і інші цінні папери, відокремлюються від своєї номінальної вартості і набувають самостійного руху, їх поточний курс (ціна) визначається попитом і пропонуванням на фінансовому ринку, що залежать від низки чинників економічного, політичного, соціального і психологічного змісту.

Згідно із законодавством різних країн до основних елементів біржової торгівлі цінними паперами належать такі:

- допуск і вилучення цінних паперів до/з обігу на фондовій біржі;
- визначення способів біржової торгівлі, тобто способів укладення угод купівлі-продажу цінних паперів між учасниками біржової торгівлі;
- визначення видів угод, які можуть укладатися на біржі;
- установлення кола учасників біржової торгівлі;
- установлення порядку оформлення біржових угод;

- визначення порядку виконання доручень клієнтів щодо продажу чи купівлі цінних паперів, які котируються на фондовій біржі.

У практичній площині вибір фондової біржі корпорацією пов'язаний із пошуком відповідей на такі питання:

1. Потенціал фондової біржі з погляду її здатності «поглинути» значну кількість цінних паперів багатьох емітентів протягом відносно короткого періоду. По суті, мова йде про здатність фондової біржі сформувати необхідний попит на фінансові інструменти, які емітуються корпорацією з боку різних інвесторів.

2. Репутація фондової біржі як організованого сегмента ринку, що може забезпечити якісний відбір фінансових інструментів та рівень кваліфікації інвесторів, має технологічні умови для організації торгівлі тощо.

3. Вимоги щодо лістингу для емітента та його фінансових інструментів, постлістингові вимоги, а також вимоги, що висуваються до інших учасників біржового ринку.

4. Орієнтація біржі на організацію торгівлі певними видами фінансових інструментів, її конкурентне місце з погляду концентрації потоків капіталу.

Разом з тим, як уже зазначалося, сучасний етап розвитку глобальної економіки характеризується розвитком потужних фінансових центрів, основою яких найчастіше є фондові біржі. Такий процес зовсім не випадковий: саме біржі за рахунок концентрації значних капіталів здатні забезпечити появу поряд із собою й інших суб'єктів фінансової інфраструктури — інвестиційних банків, депозитаріїв, інвестиційних фондів, страхових компаній тощо.

Незважаючи на місце своєї реєстрації, провідні корпорації намагаються забезпечити котирування своїх цінних паперів на провідних біржах, що не в останню чергу є наслідком їх високої репутації у фінансових колах. Зауважимо, що 14 компаній вибірки обрали місцем котирування своїх цінних паперів тільки дві фондові біржі — Deutsche Börse (Франкфурт) та NYSE (Нью-Йорк).

Основа цього вибору — конкурентна позиція вказаних фондових бірж на сучасному ринку капіталів. Насамперед звернемо увагу на показник кількості лістингових емітентів, який, зокрема, опосередковано характеризує «привабливість» біржі для корпорацій (рис. 3.16).

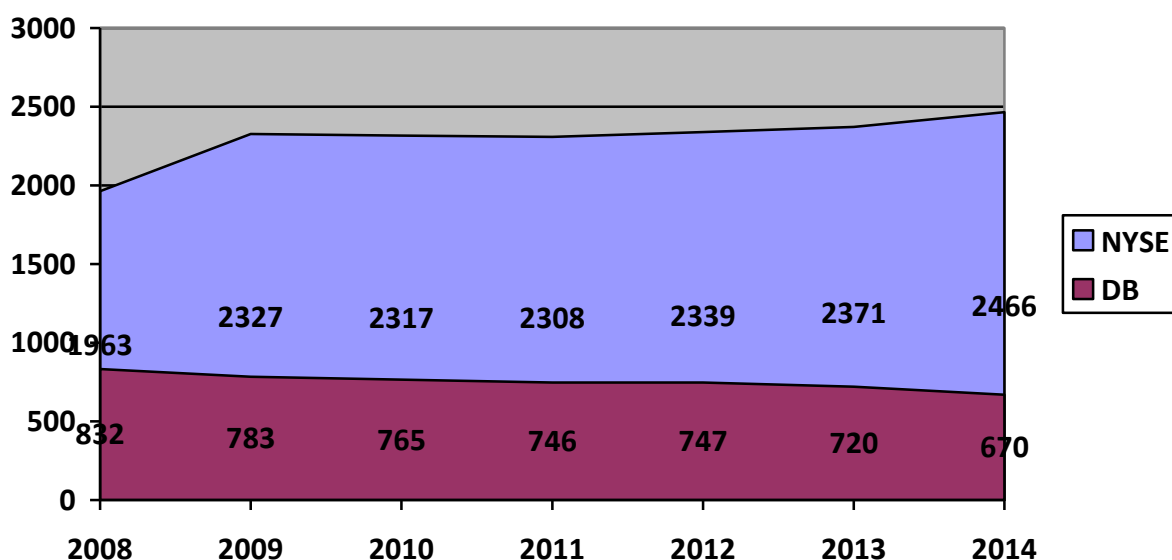


Рис. 3.16. Кількість лістингових емітентів акцій у котирувальних листках DB та NYSE 2008-2014 рр.

Джерело: [424].

При цьому варто звернути увагу на таке:

- по-перше, кількість лістингових емітентів на Нью-Йоркській фондовій біржі значно переважає аналогічні показники для Deutsche Börse. Це є свідченням, зокрема, суттєвої різниці між англосаксонською та континентальною моделями корпоративного управління, насамперед щодо орієнтації корпорацій на використання різних джерел фінансування — фондових ринків чи банківського кредитування;
- в окремі періоди можливе зниження кількості емітентів у лістингу. Такі тенденції ще раз підкреслюють, що роль фондової біржі полягає не тільки в концентрації торгівлі та забезпеченні технологічних й організаційних умов її проведення. Біржа повинна також забезпечувати і «відбір» цінних паперів, у

тому числі використовувати процедуру делістингу в разі суттєвого погіршення фінансового стану емітентів.

Хоча виділені фондові біржі розміщені в різних країнах із відмінними моделями корпоративного управління, усе ж саме вони відіграють визначальну роль у перерозподілі капіталів не тільки в межах окремої країни чи регіону (Європи або Північної Америки), а й у масштабах світового фондового ринку. Про це, зокрема, свідчить динаміка показника капіталізації та її розподіл — з цілком об'єктивних причин капіталізація NYSE значно вища порівняно з Deutsche Börse (рис. 3.17).

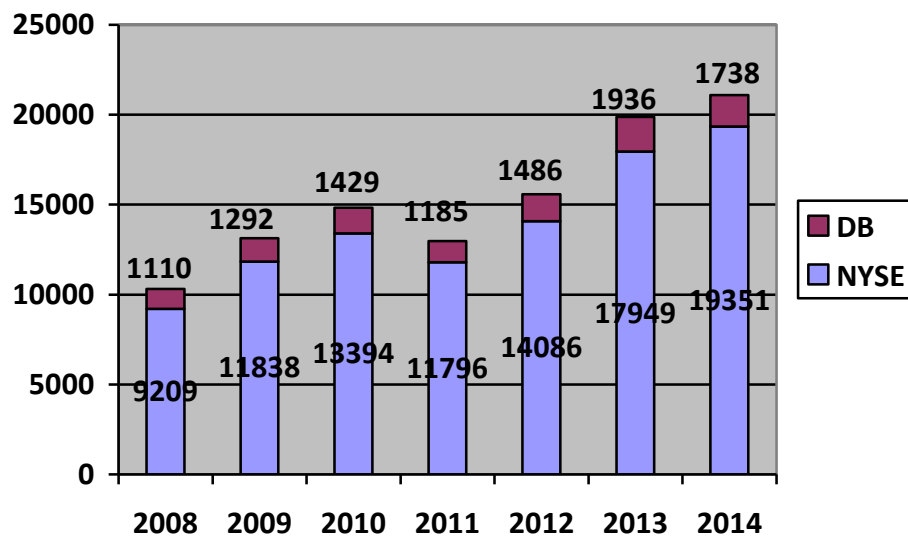


Рис. 3.17. Капіталізація лістингових емітентів на Deutsche Börse та NYSE у 2008–2015 рр., млрд дол.

Джерело: [424].

Разом з тим уже на основі динаміки показника капіталізації можна зробити висновок і про ті загрози, що формуються на рівні фондових бірж для корпорацій та їх фінансів. Насамперед мова йде про слабку ефективність механізмів ціноутворення на фондових ринках, «відірваність» їх від процесів, що відбуваються в реальній економіці. Найбільш яскраво ці процеси видно на прикладі динаміки фондових індексів.

Разом з тим значні коливання рівня капіталізації притаманні як ринкам зі столітньою історією (зокрема, Великої Британії, Німеччини, Франції та Австрії), так і відносно молодим ринкам (Польщі, Ірландії). Тобто вибір фондової біржі корпораціями не дає їм можливості уникнути деструктивного впливу фінансових потрясінь, властивих сучасному етапу економічної глобалізації (рис. 3.18).

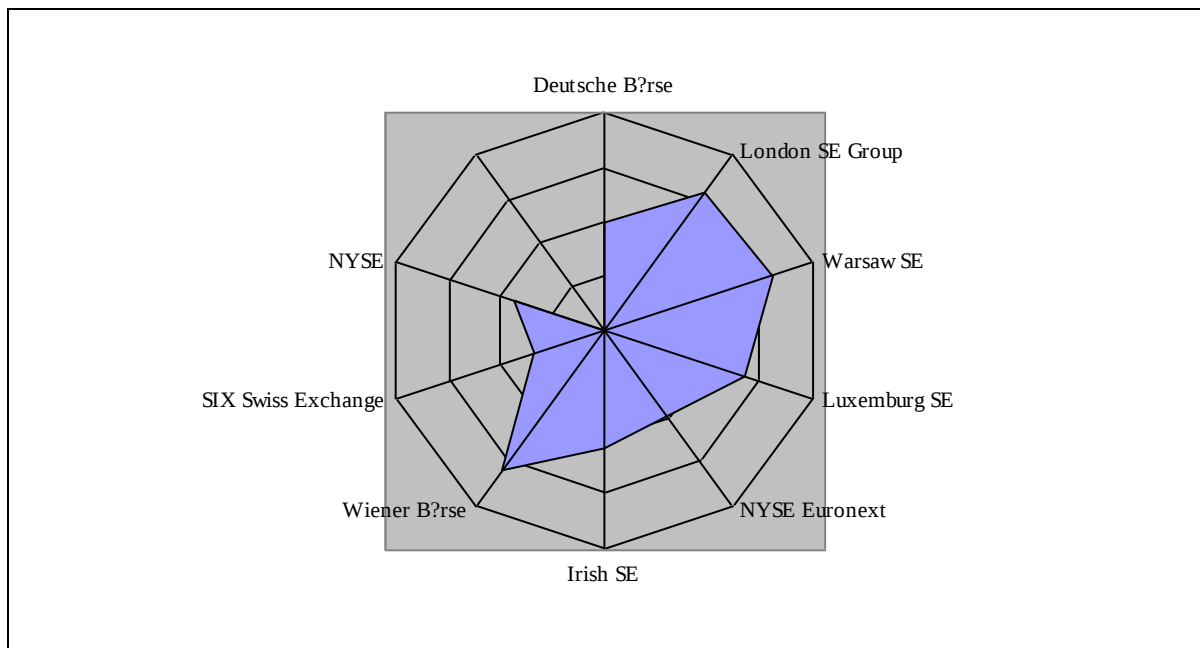


Рис. 3.18. Волатильність показника капіталізації окремих зарубіжних ринків акцій у 2001-2014 рр., %

Джерело: розрахунки автора

Водночас звернемо увагу на те, що на розвинених фондових ринках, як правило, волатильність, а звідси і ризиковість операцій, нижча порівняно з транзитивними фондовими ринками. Насамперед це свідчить про дієвість регуляторного впливу фондових бірж, а також про нижчі обсяги спекулятивного капіталу на них порівняно із загальними їх масштабами.

Зрозуміло, що всі зазначені чинники суттєво відбиваються і на фінансовій діяльності корпорацій, насамперед через ціну акцій як ринкову оцінку пайових фінансових інструментів, емітованих корпорацією. Разом з тим питання про такий зв'язок та його оцінку залишається відкритим. Останні події на фондових

ринках поставили під сумнів ефективність механізмів ціноутворення на сучасних фондових біржах. Тобто ситуація, коли існуюча ринкова ціна не відповідає «справедливій» ціні, цілком імовірна.

Динаміка показника ціни акцій підприємств вибірки за 2008–2014 рр. наведена у табл. 3.16.

Таблиця 3.16

Динаміка біржової ціни акцій корпорацій репрезентативної вибірки 2008-2014 рр., дол. США

Корпорація	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	64,05	50,4	66,12	65,39	50,65	62,11	68,75
Ford	2,46	10	16,79	10,76	12,95	15,51	15,36
Toyota	66,37	84,16	78,63	66,13	97,34	120,51	125,67
Volkswagen	349,2	110,7	138,87	149,79	227,85	270,7	219,4
BP	44,45	56,18	44,17	42,74	41,17	47,87	38,12
Exxon	79,83	68,19	73,12	84,76	88,96	99,51	92,83
Petrobras	22,3	35,47	33,12	28,71	17,44	4,91	2,91
PetroChina	95,66	118,96	131,49	124,31	146,65	106,66	110,4
Shell	52,94	60,11	66,78	73,09	68,95	71,27	66,95
Berkshire	93400	100899	120450	114755	133000	175336	223600
Citigroup	71,4	33,1	54,73	25,11	39,56	53,4	54,26
ICBC	4,3	6,44	5,79	4,61	5,79	5,06	5,77
JP Morgan	31,53	41,67	42,42	33,25	43,97	58,48	62,58
Wells Fargo	30	26,99	30,99	27,56	34,94	54,34	54,7

Джерело: складено автором на основі фінансової звітності корпорацій

Як свідчать дані таблиці, динаміка ціни акцій у розглядуваному періоді була різноспрямованою. Зокрема, переважають компанії, у яких цей показник

зріс, але при цьому відносний показник зростання був дуже різним. Водночас у вибірці є і корпорації, акції яких суттєво знизилися в ціні, але, знову-таки, рівень такого зниження був дуже різним. У контексті оцінювання тенденцій ринку акцій слід звернути увагу на формування показника курсової дохідності. Для компаній вибірки станом на кінець 2014 р. цей показник був таким (рис. 3.19).

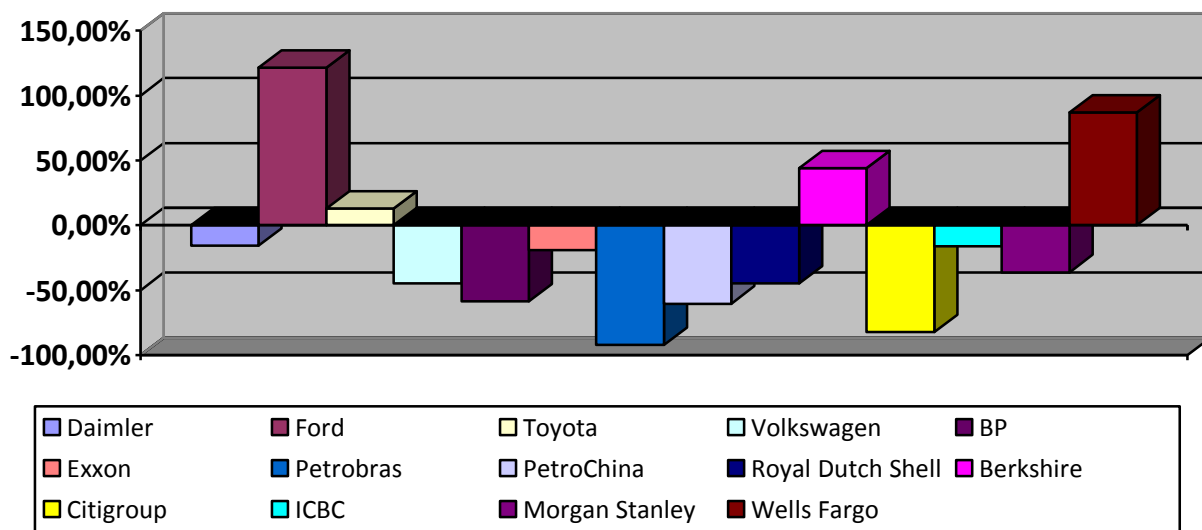


Рис. 3.19. Курсова дохідність акцій корпорації вибірки станом на середину 2014 р., %

Джерело: розраховано автором на основі фінансової звітності корпорацій

Наведені дані щодо курсової дохідності акцій корпорацій вибірки можна порівняти з показниками дохідності індексів відповідних фондових бірж (табл. 3.17). Як видно з даних, десять корпорацій продемонстрували дохідність нижчу від дохідності ринку, інші чотири — вищу. При цьому встановити чітких галузевих залежностей не можна. В той же час, фондові ринки є настільки волатильними, що досліджувані показники можуть суттєво змінити протягом одного дня.

**Співвідношення курсової доходності акцій вибірки та доходності
відповідних індексів фондових бірж**

Корпорація	Позиція акції
Daimler	Гірше ринку
Ford	Краще ринку
Toyota	Гірше ринку
Volkswagen	Гірше ринку
BP	Гірше ринку
Exxon	Гірше ринку
Petrobras	Гірше ринку
PetroChina	Краще ринку
Shell	Краще ринку
Berkshire	Гірше ринку
Citigroup	Гірше ринку
ICBC	Гірше ринку
JP Morgan	Гірше ринку
Wells Fargo	Краще ринку

Джерело: розраховано автором за даними корпорацій та фондових бірж

Загалом слід підкреслити, що сучасний біржовий ринок цінних паперів формує для корпорацій значні можливості, разом з тим завдяки певним особливостям його функціонування виникають і не менш суттєві загрози. Можливості пов'язані насамперед з тим, що, перерозподіляючи значні капітали, фондові біржі виконують важливі функції.

З погляду впливу на корпоративні фінанси можна виділити такі функції фондових бірж:

- організація та проведення торгів корпоративними цінними паперами, у тому числі тих, які опосередковують споживання й надання фінансових послуг;
- ціноутворення на фінансові інструменти, що прямо впливає на вартісні характеристики самих корпорацій і ціни інших фінансових активів, які перебувають в обігу;

- виконання угод і забезпечення посттрейдингового обслуговування. Через цю функцію реалізується принцип гарантування проведення угоди з цінними паперами;

- забезпечення учасників торгів й інших суб'єктів ринку інформацією про вартість цінних паперів і фінансових активів. Індикація поточного стану й прогнозне оцінювання розвитку тенденцій на фінансовому ринку та в економіці взагалі;

- відбір фінансових інструментів через процедуру лістингу й делістингу на організованому ринку, які забезпечують відбір емітентів та їх цінних паперів.

Зауважимо, що ряд функцій фондової біржі, особливо стосовно ціноутворення на сучасному етапі, переглядаються насамперед у зв'язку з різноманітними фінансовими та технологічними інноваціями.

3.4. Управління структурою капіталу та дивідендна політика корпорацій в умовах інформаційної асиметрії

Фінансова наука має вагомий теоретичний базис щодо обґрунтування прагматичних рішень у сфері корпоративного фінансування. Разом з тим мусимо визнати, що досі управління структурою капіталу залишається одним із найскладніших питань корпоративних фінансів.

Кожна з частин капіталу має свої особливості, які зазвичай змінюються під впливом як особливостей фінансово-господарської діяльності корпорації, так і зовнішніх чинників. Зовнішні чинники пов'язані передусім з особливостями взаємодії з учасниками фінансового ринку в процесі управління структурою капіталу корпорації.

Насамперед звернемо увагу на те, що питання управління структурою капіталу корпорації прямо пов'язане з проблематикою класифікації капіталу. У

фаховій літературі наводиться значна кількість класифікаційних ознак, але, на наш погляд, найбільш детально це питання досліджене вітчизняним ученим І. Бланком, який виділяє одинадцять таких ознак [55]. Серед них і класифікація за належністю підприємству (в нашому випадку — корпорації), яка передбачає виділення: власного капіталу (синонімом цього поняття є акціонерний капітал); позикового капіталу (як синонім часто використовують поняття «борговий капітал»).

Кожна зі складових капіталу корпорації має свої особливості — як позитивні, так і негативні, які можна подати так (табл. 3.18).

Таблиця 3.18

Особливості акціонерного та боргового капіталу корпорації

Вид капіталу	Позитивні особливості	Негативні особливості
Акціонерний капітал	• забезпечення фінансової стійкості корпорації; • зниження рівня фінансових ризиків	• вища вартість порівняно з борговим капіталом; • відсутність можливості використання ефекту фінансового левериджу; • випуск пайових фінансових інструментів створює передумови для ворожого поглинання
Борговий капітал	• нижча вартість порівняно з власним капіталом; • нижча ймовірність ворожого поглинання компанії; • можливість використання фінансового левериджу	• виникнення специфічних фінансових ризиків та зниження фінансової стійкості; • необхідність концентрації значних сум для погашення основної суми боргу; • зростання ймовірності виникнення додаткових умов з боку кредиторів

Джерело: систематизовано автором

Утім слід визнати, що окремі з наведених позитивних і негативних характеристик як акціонерного, так і боргового капіталу є доволі умовними і напрям їх прояву в окремих випадках може бути змінений [70].

Дискусійним є питання і щодо визначення змісту дефініції «структура капіталу корпорації». Так, зарубіжні автори насамперед акцентують увагу на співвідношенні різних видів цінних паперів, за допомогою яких формується капітал: «Структура капіталу — комплекс (або структура) постійного довгострокового фінансування фірми, представлений облігаціями, привілейованими акціями та звичайними акціями компанії» [61, с. 621]. Інші західні науковці — Ченг Ф. Лі та Дж. Фіннерті взагалі визначають структуру капіталу так: «Набір цінних паперів називають структурою капіталу» [273, с. 227].

Дещо інші підходи домінують у вітчизняній фаховій літературі. Зокрема, В. Суторміна вважає, що співвідношення складових капіталу корпорації являє собою його структуру [234].

Отже, можна формалізувати капітал і його структуру:

$$H = S + D,$$

де V — вартість капіталу;

S — акціонерний капітал;

D — борг корпорації, її зобов'язання.

За визначенням російського науковця Т. Теплової, «під структурою капіталу розуміється співвідношення тільки довгострокових джерел фінансування, тобто співвідношення між власним і позиковим капіталом... Під структурою фінансових джерел розуміється співвідношення між різними короткостроковими і довгостроковими джерелами» [242, с. 209].

Надалі ми виходитимемо з того, що структура капіталу корпорації являє собою співвідношення всіх можливих форм залучення її акціонерного та боргового капіталу, яке можна відобразити в класичному балансовому рівнянні:

$$\text{Активи корпорації} = \text{Зобов'язання} + \text{Власний капітал.}$$

На наш погляд, жодна з існуючих теоретичних концепцій в питанні структури капіталу корпорації не дає можливості повною мірою розкрити складність прагматичних рішень у цій царині, що яскраво виявляється і на рівні вибірки досліджуваних нами світових ТНК. Насамперед розглянемо показники, що характеризують акціонерний і борговий капітал корпорацій, вибраних нами для дослідження (табл. 3.19 та табл. 3.20).

Таблиця 3.19

Динаміка акціонерного капіталу корпорацій вибірки у 2008–2014 рр., млн дол.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	45708	45764	49771	53494	60237	59619	54316
Ford	–17311	–7782	–642	15071	15989	26145	24832
Toyota	118470	102425	117481	131329	134645	120540	138966
Volkswagen	52223	53820	63880	81986	108303	123791	109877
BP	92109	102113	95891	112482	119620	130407	112642
Exxon	112965	115392	156279	160744	171660	180495	181064
Petrobras	61909	95603	185949	177110	169039	149123	116978
PetroChina	121648	133038	152929	171586	189628	194808	210844
Shell	128866	138135	149780	171003	189927	181148	172786
Berkshire	109267	135785	162934	168961	191588	224485	243027
Citigroup	141630	152700	163438	179573	190997	206000	212000
ICBC	87012	99381	124998	151814	181230	196116	245968
JP Morgan	166884	165365	176106	183573	204069	211178	232065
Wells Fargo	99084	114359	127889	141687	158911	171008	185262

Джерело: розраховано автором на основі фінансової звітності корпорацій

Як зазначалося вище, основне джерело зростання акціонерного капіталу – тезаврація прибутку, оскільки жодна з корпорацій вибірки не здійснила вторинного випуску акцій протягом дуже тривалого періоду. Така орієнтація є цілком природною для корпорацій з розвинених країн – випуск акцій розглядається вкрай рідко в якості джерела зовнішнього фінансування.

Зазначимо, що найбільшою мірою за досліджуваний період зріс акціонерний капітал у компаній нафтогазового сектору. На наш погляд, це пояснюється активним реінвестуванням отриманого прибутку, адже для цього сектору середнє значення відношення нерозподіленого прибутку до акціонерного капіталу є найвищим. Нижчими є темпи зростання нерозподіленого прибутку для підприємств автомобільної промисловості та фінансового сектору, різниця між значеннями яких не перевищує кількох процентних пунктів.

Більш симптоматичними є показники формування зобов'язань корпорацій вибірки (табл. 3.20)

Таблиця 3.20

Динаміка обсягу зобов'язань корпорацій вибірки у 2008–2014 рр., млн дол.

Корпорація	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	138974	139597	128355	138203	155480	152476	199430
Ford	234444	199822	165329	163277	174243	176034	183695
Toyota	198944	187940	208715	227288	238283	225346	251810
Volkswagen	182325	200946	197603	246417	301541	282829	268638
BP	136129	133855	176371	112482	119620	175283	171663
Exxon	115087	117931	149831	92803	97996	166313	168429
Petrobras	63127	103839	124245	142804	162606	172300	181709
PetroChina	49994	79489	97858	132353	158696	164471	174030
Shell	153535	154046	172780	174254	170938	176374	180330
Berkshire	153820	161334	209295	223686	235864	260446	283159
Citigroup	1794000	1702000	1748113	1694000	1674000	167400	1631000
ICBC	1313099	1627046	1913236	2301268	2636049	2705866	3046823
JP Morgan	2008168	1866624	1941499	2082219	2155072	2204511	2341061
Wells Fargo	1210555	1129287	1130239	1172180	1264057	1352494	1501893

Джерело: розраховано автором на основі фінансової звітності корпорацій

Наведені дають можливість зробити кілька важливих висновків щодо особливостей використання боргового капіталу корпораціями на сучасному етапі:

- насамперед привертають увагу колосальні обсяги накопичених у корпоративному секторі боргів - підкреслимо, що такі тенденції відбувалися на тлі кризових явищ у глобальній економіці у 2008–2009 рр., причинами яких були, зокрема, невиправдані накопичення боргів урядами та приватними корпораціями;

- своєрідною була і реакція корпоративного сектору стосовно питання боргового фінансування на описані кризові явища у світовій економіці (рис. 3.20).

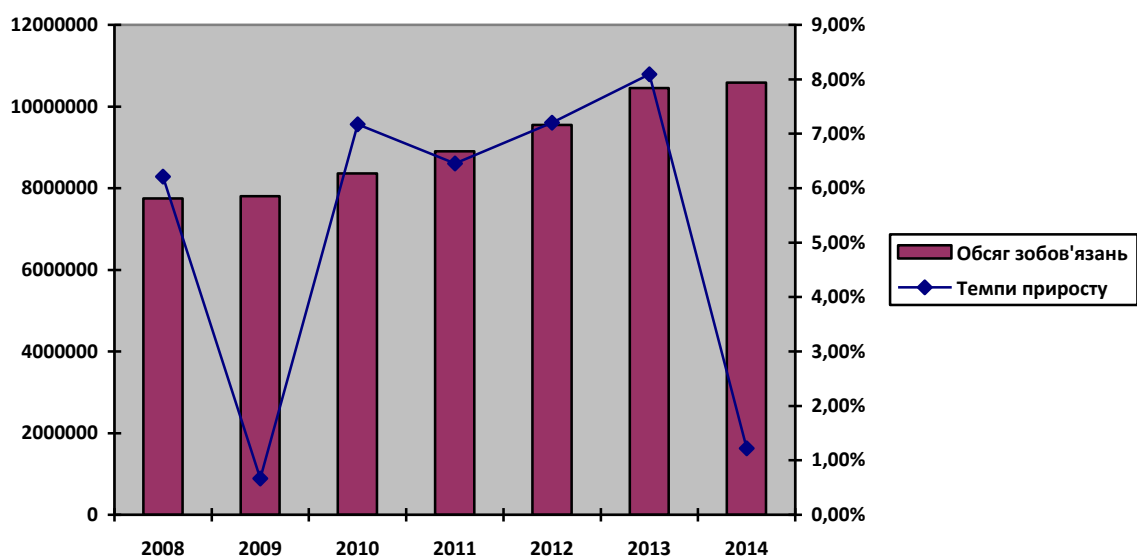


Рис. 3.20. Тенденції зміни обсягів зобов'язань корпорацій вибірки у 2008-2014 рр., млн. дол. США, %

Джерело: розраховано автором

Як видно з рисунка, навіть у періоди глобальної економічної кризи провідні корпорації продовжували накопичувати борги у власній структурі капіталу. Зокрема, у 2008 р. темпи приросту зобов'язань становили близько 6 %, у 2009 р., зважаючи на об'єктивне погіршення кон'юнктури світового боргового ринку, зобов'язання зросли, але менш ніж на 1 %, надалі щорічні темпи приросту зобов'язань становили 6–7 %. Зрозуміло, що перебіг глобальної кризи у 2008–2009 рр. значно погіршив умови запозичень на ринках боргового

капіталу для корпорацій, проте навіть це не зупинило менеджерів провідних ТНК в бажанні використовувати борговий капітал.

Як зазначається в більшості праць, присвячених останній глобальній економічній кризі, уряди окремих країн не змогли ефективно управляти державним боргом, оскільки часто ставали заручником політичної ситуації, яка не давала можливості значно скоротити соціальні витрати для зниження боргового навантаження на бюджет. У свою чергу, фінансові установи використовували запозичення для фінансування своїх активних операцій, у тому числі для кредитування або для вкладень у цінні папери [].

Зауважимо, що найбільша частка довгострокових зобов'язань у структурі боргового фінансування характерна для компаній нафтогазового сектору, найменша — фінансових інституцій (рис. 3.21).

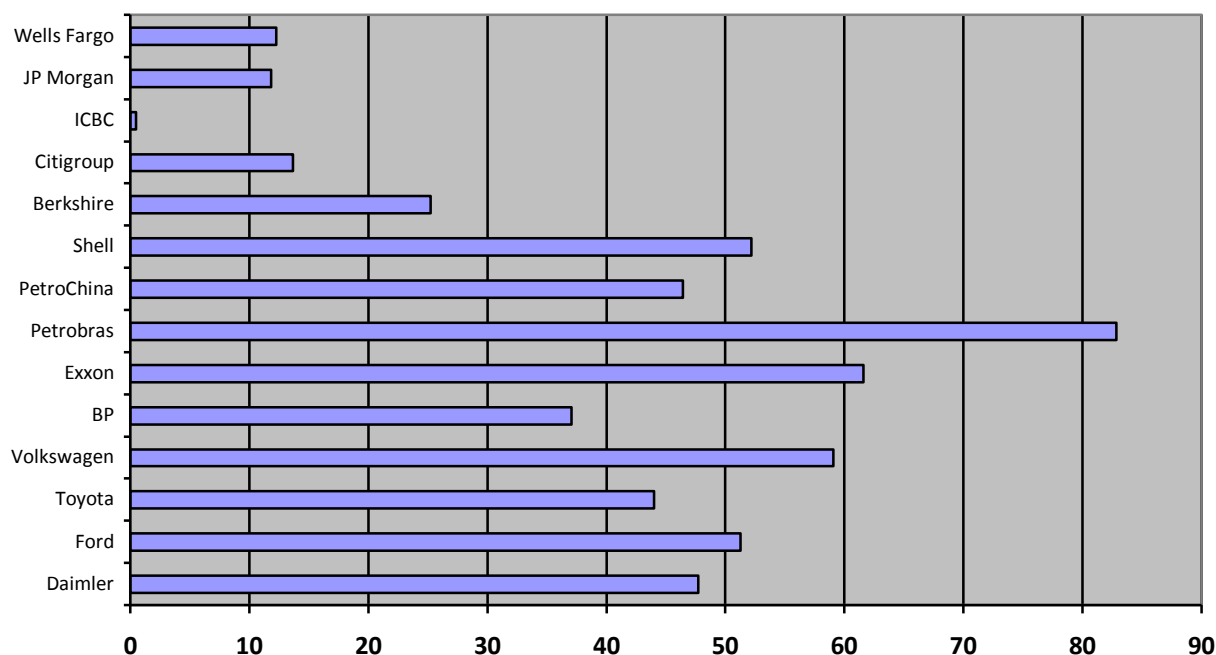


Рис. 3.21. Довгострокові зобов'язання в структурі зобов'язань корпорацій вибірки, станом на кінець 2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

Накопичення короткострокового боргу надзвичайно ускладнює управління структурою капіталу на рівні корпорації, до того ж воно, як

правило, призводить до зростання вартості боргового фінансування через підвищення ризиків, пов'язаних із необхідністю забезпечення достатньо високого рівня ліквідності активів фінансових корпорацій. Описані тенденції щодо структури боргового капіталу сучасних корпорацій відображають також і проблеми, пов'язані з доступом до довгострокових джерел боргового капіталу в умовах волатильності фондових ринків.

У контексті оцінювання можливостей управління борговим фінансуванням становить інтерес питання щодо частки сек'юритизованого боргу у структурі боргового фінансування корпорацій. Саме борг, запозичений через емісію облігацій та інших боргових цінних паперів, створює передумови для використання різноманітних методів управління, орієнтованих на оптимізацію його структури, вартості, інших кількісних характеристик.

Активне застосування корпораціями різних методів управління власними зобов'язаннями підтверджується практикою. Так, корпорація Shell у 2013 р. випустила довгострокові облігації на суму 4,25 млрд дол., але частина вже раніше випущених облігацій попередньо була викуплена. Застосування такого методу рефінансування мало надзвичайно позитивні наслідки завдяки зниженню ринкових ставок і створило передумови для зменшення вартості обслуговування боргу.

У свою чергу, компанія Volkswagen протягом 2012–2013 рр. рефінансувала свої зобов'язання на суму близько 25 млрд. євро, що також дало можливість суттєво покращити вартісні параметри боргового капіталу цієї корпорації.

У найбільш концентрованому вигляді політика сучасних корпорацій щодо управління структурою капіталу відображається в динаміці окремих коефіцієнтів, зокрема коефіцієнта боргу, який характеризує відношення зобов'язань корпорації до її активів. Розрахункове значення цього коефіцієнта для підприємств вибірки у 2008–2014 рр. має такий вигляд (табл. 3.21).

**Динаміка коефіцієнту «Зобов'язання/Активи» корпорацій вибірки у
2008-2014 рр.**

Корпорація	Роки						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	0,7525	0,753637	0,720581	0,720945	0,720759	0,658089	0,863214
Ford	0,9145	0,8945	0,9145	0,915497	0,914402	0,870684	0,880917
Toyota	0,614085	0,635239	0,639845	0,633808	0,638952	0,640031	0,632723
Volkswagen	0,777343	0,788754	0,755698	0,750352	0,735746	0,634252	0,627839
BP	0,596434	0,567259	0,647799	0,383809	0,398477	0,573401	0,603799
Exxon	0,504652	0,505441	0,495293	0,280328	0,293581	0,479554	0,481924
Petrobras	0,502224	0,520648	0,40054	0,446382	0,490301	0,536054	0,608359
PetroChina	0,291243	0,374124	0,390198	0,435464	0,4556	0,457781	0,452173
Shell	0,543677	0,527228	0,535652	0,504708	0,4744	0,493337	0,510682
Berkshire	0,575245	0,709794	0,898644	0,569687	0,551791	0,537677	0,538135
Citigroup	0,925697	0,916532	0,91333	0,903949	0,897587	0,088901	0,88497
ICBC	0,884411	0,891838	0,892184	0,870981	0,872841	0,93242	0,923954
JP Morgan	0,923274	0,918619	0,916837	0,918981	0,913499	0,912581	0,909812
Wells Fargo	0,924343	0,90806	0,89835	0,892092	0,888324	0,887753	0,890193

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

З даних табл. 3.21 можна зробити такі висновки щодо рівня боргового навантаження в корпоративному секторі на сучасному етапі:

- по-перше, підтверджується теза про надзвичайно високий рівень використання боргового фінансування корпораціями, що, зокрема, характеризується середніми даними по компаніях вибірки;
- по-друге, існує суттєва галузева різниця в борговому навантаженні – найвищий його рівень характерний для фінансового сектору

автомобілебудування; найнижчий — для нафтових компаній. Як уже зазначалося, така ситуація цілком характерна і для глобального корпоративного сектору взагалі, і саме вона формує цілий ряд загроз для подальшого функціонування, насамперед для потужних фінансових інституцій;

- по-третє, привертають увагу різноспрямовані тенденції у використанні боргового капіталу: більшість компаній намагаються знизити власну боргову залежність, тоді як решта — активно накопичує борги.

Загалом, аналізуючи політику у сфері структури капіталу сучасних корпорацій, можна виділити кілька важливих тенденцій у цій сфері корпоративного фінансового менеджменту:

1. Спостерігається надзвичайно високий рівень боргового фінансування в корпоративному секторі. Орієнтуючись переважно на використання внутрішніх джерел фінансування (насамперед нерозподілений прибуток), у залученні капіталу із зовнішніх джерел корпорації віддають перевагу банківським та облігаційним позикам, а не фінансуванню за рахунок акцій. Така політика в цілому зрозуміла і пояснюється встановленою ієрархією джерел, разом з тим вона формує і значні ризики як з погляду світової економіки взагалі, так і з позиції окремих корпорацій.

2. Активними позичальниками на сучасному етапі є насамперед фінансові установи. Мають місце диспропорції та неприродний перекид на користь фінансових корпорацій і державного сектору, сукупна частка яких у періоди кризи коливалася в межах 88–90 %. Тобто більшість ресурсів, залучених на ринках облігацій, використовувалися для збільшення державних витрат, як відомо, не завжди й не скрізь ефективних, та для обслуговування потреб у капіталі фінансових інституцій, які за рахунок запозичень фінансували активні операції (кредити та інвестиції в цінні папери).

3. Високими темпами продовжує зростати частка короткострокових зобов'язань, що створює додатковий тиск на поточну фінансову діяльність корпорацій та призводить до подорожчання обслуговування боргового

фінансування. Разом з тим стабільною є частка сек'юритизованого боргу, стосовно якого компанії активно використовують різноманітні методи управління.

4. Протягом 2008–2014 рр. корпорації намагалися підтримувати приблизно однаковий рівень боргового навантаження. Лише кілька компаній суттєво змінили співвідношення між боргом і своїми активами. Ця тенденція показує, що в менеджменті корпорацій є певний орієнтовний показник співвідношення між боргом та акціонерним капіталом, якого вони і намагаються дотримуватися в короткостроковому та середньостроковому горизонтах планування.

На сучасному етапі розвитку корпоративного сектору загальна кількість корпорацій, що виплачують дивіденди, як свідчать дані Світової федерації бірж, є незначною (рис. 3.22).

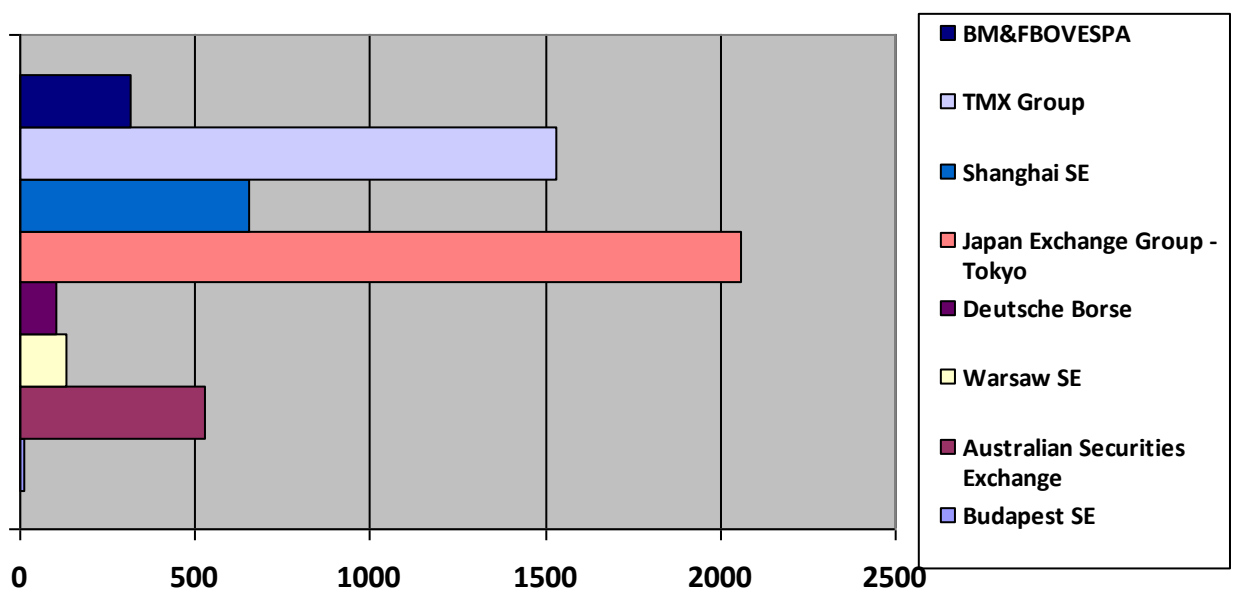


Рис. 3.22. Кількість лістингових емітентів, що виплачували дивіденди, од.

Джерело: складено автором за даними WFE [424]

Недостатня визначеність у теоретичних концепціях дивідендної політики обумовлює й суттєві особливості прагматичних рішень у цій сфері. Сучасні корпорації в управлінні дивідендною політикою враховують значну кількість чинників, пов'язаних як із власним фінансовим станом, так і з тенденціями

зовнішнього фінансового середовища. Описані в науковій літературі моделі дивідендної політики визначають лише загальні підходи до розподілу прибутку, тоді як конкретні рішення можуть і повинні відрізнятися від них.

Разом з тим розглядати ці процеси виключно на підставі поширення різних моделей корпоративного управління не варто. Їх причини лежать значно глибше. Адже процеси фінансової глобалізації привели до того, що на провідних біржах обертаються акції іноземних емітентів, відповідно виникає певний «симбіоз» між усталеною моделлю корпоративного управління, де функціонує емітент, і практикою виплати, характерною для конкретного організованого ринку.

Дивідендна дохідність на фондових біржах світу коливається в межах 1–3 % і вкрай рідко перевищує це значення, причому спостерігається висока волатильність зазначеного показника. Це дає підстави зробити кілька важливих висновків:

- ✓ по-перше, під час формування своєї дивідендної політики корпорації враховують поточний стан фондового ринку й макроекономічні тенденції. Це визначає динамічність дивідендної політики та зміну абсолютного значення виплачуваних дивідендів навіть у короткостроковому періоді;

- ✓ по-друге, дивіденди, як правило, не відіграють значної ролі у формуванні доходів акціонерів, поступаючись курсовому приросту.

Особливою сферою дивідендної політики є розподіл чистого прибутку транснаціональними корпораціями. Це питання треба розглядати з кількох точок зору:

- з погляду корпоративних фінансів воно стосується взаємовідносин материнської компанії з філіями, можливостей оптимізації податкових платежів з урахуванням різниці в підходах до оподаткування корпоративного прибутку в різних країнах;

- з погляду фінансових відносин макрорівня це питання пов'язане з обігом капіталу в глобальному середовищі, валютним регулюванням, інвестиційною привабливістю окремих країн та регіонів.

Загалом цілком можливий варіант, коли материнські компанії моделюють для своїх філій дивіденду політику. Як зазначають фахівці, велика кількість корпорацій вимагають, щоб філії встановлювали коефіцієнт дивідендних виплат на рівні материнських компаній, інші визначають дивідендні виплати у відсотковому відношенні до всіх доходів. Наприклад, у тому разі, якщо материнська корпорація встановлює норму дивідендних виплат у розмірі 40 %, то іноземні операції повинні приносити 40 % прибутку для досягнення поставленої мети.

Основна мета регулювання дивідендної політики філій з боку материнської компанії — їх участь у формуванні потоків дивідендів. Важливу роль при цьому відіграють податки. Загалом можна виділити два базові підходи до оподаткування доходів ТНК, які впливають на їх дивідендну політику:

1. Перший — територіальний — підхід, полягає в тому, що обкладаються податками прибутки, отримані національними та іноземними компаніями на території конкретної країни. По суті, це означає, що повністю виключається з бази оподаткування дохід, отриманий за рахунок діяльності іноземних філій. Більше того, країни, що використовують цей принцип, дозволяють корпораціям не віднімати з прибутку, що оподатковується, витрати, здійснені за кордоном.

2. Другий — резидентський — підхід полягає в тому, що обкладаються всі прибутки корпорації, отримані як від діяльності в країні реєстрації, так і від діяльності філій в інших країнах. Основний недолік такого підходу — можливість виникнення подвійного оподаткування.

Як правило, країни укладають між собою двосторонні угоди з метою уникнення подвійного оподаткування, що є проявом податкових пільг. Проте застосування таких пільг обмежене національною податковою ставкою.

Наведені нижче дані показують можливості використання іноземного податкового кредиту корпораціями (табл. 3.22).

Таблиця 3.22

Методи оподаткування дивідендів іноземного походження в країнах ОЕСР

Метод оподаткування	Країни		Відсоток звільнення дивідендів
Територіальні податкові системи	Країни ОЕСР з територіальними податковими системами		
Сума дивідендів, звільнених від оподаткування в межах територіальних податкових систем	Австралія, Австрія, Канада, Чеська Республіка, Данія, Естонія, Угорщина, Ісландія, Люксембург, Нідерланди, Нова Зеландія, Португалія, Словачька Республіка, Швеція, Туреччина, Велика Британія		100
	Норвегія		97
	Бельгія, Франція, Німеччина, Італія, Японія, Словенія, Швейцарія		95
Системи міжнародного оподаткування	Країни ОЕСР із міжнародним оподаткуванням доходів		
Міжнародна система оподаткування доходів із відстроченням сплати податків та іноземним податковим кредитом	Країна	Ставка податку в 2010 р.	
	Чилі	17,0	0
	Греція	24,0	0
	Ірландія	12,5	0
	Ізраїль	25,0	0
	Корея	24,2	0
	Мексика	30,0	0
	Польща	19,0	0
	США	39,2	0

Джерело: [396].

Таким чином, із восьми країн ОЕСР, які беруть участь у міжнародному оподаткуванні доходів, у США застосовується найвища комбінована ставка — 39,2 %.

Дані про оподаткування дивідендів іноземного походження ще раз підкреслюють складність та неоднозначність питання дивідендної політики як з погляду суб'єктів корпоративного управління, так і з позиції державного регулювання процесів розподілу прибутку в корпораціях. З одного боку, держава повинна максимально стимулювати приплив інвестицій у корпоративний сектор, у тому числі і за допомогою виваженої податкової політики, з другого — будь-які пом'якшення можуть не дати бажаного результату через різні очікування акціонерів і навіть призвести до скорочення інвестиційної активності корпорацій через зростання дивідендних виплат.

Загалом для прийняття рішення щодо дивідендної політики важливим є дослідження процесів, пов'язаних із використанням прибутку як джерела фінансування. Обсяг нерозподіленого прибутку в досліджуваному періоді для корпорацій вибірки має такий вигляд (табл. 3.23).

Таблиця 3.23

**Тенденції в обсягах нерозподіленого прибутку (непокритого збитку)
підприємств вибірки у 2008–2014 рр., млн дол.**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	27040	23240	26953	31353	37030	37985	34705
Ford	-16145	-13599	-7038	12985	18077	23386	24556
Toyota	123850	117394	124340	142341	144994	125909	129246
Volkswagen	39998	41556	46503	74228	102598	99461	86739
BP	72140	96564	108794	112285	118557	125806	115841
Exxon	265680	276937	298899	330939	365727	387432	408384
Petrobras	41486	52049	60905	60224	67320	73795	66423
PetroChina	53639	61390	74813	87428	96148	102670	113168
Shell	125447	127633	140179	162987	180218	183474	186981
Berkshire	78172	86227	99194	109448	124272	143748	163620
Citigroup	86521	77440	79559	90520	97809	111168	118201
ICBC	10465	17938	30580	49663	59830	128677	163629
JP Morgan	54013	62481	73998	88315	104223	115756	130315
Wells Fargo	36543	41563	51918	64385	77679	92361	107040

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

За даними табл. 3.23 можна виявити загальні тенденції у розмірах нерозподіленого прибутку для досліджуваних корпорацій. Насамперед привертає увагу те, що порівняно з 2008 р., у кінці 2014 р. нерозподілений прибуток зріс у всіх без винятку компаніях, при цьому в деяких — доволі істотно. Існуючі тенденції у формуванні та використанні чистого прибутку провідними корпораціями є суттєвим чинником, що визначає і їх дивідендну політику (табл. 3.24).

Таблиця 3.24

Кошти спрямовані на виплату дивідендів корпораціями репрезентативної вибірки у 2008–2014 рр., млн дол.

Корпорація	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Daimler	10	0	121	2550	3105	3229	2932
Ford	0	0	0	0	573	1574	1952
Toyota	4300	4479	2071	1697	1908	1885	3803
Volkswagen	1008	1256	1046	1638	2214	2542	2390
BP	10342	10483	2627	4072	5294	5441	5850
Exxon	8058	8023	8498	9020	10092	10875	11568
Petrobras	4343	7627	5398	6422	3272	2656	3918
PetroChina	7389	7338	8054	10033	9321	8202	9516
Shell	9841	10717	9979	7315	7682	7198	9444
Berkshire	0	0	0	0	0	0	0
Citigroup	7526	3237	0	107	143	314	633
ICBC	6374	8074	8596	10178	11388	12818	14713
JP Morgan	5911	3422	1486	3895	5194	6056	6990
Wells Fargo	4312	2178	737	844	892	1017	1235

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності корпорацій.

На підставі даних табл. 3.24 можна зробити такі висновки щодо особливостей дивідендної політики корпорацій вибірки на сучасному етапі розвитку. Формування дивідендної політики відбувається з урахуванням поточного стану фондового ринку та широкого спектра макроекономічних тенденцій. При цьому основним її принципом залишається прогнозованість:

компанії або виплачують стабільні дивіденди, або відмовляються від виплат взагалі. Як наслідок, дивіденди не відіграють вагомої ролі у формуванні доходів акціонерів, суттєво поступаючись курсовому приросту.

Разом з тим корпорації зазвичай не відмовляються від виплат взагалі, проте, зважаючи на необхідність фінансування інвестиційних проектів, суттєво скорочують їх. Саме в цьому полягає, на наш погляд, вплив фондових ринків на дивідендну політику сучасних корпорацій — менеджери враховують можливу негативну реакцію ринку на відмову від виплати дивідендів, насамперед якщо вони мають «розпорошену» структуру акціонерної власності.

Виходячи з цього можна припустити, що на дивідендну політику впливає і місце реєстрації головного офісу ТНК, а також практика ринку, на якому розміщені акції.

Такі результати, на наш погляд, свідчать, що сучасні корпорації у своїй дивідендній політиці намагаються враховувати положення фінансової науки, зокрема щодо забезпечення прогнозованості дивідендних виплат — або через повну відмову від розподілу чистого прибутку на користь акціонерів, або через стабілізацію дивідендів.

Загалом дивідендна політика окремих із представлених корпорацій надзвичайно близька за своїми принципами до тих, що були описані в моделі Дж. Лінтнера [372], насамперед стосовно того, що у менеджерів існує орієнтир у вигляді коефіцієнта дивідендного виходу, який вони намагаються враховувати під час розподілу прибутку.

Становить інтерес також питання про взаємозв'язок між динамікою ринкової ціни акцій та дивідендами. Його тенденції можна описати за допомогою показника TRS. Для обраних компаній значення цього показника за 2008–2015 рр. (агрегований показник) таке (рис. 3.23).

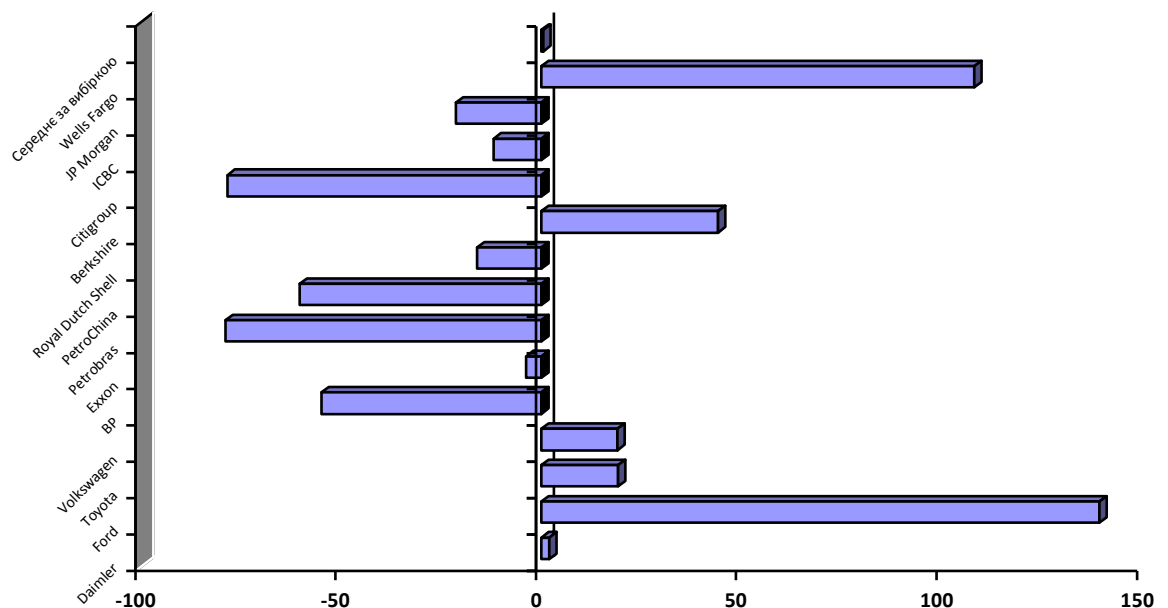


Рис. 3.23. Значення показника TSR досліджуваних корпорацій за 2008–2015 рр., %, середнє за період

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності корпорацій

Оцінюючи дивідендну політику сучасних корпорацій за допомогою показника TSR, на наш погляд, слід насамперед звернути увагу на такі тенденції:

- по-перше, загалом для частини компаній (6 із 14) характерним є додатне значення цього показника, що за інших рівних умов дає підстави говорити про ефективність інвестицій з позиції акціонерів у їх акції протягом 2008–2015 рр. Водночас не слід забувати, що ці компанії є лідерами своїх галузей, відповідно від’ємний рівень дохідності для власників акцій 8 корпорацій є достатньою мірою тривожним фактом;
- виклики зовнішнього фінансового середовища, галузеві особливості, інші фактори деструктивно впливають на здатність провідних

корпорацій генерувати доходи в інформаційній економіці, але завдяки раціональній стратегії їм вдається стабілізувати фінансовий стан.

Висновки до розділу 3

Управлінські рішення у сфері корпоративного фінансування є доволі суперечливими. Кожна зі складових капіталу характеризується певними параметрами, що можуть позитивно або негативно впливати на корпоративні фінанси. Разом з тим їх дія не є сталою і може змінюватися під впливом чинників зовнішнього фінансового середовища.

У процесі свого розвитку в теорії структури капіталу корпорацій утворилася значна множина наукових напрямів та шкіл, теоретичні позиції яких та практичні рекомендації є значною мірою протилежними. Сьогодні, незважаючи на наявність вагомих розробок досліджуваної проблеми, слід визнати, що в теоретичній концепції структури капіталу ще надто багато «білих плям», і саме в цьому напрямі має відбуватися розвиток фінансової науки в подальшому. Адже турбулентність зовнішнього фінансового середовища, у якому функціонують сучасні корпорації, ставить під сумнів прагматичну значимість вже існуючих на цей час теорій.

У практичній площині рішення щодо структури фінансування сучасних корпорацій мають значні особливості. Насамперед привертає увагу невинуватене накопичення боргів у корпоративному секторі. Фактично склалася ситуація, коли саме борговий капітал розглядається як домінуюче джерело фінансування корпорації, а не додатковий випуск акцій. У результаті виникає серйозна проблема, наслідки якої виходять за межі корпоративного сектору — відбувається формування «боргової бульбашки» як на рівні фінансового сектору, так і на рівні урядів та нефінансових корпорацій. Як

неодноразово доводив досвід, це призводить до виникнення кризових явищ, а інколи і до банкрутства провідних світових корпорацій.

Потужні промислові корпорації фактично відмовилися від додаткового випуску акцій як джерела фінансування, а збільшення акціонерного капіталу відбувається в процесі тезаврації отриманого чистого прибутку. Така практика властива корпораціям уже протягом кількох десятиліть.

Не менш значимі проблеми криються й у сфері дивідендної політики. Незважаючи на існування теоретичних положень, які допускають ігнорування дивідендної політики через її малу значимість для корпоративного розвитку, на практиці провідні компанії приділяють цьому питанню багато уваги. Не в останню чергу це пов'язано з тим, що дивіденди є надзвичайно важливим сигналом для учасників ринку про стан справ у корпоративних фінансах.

Аналіз практики дивідендних виплат показав, що на сучасному етапі розвитку корпорації намагаються зробити власну дивідендну політику прогнозованою – або стабільно виплачувати дивіденди, або зовсім відмовитися від їх виплат. Водночас усі без винятку корпорації розглядають нерозподілений прибуток як надзвичайно важливе джерело фінансування, максимально використовуючи його для інвестицій.

Такі підходи до структури капіталу та дивідендної політики є надзвичайно важливими для корпорацій з країн із «транзитивними» економіками. По суті, йдеться про те, що дивідендна політика корпорації знаходиться на межі компромісу: між намаганням максимально використовувати прибуток для підтримання інвестиційної активності та спробами підвищити заінтересованість інвесторів у придбанні акцій за рахунок дивідендних виплат.

Основні положення Розділу 2 висвітлені в наступних наукових працях автора [8; 9; 12; 17; 18; 19; 24; 33; 40; 43; 45].

РОЗДІЛ 4

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В УКРАЇНІ

4.1. Генеза корпоративних фінансів в Україні: протиріччя та наслідки

Реформування української економіки торкнулося всіх без винятку засад та принципів здійснення економічної діяльності державою, суб'єктами бізнесу та пересічними громадянами. Після більш ніж 20 років економічних реформ, дуже різних за своїми наслідками, як і в більшості розвинутих країн світу, основою вітчизняної економіки став крупний бізнес. Потужні промислові й фінансові корпорації швидко зайняли домінуюче місце в реальному та фінансовому секторах.

Зазначимо, що існуюча в Україні з офіційна звітність (і на рівні корпорацій, і на рівні держави) суттєво ускладнює об'єктивну оцінку діяльності вітчизняних суб'єктів бізнесу. По-перше, як буде показано нижче, існують певні правові колізії та різночитання щодо використання понять «корпорація» та «акціонерне товариство»; по-друге, доволі часто статистика характеризує діяльність підприємств в залежності насамперед від їх розміру, а не організаційно-правової форми (тому такий підхід не дає можливості чітко виокремити показники саме корпоративного сектору); по-третє, загальновідомими є проблеми з «тіньовим» сектором, що суттєво знижує релевантність фінансової інформації.

В цьому контексті також доцільно звернути увагу на проблеми в розвитку нормативно-правового забезпечення діяльності корпорацій в Україні. Загалом розвиток корпоративного права в Україні характеризується непослідовністю, а законодавство, що регулює фінансові відносини на рівні

корпорації, – численними колізіями. У науковій літературі на цей час використовуються різні підходи до систематизації етапів розвитку корпоративного права в Україні. Проте більшість дослідників визнають, що: по-перше, навіть зараз його існуючий після суттєвих трансформацій варіант потребує значного удосконалення; по-друге, ключові учасники правовідносин у сфері корпоративних фінансів не завжди заінтересовані у становленні ефективної системи їх регулювання [133; 157].

Фінансова та господарська діяльність акціонерних товариств в Україні регулюється прямо чи опосередковано значною кількістю законів та підзаконних актів. На наш погляд, їх формалізовано можна розділити на такі блоки:

- законодавство з питань діяльності акціонерних товариств (Цивільний кодекс України, Господарський кодекс України, Закон України «Про акціонерні товариства», Закон України «Про господарські товариства»);
- законодавство з питань функціонування ринку капіталів, зокрема в частині випуску та обігу корпоративних цінних паперів (Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та ін.);
- законодавство, що регулює процеси приватизації та управління державними корпоративними правами (Закон України про «Державну програму приватизації», Закон України «Про приватизацію майна державних підприємств», Закон України «Про перелік об'єктів права державної власності, що не підлягають приватизації» та ін.);
- законодавство про неплатоспроможність і банкрутство (Господарський кодекс України, Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом»).

Кожен із виділених блоків корпоративного права в Україні характеризується своєрідними особливостями з погляду як історії розвитку, так

і сучасного стану. Втім, для кожного з них характерні і суттєві диспропорції, які потребують змін нормативно-правового поля.

Початок формування правових засад діяльності акціонерних товариств в Україні припадає на 1991 р., коли були прийняті Закони України «Про цінні папери та фондову біржу» та «Про господарські товариства», які регламентували зазначені питання протягом наступних 15 років.

Аналізуючи численні праці щодо корпоративного права, можна визначити, що Закон України «Про господарські товариства» не давав можливості повною мірою забезпечити правову регламентацію господарської діяльності акціонерних товариств [49; 90]. Його основним недоліком була недостатня урегульованість таких сфер:

- підготовка та проведення загальних зборів, насамперед у частині недотримання основоположного виду немайнових прав акціонерів — права на участь в управлінні (в т.ч. — за рахунок обмеження в доступі акціонерів до інформації);
- формування та діяльність органів управління акціонерного товариства — правління та спостережної ради;
- укладання значних угод, зокрема через продаж найбільш привабливих активів АТ іншим економічним агентам, які пов'язані з менеджментом або групою акціонерів;
- реорганізація акціонерного товариства;
- продаж акціонерами своїх акцій (насамперед, закритими акціонерними товариствами), установлення необґрунтованих обмежень для переходу права власності на пайові цінні папери;
- отримання частки прибутку товариства у вигляді дивідендів;
- недоліки системи обліку прав власності на цінні папери — використання послуг суб'єктів інфраструктури ринку капіталів (насамперед реєстраторів) для поглинання підприємств.

На наш погляд, існування зазначених проблем напряду пов'язане з проблемами в інформаційному забезпеченні діяльності акціонерних товариств в Україні на той час (описана ситуація до 2009 року, втім, слід визнати, що навіть на цей час окремі недосконалі компоненти законодавства не реформовані). Формалізовано це можна представити наступним чином (рис. 4.1).

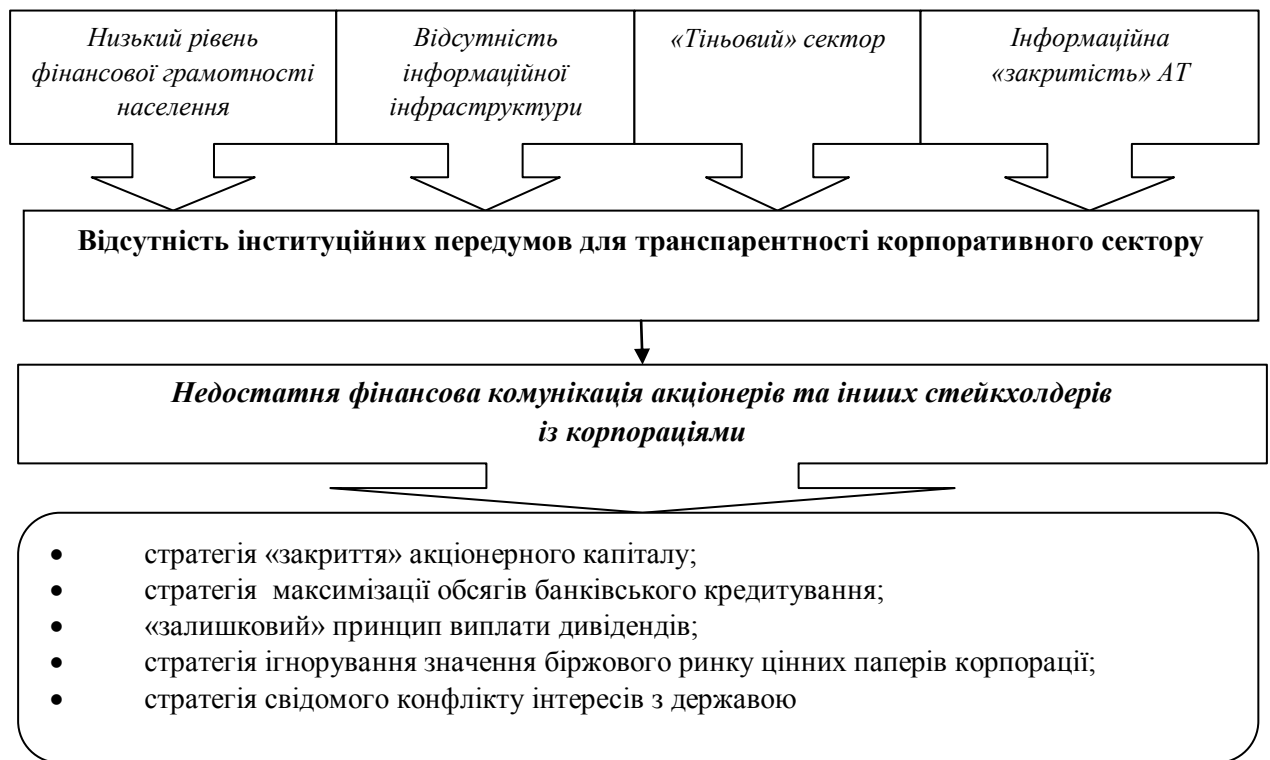


Рис. 4.1 Фінансова комунікація корпоративного сектору України та її вплив на фінансові стратегії корпорацій
Джерело: розроблено автором

Сучасний стан корпоративного права фактично визначився зі вступом у дію Господарського кодексу України, Цивільного кодексу України, Закону України «Про акціонерні товариства». Однак загалом розвиток національного законодавства з питань функціонування акціонерних товариств відбувався фрагментарно, що призводило і призводить до появи численних суперечностей між нормами різних документів. Необхідно зауважити, що саме виділений блок корпоративного права протягом тривалого часу став причиною численних

конфліктів, і відвертого лобізму інтересів у процесі прийняття закону України «Про акціонерні товариства». Набуття чинності цим нормативним актом стало квінтесенцією процесу реформування корпоративного законодавства в нашій державі, а складний та неоднозначний шлях відбиває всі суперечності розвитку, характерні для корпоративного права й донині.

Загалом можна виділити такі чинники, які кумулятивно визначили прийняття цього закону після багаторічних невдалих спроб:

1. В Україні було завершено активний процес приватизації і відбувся перехід до вибіркового продажу найбільш привабливих об'єктів державної власності, відповідно нарізли зміни й у підходах до корпоративного менеджменту.

2. Відбулося формування чітко структурованої акціонерної власності з домінуванням у ролі мажоритарного акціонера найпривабливіших об'єктів фінансово-промислових груп.

3. Сформувався реальні загрози для «ворожого» поглинання багатьох АТ у випадку збереження суперечностей у нормативно-правовій базі.

4. Активізація окремих АТ на зарубіжних фінансових ринках шляхом IPO. Це визначило необхідність застосування високих стандартів корпоративного управління, прийнятих у розвинутих країнах.

Яскравим прикладом таких суперечностей є ситуація щодо визначення понять «акціонерне товариство» та «корпорація». Досі у вітчизняному законодавстві розрізняються поняття «акціонерне товариство» та «корпорація». Так, відповідно до Закону України «Про акціонерні товариства»: «Акціонерне товариство – господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями» [103].

У свою чергу, Господарський кодекс України визначає корпорацію як договірне об'єднання, створене на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, що об'єдналися, з делегуванням ними

окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації [74].

Якщо використати такий підхід щодо об'єкту нашого дослідження, виникне питання щодо того, підприємства яких організаційно-правових форм слід аналізувати в Україні вивчаючи корпоративні фінанси? Підкреслимо, що така правова колізія характерна в першу чергу для країн пострадянського простору, де корпоративний сектор формувався переважно внаслідок приватизаційних процесів.

Для прикладу у сучасній російській економічній науці утвердилися два тлумачення поняття «корпорація». Відповідно до першого корпорація розглядається в широкому сенсі – як об'єднання, союз, суспільство [64]. Відповідно до другого тлумачення корпорація розглядається у вузькому сенсі – як сукупність учасників бізнесу, що об'єдналися для досягнення спільної мети і сформували корпоративну форму господарювання – власне корпорацію в рамках однієї юридичної особи [276]. Як бачимо, ця позиція в цілому відповідає і нормам, що зафіксовані у вітчизняному законодавстві.

З цього приводу наведемо думку відомого дослідника В. Марченка: «що корпорація є родовим поняттям, а найбільш поширеним типовим видовим поняттям корпорації є акціонерне товариство, що зумовлено існуванням численних переваг цього виду господарських товариств, серед яких щонайперше слід виділити: універсальність, широке застосування в різних сферах, можливість залучення необмеженої кількості фінансових ресурсів завдяки використанню акцій, стабільність інвестицій, тобто неможливість вільного вилучення капіталу, внесеного до статутного фонду акціонерного підприємства» [154].

В Господарському кодексі України визначено можливість функціонування в Україні наступних організаційно-правових форм об'єднань підприємств [74]:

- асоціація;

- консорціум;
- концерн;
- корпорація.

Надалі ж у Господарському кодексі України зазначено, що державні і комунальні господарські об'єднання утворюються переважно у формі корпорації або концерну, незалежно від найменування об'єднання (комбінат, трест тощо).

Аналіз Реєстру корпоративних прав держави показав, що навіть ті державні господарські об'єднання, які мають у назві дефініцію «корпорація», створені у формі акціонерних товариств (наприклад, ПАТ «Державна продовольча зернова корпорація України»).

На наш погляд, це можна пояснити тим фактом, що законодавство щодо управління об'єднаннями підприємств в Україні вкрай нерозвинене, що суттєво ускладнює управління ними. Окрім того, існування зазначених правових колізій створює численні проблеми, особливо з позиції залучення іноземних інвестицій, оскільки допускає одночасне використання в назві господарського об'єднання термінів «корпорація» та «акціонерне товариство».

Відповідно, з нашої точки зору, доцільно вилучити з нормативно-правової бази України термін «корпорація», як характеристику об'єднання підприємств, що дасть змогу більш чітко виокремити правові характеристики акціонерного товариства, як типового родового поняття корпорації, що використовується у всьому світі. Виходячи з цього, в подальшому дослідження корпоративних фінансів в Україні ми аналізуватимемо фінансові відносини у межах саме акціонерних товариств, ознаки яких, відповідно до вітчизняного законодавства, найбільш повно відповідають загальноживаним на глобальному рівні характеристикам корпорацій.

Загалом, формування корпоративного сектору економіки України відбувалося в надзвичайно складних умовах. Здобуття нашою країною незалежності в 1991 р. поставило низку гострих питань щодо реформування

економіки. Одним із найважливіших напрямів таких реформ, на думку їх ідеологів, мали стати трансформаційні процеси у відносинах власності. Звідси і формувався підхід до реалізації моделі приватизації, яка, в свою чергу, багато в чому визначає фінансове господарство корпорацій навіть зараз.

Водночас історичні передумови проведення реформ потребували врахування значущості впливу соціального чинника – абсолютна більшість громадян України у перше десятиліття років незалежності була неготова до сприйняття радикальних економічних реформ. У сукупності це призвело до вибору приватизаційної сертифікатної моделі з наданням пріоритетів щодо придбання акцій працівникам підприємства. Наслідки такого вибору не можна назвати катастрофічними. Однак якщо його переваги вичерпали себе вже в перші роки функціонування приватизованих підприємств, то негативні наслідки спостерігаються донині.

Аналогічні труднощі притаманні і процесу формування законодавчих засад функціонування корпорацій в Україні. Протягом тривалого часу йшла боротьба навколо прийняття спеціалізованого закону в цій сфері. Відсутність окремих норм у законодавстві сприяла діяльності потужних фінансово-промислових груп, що формувалися в Україні всередині 90-х років минулого століття. Прийняття закону України «Про акціонерні товариства» можна вважати визначальним, але не кінцевим чинником формування корпоративного законодавства.

Як уже неодноразово зазначалося (див. Розд. 3), результати діяльності сучасних корпорацій є неоднозначними з погляду як усього суспільства, так і окремих його членів. В українських реаліях така неоднозначність набуває особливих форм, пов'язаних зі складними процесами змін у суспільному мисленні на теренах України.

І все ж і в таких умовах корпораціям вдалося проявити свої найпривабливіші якості, пов'язані насамперед з об'єднанням капіталів, виконанням масштабних проектів у промисловості тощо. Навіть вкрай

неоднозначні результати й наслідки приватизації дають можливість зробити висновок, що одну з її головних цілей – домінування великого та середнього бізнесу, який має стати основою для просування подальших економічних і соціальних реформ в Україні, — у цілому досягнуто (рис. 4.2).

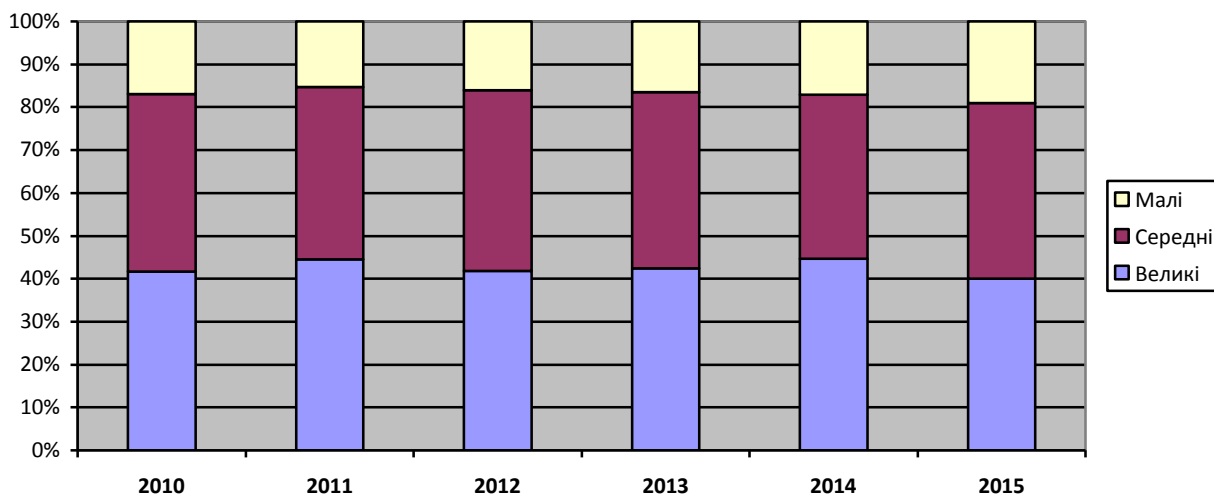


Рис. 4.2. Обсяг реалізованої продукції (робіт, послуг) підприємств промисловості (залежно від їх розміру) у 2010-2015 рр., %

Примітка: 1. Дані за 2015 р. – за січень-червень.

Джерело: [224].

Аналізуючи поширення великого бізнесу на вітчизняних теренах, слід виходити з того, що кожна бізнес-одинаця виконує в економіці певні функції. Аналогічні висновки можна зробити і щодо поділу підприємств на групи як за розмірами, так і з погляду організаційно-правових форм, а також ролі кожної з цих груп в економічних процесах.

Головне ж завдання великого бізнесу (представленого виключно корпораціями) – розв’язання складних і масштабних завдань, які потребують відповідного ресурсного забезпечення. Саме такий підхід до ролі корпоративного сектору в структурі вітчизняної економіки, на наш погляд, доцільно використовувати, аналізуючи в подальшому питання реформування корпоративних фінансів в Україні.

Водночас не слід забувати, що в країнах Заходу формування й розвиток корпоративного сектору відбувалися в рамках певного еволюційного процесу, що тривав протягом століть. Саме це й дало змогу західним корпораціям поступово виявити свої переваги у фінансовій сфері та забезпечило їх домінування у глобальному економічному середовищі. Більше того, на Заході разом з корпораціями еволюціонували і надзвичайно важливі для їх функціонування інфраструктурні елементи, зокрема фондові біржі, депозитарії тощо. В Україні ж такі зміни відбулися чи не протягом перших десяти років незалежності через стрімку сертифікатну приватизацію та заснування перших акціонерних товариств у приватному секторі. Водночас окремі елементи інфраструктури недостатньо розвинені навіть і нині.

Така надзвичайна «швидкість» мала як об'єктивні, так і цілком суб'єктивні причини. Установлена ще з часів СРСР економічна модель, що орієнтувалася виключно на державні підприємства, суттєво знизила свою дієвість у ринкових умовах, відповідно виникла потреба в заповненні ринкових ніш приватним бізнесом. Окрім того, тільки вибір такої моделі й часових параметрів приватизації давав можливість тогочасній номенклатурі стати її активним учасником в Україні.

У результаті, навіть зважаючи на об'єктивний характер передумов для поширення корпоративного бізнесу, слід визнати, що в нашій державі його становлення супроводжувалося численними прорахунками. Окремі ж «помилки» мали відверто корупційну складову, спрямовану на задоволення приватних інтересів за рахунок ігнорування інтересів держави. Усе це і стало підґрунтям для негативних оцінок результатів приватизації, що поширені в українському суспільстві досі.

Функціонування промисловості, що існувала на момент проведення реформ (90-ті роки минулого століття), об'єктивно потребувало відповідного організаційно-правового оформлення, що і проявилось в поширенні акціонерних товариств унаслідок приватизації (табл. 4.1).

**Кількість об'єктів та способи приватизації в Україні, станом на 1
липня 2015 року**

	Всього, Одиниць	у % до загальної кількості
Всього	123288	100,0
Викуп об'єкта приватизації	68724	55,74
Викуп за альтернативним планом приватизації	88	0,07
Викуп майна, зданого в оренду з викупом	18372	14,90
Продаж на аукціоні	18667	15,14
Продаж на конкурсній основі	7095	5,75
<i>Продаж акцій відкритих акціонерних товариств</i>	10342	8,39

Джерело: Систематизовано за даними Фонду державного майна України

Виходячи з даних табл. 4.1, можна зробити кілька важливих висновків: по-перше, просте порівняння кількості приватизованих акціонерних товариств з їх загальною кількістю дає можливість зробити висновок, що саме приватизація стала визначальною умовою трансформації власності на вітчизняних теренах; по-друге, приватизація в значній мірі обумовила і появу відкритих акціонерних товариств у вітчизняній економіці, що потенційно мало б стимулювати розвиток корпоративного сектору.

Аналіз особливостей розвитку корпоративних фінансів доцільно, на наш погляд, проводити як на рівні всього корпоративного сектору в економіці, так і в контексті розвитку провідних галузей вітчизняної економіки. Саме перенесення дослідження на рівень конкретних підприємств дасть можливість повною мірою оцінити ступінь розвитку корпоративних фінансів в Україні, глибинні процеси, що їм притаманні на сучасному етапі. В цьому контексті виникає питання про вибір галузі, на прикладі якої слід проводити дослідження.

На нашу думку, такою галуззю є нафтопереробка, представлена наведеними нижче акціонерними товариствами (табл. 4.2).

Таблиця 4.2

Характеристика нафтопереробних підприємств в Україні

№ з.п.	Назва підприємства	Рік заснування	Місце знаходження
1	Приватне акціонерне товариство «Херсонський нафтопереробний завод»	1938	м. Херсон
2	Публічне акціонерне товариство «НК – ГАЛИЧИНА»	1901	м. Дрогобич, Львівська обл.
3	Публічне акціонерне товариство «Одеський нафтопереробний завод»	1937	м. Одеса
4	Публічне акціонерне товариство «Транснаціональна фінансово-промислова нафтова компанія «Укртатнафта»	1961	м. Кременчук, Полтавська обл..
5	Публічне акціонерне товариство «Нафтохімік Прикарпаття»	1902	м. Надвірна, Івано-Франківська обл.
6	Приватне акціонерне товариство «Лисичанська нафтова інвестиційна компанія»	1976	м. Лисичанськ, Луганська обл.

Джерело: систематизовано автором за даними підприємств

Отже, на сьогодні в Україні існує шість нафтопереробних заводів, причому всі вони без винятку були засновані або ще за часів панування Австро-Угорської імперії на Галичині, або в період СРСР, тобто мають тривалу історію та власну нішу на ринку. У процесі своєї трансформації з державних у приватні компанії всі підприємства нафтопереробного комплексу були акціоновані та приватизовані.

Роль нафтопереробної промисловості в економіці України складно переоцінити. Її вагоме значення формується під впливом таких важливих чинників:

1. У пострадянському періоді було сформовано надзвичайно високий рівень залежності України від експорту енергоносіїв. Так, за офіційними даними Державної служби статистики України за I півріччя 2015 р. імпорт за статтею «Палива мінеральні; нафта і продукти її перегонки» становив 5981328,5 тис. дол. США (у відносному виразі — 33,0 % від усього імпорту в Україну). Водночас експорт становив 249762,0 тис. дол. США, або лише 1,3 % від його загального обсягу [224].

Негативне сальдо торговельного балансу за цією статтею робить розвиток нафтопереробних підприємств стратегічним завданням, від вирішення якого багато в чому залежить економічна безпека держави на сучасному етапі, хоча загалом виробництво продуктів нафтопереробки значно поступається за кількісними показниками іншим видам промислового виробництва. Окрім того, неодноразово виникали ситуації коли навіть короткотермінові дисбаланси на ринку нафтопродуктів викликали суттєві інфляційні ризики та деструктивні процеси на інших ринках.

2. Більшість нафтопереробних підприємств містяться в економічно розвинених регіонах (зокрема, в Луганській, Одеській та Полтавській областях), де функціонують інші потужні виробничі кластери. Відповідно нафтопереробні компанії відіграють надзвичайно важливу роль в економічному та соціальному житті своїх регіонів, формуванні бюджетних ресурсів підтримки національної інфраструктури. Насамперед це стосується підприємств, розміщених на Заході України — ПАТ «НПК – Галичина» та ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття», де концентрація промисловості незначна порівняно з іншими областями.

Виділення зазначених вище факторів дає підстави стверджувати, що аналіз функціонування корпоративних фінансів в інформаційній економіці на прикладі нафтопереробної галузі дасть можливість отримати релевантні результати та в повній мірі екстраполювати їх на увесь вітчизняний корпоративний сектор.

Аналіз вибірки підприємств з погляду їх організаційно-правової форми функціонування показує наявність певної правової колізії, що полягає в паралельному існуванні на сучасному етапі в Україні приватних (ПрАТ), закритих (ЗАТ), відкритих (ВАТ) та публічних (ПАТ) акціонерних товариств.

Такі явища стали наслідком непослідовності держави в питанні практичної реалізації норм Закону України «Про акціонерні товариства» (рис. 4.3).

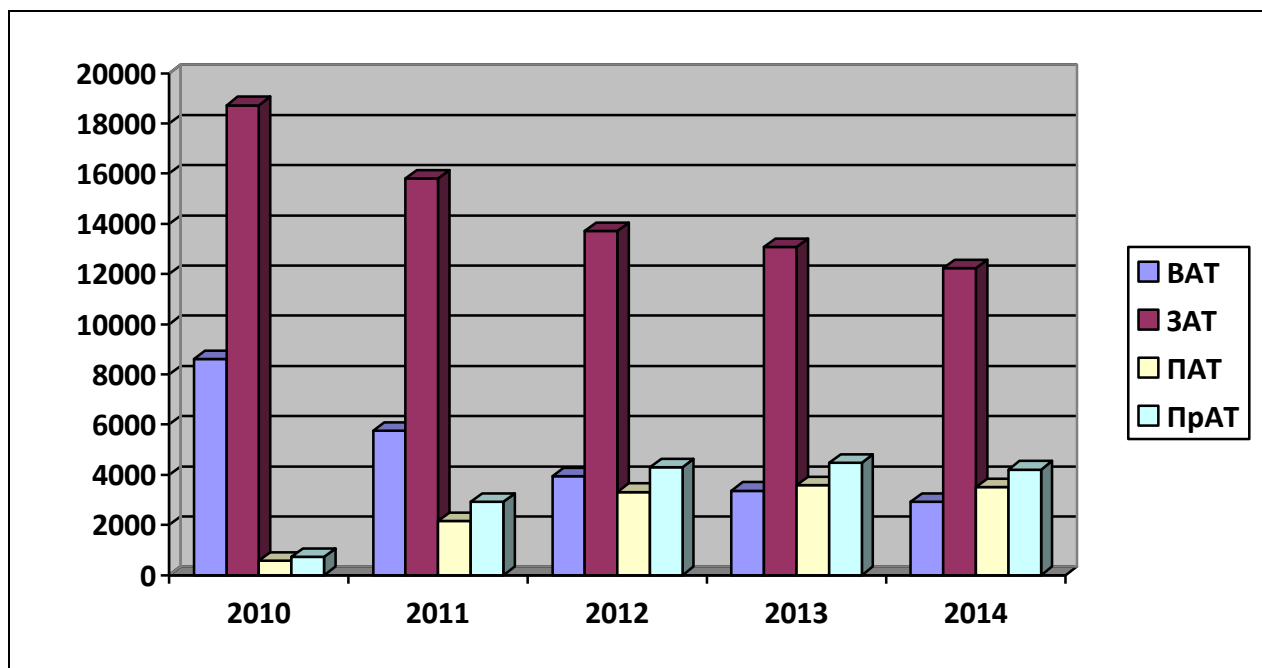


Рис. 4.3. Динаміка кількості акціонерних товариств в Україні та їх поділ за організаційно-правовою формою

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України та НКЦПФР [224]

З рис. 4.3 видно, що на сучасному етапі розвитку корпоративних фінансів склалася зовсім не виправдана з погляду перспектив розвитку відносин власності ситуація, яка визначається рядом деструктивних чинників. По-перше, спостерігається абсолютне домінування закритих акціонерних товариств, частка яких коливається в межах 50-60 %. По-друге, загальна кількість акціонерних товариств закритого та приватного типу майже в 2,5 раза переважає загальну кількість акціонерних товариств відкритого й публічного типу. По-третє, до цього часу в Україні функціонує значна кількість ВАТ та

ЗАТ, хоча перехідний період щодо приведення своєї діяльності у відповідність з Законом України «Про акціонерні товариства» закінчився ще у 2011 р. Фактично така ситуація не дає переваг акціонерним товариствам, що привели свою діяльність у відповідності з вимогами законодавства, тому потребує відповідних законодавчих змін. На наш погляд, такі зміни можна викласти у наступній структурно-логічній схемі (рис. 4.4).

1-й етап

Розробка та прийняття змін до Закону України «Про акціонерні товариства в частині: 1) Уточнення терміну перехідного періоду для приведення діяльності ВАТ та ЗАТ до 31 грудня 2017 року; 2) встановлення чітких адміністративних та фінансових санкцій щодо тих ВАТ та ЗАТ, які не приведуть свою діяльність у відповідність

2-й етап

Забезпечення піврічного моніторингу в корпоративному секторі на рівні Державної реєстраційної служби України Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

3-й етап

З 1.01.2018 року – використання адміністративних та фінансових санкцій щодо тих ВАТ та ЗАТ, що не привели свою діяльність у відповідність до Закону України «Про акціонерні товариства»

Рис. 4.4. Структурно-логічна схема приведення діяльності ВАТ та ЗАТ у відповідність до Закону України «Про акціонерні товариства»

Джерело: розроблено автором

На наш погляд, описана ситуація є неприпустимою, адже сприяє інформаційній асиметрії в корпоративному секторі, призводить до об'єктивних суперечностей в питаннях законодавчого регулювання діяльності акціонерних товариств. Основна проблема в цьому питанні – відсутність чітких

адміністративних та фінансових санкцій в Україні щодо тих ВАТ та ЗАТ, які не привели свою діяльність до норм Закону України «Про акціонерні товариства». Запропонована вище структурно-логічна схема долає вказаний недолік, і разом з тим дає можливість уникнути правових колізій щодо таксономії акціонерних товариств в Україні, привести їх діяльність у відповідність з загальносвітовою практикою та вітчизняним законодавством.

Описана ситуація загалом характерна для постприватизаційного етапу розвитку, по суті, вона частково описує процес «закриття» акціонерного капіталу, коли існуючі мажоритарні власники намагаються суттєво обмежити можливості купівлі корпоративних прав іншими учасниками ринку для запобігання поглинанню. Окремі науковці вказують, що окреслені процеси є наслідком вибору менеджментом та великими власниками між такими альтернативами [228]:

- широкий доступ до фінансових ресурсів фондового ринку чи переважна орієнтація на внутрішні джерела фінансування в поєднанні з власними ресурсами акціонерів та позичковим капіталом;
- публічність і відкритість компанії, що передбачає оприлюднення інформації широкого спектра за ініціативою самого емітента чи «інформаційну блокаду» з дотриманням мінімальних норм чинного законодавства у цій сфері;
- поява «сторонніх» акціонерів та передання їм частини управлінських повноважень чи «закриття» акціонерного капіталу й мінімізація можливості «ворожого» поглинання;
- додаткові адміністративні й управлінські витрати, пов'язані з публічним статусом, чи «економія» у разі функціонування підприємства як приватної корпорації.

Загалом погоджуючись з аргументами, наведеними у фаховій літературі стосовно зазначених проблем, усе ж зауважимо, що більшість із них безпосередньо пов'язані з обраною моделлю приватизації в Україні. Уже сама модель грошової приватизації в Україні, що передбачала «квazіринковий»

обмін акцій корпоратизованих державних підприємств на приватизаційні майнові сертифікати (ПМС) або компенсаційні майнові сертифікати (КМС) фізичних осіб, створювала передумови для формування в Україні «розпорошеної» акціонерної власності з кількісним домінуванням фізичних осіб. Загалом, слід визнати, що «сертифікатна» модель приватизації була в значній мірі реалізована в Україні внаслідок не зовсім вдалого російського досвіду. Як результат – погіршення оцінок з боку більшості учасників приватизаційних процесів та абсолютно неприйнятні умови фінансової діяльності для приватизованих підприємств (табл. 4.3).

Таблиця 4.3

Кількісні параметри участі фізичних осіб у процесах сертифікатної приватизації в Україні

Показник	Значення
Загальна кількість громадян, що взяли участь у аукціонах за ПМС (осіб)	3 496 878
Частка приватизаційних майнових сертифікатів, поданих фізичними особами	11,29 %
Частка компенсаційних сертифікатів, що виграли, поданих фізичними особами	44,6 %
Відношення проданих акцій фізичним особам за ПМС до СФ	3,66 %
Відношення проданих акцій фізичним особам за КС до СФ	11,41 %
Відношення проданих акцій фізичним особам до статутного фонду (в промисловості)	6,78 %

Джерело: складено автором за даними ФДМУ.

З даних табл. 4.3 чітко простежується як масштабність участі фізичних осіб у грошовій приватизації, так і глибинні суперечності використаних методів приватизації. Відношення кількості акцій, проданих фізичним особам за приватизаційні майнові сертифікати, до статутного фонду приватизованих підприємств становило всього 3,66 %, аналогічний показник для акцій, проданих за компенсаційні майнові сертифікати, — 11,41 %. По суті, не було створено інституційних передумов для збільшення частки фізичних осіб в

акціонерному капіталі, що призвело до процесів «розмивання» їхніх пакетів у подальшому, зниження ролі в корпоративному управлінні, зрештою, до істотної втрати довіри до інструментів ринку капіталів.

По суті, період активних приватизаційних процесів у 1994–2005 рр. охоплює два етапи, які різняться механізмами продажу акцій державою: сертифікатну приватизацію та «грошову» приватизацію. У свою чергу, кожен з етапів мав і певні характерні особливості, що тією чи іншою мірою впливали на постприватизаційний розвиток акціонерних товариств. Слід визнати, що окремі фактори впливають деструктивно і до цього часу. Формалізовано їх можна відобразити так (рис. 4.5).



Рис. 4.5. Вплив моделі корпоратизації та приватизації на корпоративні фінанси в Україні

Джерело: розроблено автором.

У процесі приватизації та подальшого управління державною власністю в Україні на державному рівні застосовувався, по суті, єдиний фінансовий показник ефективності – обсяг надходжень до державного бюджету України від приватизації та дивідендів. Як показано нижче, роль таких ресурсів надзвичайно мала, проте позиція щодо можливості використання інших показників для приватизації не була прийнятною (рис. 4.6).

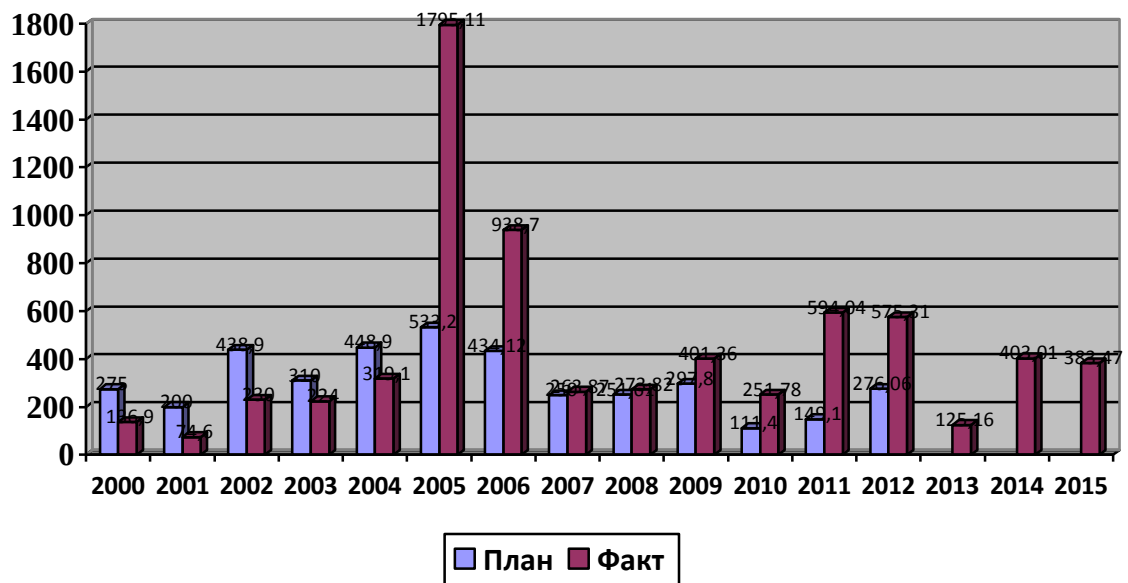


Рис. 4.6. Планові та фактичні надходження дивідендів до Державного бюджету України, млн. грн.

Примітка. 1. З 2013 р. не встановлюється план надходжень дивідендів до Державного бюджету України. 2. Дані за 2015 р. – за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними ФДМУ та Міністерства фінансів України

На наш погляд, практика прийняття щорічно (за незначними виключеннями) нормативів сплати дивідендів підприємствами державного сектору економіки в чинному варіанті є непрозорим та збільшує інформаційну асиметрію на рівні «держава-акціонер – АТ державного сектору економіки». В той же час існуюче законодавство фактично нівелює сигнальну роль дивідендів, як показника, що цікавить потенційних інвесторів. На наш погляд, для виправлення ситуації необхідно: по-перше, змінити підходи до розкриття інформації щодо дивідендів на рівні безпосередньо корпорацій; по-друге,

актуалізувати підходи до визначення обсягу дивідендів на рівні самих АТ. Виходячи з існуючого низького рівня інвестицій в державному секторі економіки та стану основних фондів, слід визнати що домінуючою концепцією на сучасному етапі є «залишковий принцип» виплати дивідендів. Таким чином, пріоритетом стає насамперед потреба підприємства державного сектору економіки і ресурсах з внутрішніх джерел, а не фіскальні завдання держави. Формалізовано це можна зобразити наступним чином (рис. 4.7).

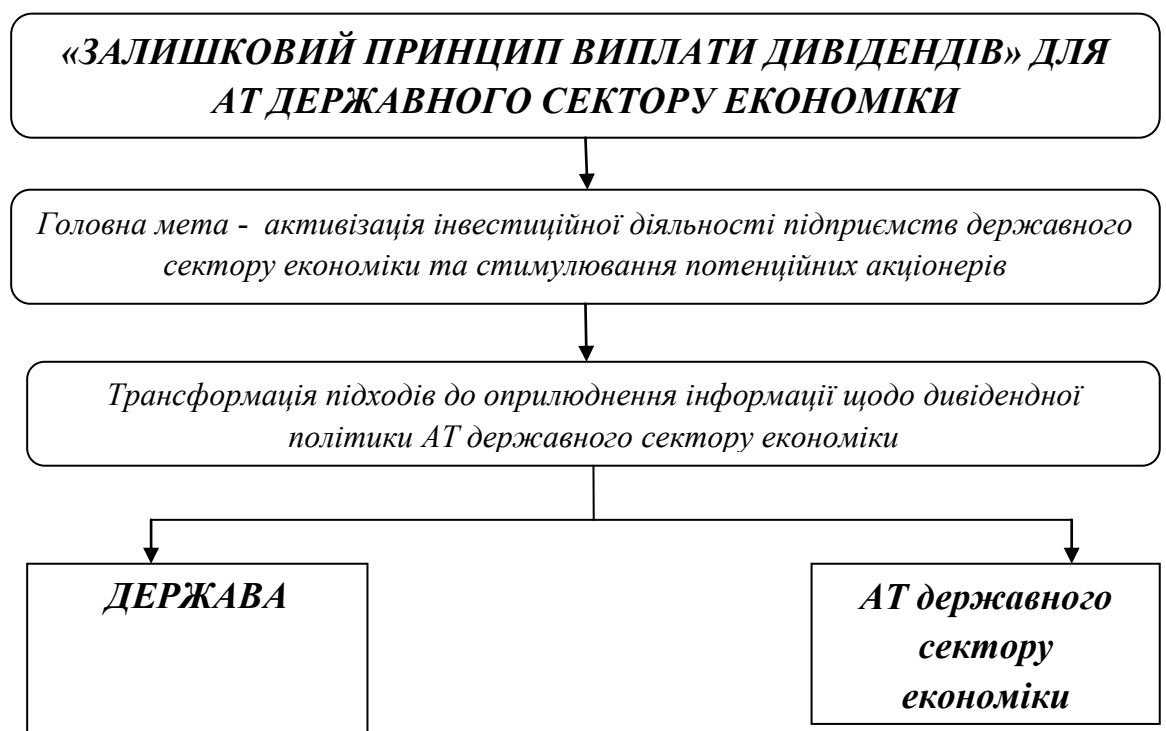


Рис. 4.7. Використання «залишкового» принципу виплати дивідендів для АТ державного сектору економіки

Джерело: розроблено автором.

В контексті реалізації зазначеної на рис. 4.7 схеми, слід визначити наступну покрокову схему:

4. Остаточна відмова на законодавчому рівні від використання показника дивідендів сплачених до державного бюджету в якості показника ефективності функціонування АТ державного сектору економіки.

5. Запровадження в якості таких критеріальних показників:

- обсяг інвестицій, залучених з внутрішніх джерел (реінвестований прибуток);
- доходність інвестиційної діяльності (виражена через показник прибутковості активів)

6. Віднесення до планових показників АТ державного сектору економіки безпосередньо обсягу прибутку, а не дивідендного виходу. Відповідно, критерієм для укладання договорів з менеджментом повинен стати саме обсяг отриманого прибутку.

7. Розробка для АТ державного сектору економіки спеціальної форми звітності наступного формату, яка повинна оприлюднюватися після проведення річних загальних зборів акціонерів (табл. 4.4)

Таблиця 4.4

Інформація по дивідендну політику ПАТ «XXXXXX»²

<i>Показник</i>	<i>Поточний рік</i>	<i>Попередній рік</i>	<i>Рік T-2</i>
Чистий прибуток			
Сплачені дивіденди			
Коефіцієнт дивідендного виходу			
Коефіцієнт реінвестування			
Обсяг тезаврованого прибутку			
Прибутковість активів			
Ціна акції (останній біржовий день)			
TSR			

Джерело: розроблено автором

В підсумку, слід стверджувати, що приватизація не змогла розв'язати складних завдань, пов'язаних із залученням капіталів у корпоративний сектор.

² Використовується виключно для АТ державного сектору економіки

Реалізована схема сертифікатної приватизації взагалі ігнорувала цей чинник для акціонерних товариств, а механізм інвестиційних зобов'язань, що використовувався на грошовому етапі приватизації, на думку більшості фахівців, довів свою низьку ефективність, оскільки держава не має ефективних засобів для моніторингу їх дотримання [].

Отже, існують підстави стверджувати про надзвичайно високий ступінь впливу приватизації в Україні на генезу корпоративних фінансів. Сертифікатна приватизація сприяла появі великої кількості власників — фізичних осіб, що в подальшому визначило процеси концентрації. Тільки після кількох років з моменту приватизації такі акціонерні товариства отримували домінуючого власника.

Водночас слід визнати, що і в подальшому зазначені тенденції зберігаються. У результаті більшість приватизованих підприємств мають значний рівень консолідації акціонерного капіталу, що, зокрема, підтверджується і даними по нафтопереробних підприємствах (рис. 4.8).

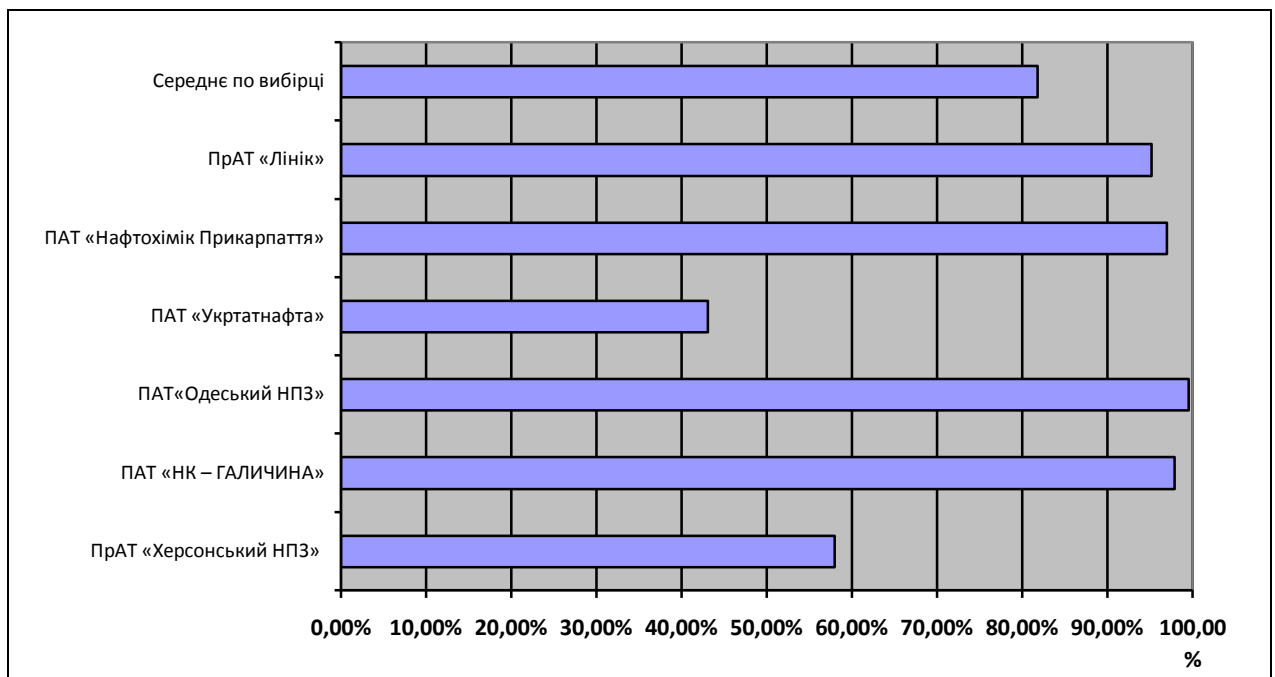


Рис. 4.8. Консолідований пакет акцій у володінні крупних власників нафтопереробних корпорацій в Україні, станом на 30 червня 2015 р., %

Джерело: складено автором за даними звітності підприємств

Надзвичайно високий рівень концентрації власності можна пояснити впливом кількох чинників:

- по-перше, недостатньою ефективністю системи захисту прав акціонерів, що призвело до значного поширення практики «ворожих» поглинань, рейдерства і т. п. Максимально можлива концентрація пакета акцій розглядається як важливий елемент системи захисту інвестицій та зменшення ризиків поглинання;

- по-друге, у формуванні мотивації великих власників домінують «доходи від контролю», а не дивіденди чи курсові різниці. Можливість їх отримання значною мірою залежить від наявності великого пакета акцій, адже це дає можливість встановити контроль за фінансовими потоками. Звернемо увагу на такий факт – низька ефективність інвестицій не призводить до змін в структурі власності;

- по-третє, система розкриття інформації про структуру власників в Україні є недостатньо релевантною, тому навіть з використанням існуючих даних складно визначити, наприклад, зв'язки між існуючими акціонерами та кінцевими бенефіціарами. Звідси можна припустити, що більшість мажоритарних власників для кожного підприємства є пов'язаними особами.

В підсумку, рівень розвитку корпоративних фінансів в Україні у 1991-2015 рр. став наслідком: по-перше, обраної моделі приватизації в перше десятиліття економічних реформ; по-друге, непослідовної державної економічної політики; по-третє, відсутності соціальних передумов на рівні громадян для швидкого реформування у сфері відносин власності; по-четверте, штучних перепон з боку провідних фінансово-промислових груп в питанні реформування корпоративного законодавства.

4.2. Інформаційна компонента вітчизняної моделі корпоративного управління

Формування моделі корпоративного управління в кожній країні відбулося під впливом багатьох чинників. Не стала винятком тут і Україна — ідеологія економічних реформ, що була задекларована на початку 90-х років минулого століття, імовірно, була орієнтована на зовсім інші результати, аніж ті, що їх маємо зараз. Помилки, що були зроблені за цей період, остаточно складно виправити, але залишаються значні можливості зменшити їх негативний вплив у майбутньому. Як не дивно, такий шанс значною мірою обумовлюється і непослідовністю економічних реформ щодо розбудови національної моделі корпоративного управління.

Навіть після 24 років трансформацій не створено стійких інституційних засад для функціонування корпоративного сектору економіки. Отже, існує шанс використати абсолютно нові підходи, що нівелюють деструктивний вплив багатьох рішень, реалізованих раніше.

Реформування вітчизняної моделі корпоративного управління нині набуває надзвичайної ваги. Як уже зазначалося в п.п. 4.1, її головними системоутворювальними чинниками стали приватизація, постприватизаційний перерозподіл власності, відсутність на момент появи акціонерних товариств розвиненого фондового ринку, слабкість державних інституцій не тільки з погляду забезпечення інтересів держави, а й з позиції дотримання економічних прав та свобод інших суб'єктів тощо.

Питанням аналізу якісних і кількісних характеристик вітчизняної моделі корпоративного управління присвячено чимало праць [90; 233]. Разом з тим практично неможливо знайти науковців, які вважають процес її формування остаточно завершеним.

Тому, використовуючи загальновизнані підходи щодо типології світових моделей корпоративного управління, можна в процесі подальшого аналізу визначити і найсуттєвіші характеристики української моделі (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

Характеристики української моделі корпоративного управління та їх порівняння з класичними моделями корпоративного управління

Ознаки порівняння	Англо-американська модель	Континентальна модель	Українська модель
Основні характеристики	• відсутність крупних інвесторів; • розпорошеність акціонерного капіталу між акціонерами; • більшість акцій, що не належать індивідуальним інвесторам, перебувають у руках пенсійних та пайових фондів; • можливість легкого переливу капіталу між акціонерами; • висока ефективність та ліквідність ринку цінних паперів; • досить поширене злиття, викуп та поглинання компаній; • поширені іноземні інвестиції в акції	• значна концентрація капіталу компаній; • значна роль у компаніях належить банкам; • слабкий розвиток фондового ринку; • досить значний відсоток іноземних інвесторів; • двопалатне управління; • узаконені обмеження прав акціонерів щодо голосування; • іноземні інвестори не відіграють значної ролі в управлінні корпораціями	• значна концентрація акціонерного капіталу АТ у 2-3 власників, що не виключає наявності великої кількості міноритарних акціонерів; • відсутність впливу дрібних акціонерів на справи АТ; • орієнтація на використання внутрішніх ресурсів або банківських кредитів; • незначна роль фондового ринку у корпоративному фінансуванні; • трирівнева модель управління АТ; • вплив «тіньового» сектору економіки; • слабка ефективність діяльності АТ державного сектору економіки

Джерело: складено автором.

Для кожної із класичних моделей корпоративного управління – англо-американської та континентальної – можна виділити і певні особливості щодо системи розкриття корпоративної інформації. Зокрема, в значній мірі такі особливості обумовлені і пріоритетами в корпоративному фінансуванні: в країнах з англо-американською моделлю впроваджені більш жорсткі вимоги

зادля забезпечення доступу до інформації з боку численних міноритарних власників. Разом з тим, це зовсім не означає, що в країнах з континентальною моделлю корпоративного управління питання транспарентності корпорацій є менш урегульованим.

Ключові характеристики вітчизняної моделі корпоративного управління на сучасному етапі розвитку не відповідають ні загальновизнаним у світі стандартам, ні інтересам держави та більшості учасників. Відповідно, в ході подальших трансформацій української моделі корпоративного управління можливо враховуючи її змістовні характеристики акцентувати на тих чи інших аспектах транспарентності корпорацій.

Проте, невирішеним залишається і питання щодо типології української моделі корпоративного управління – надто різні характеристики описують її зараз. Так, з одного боку, сертифікатна приватизація сприяла виникненню потужного прошарку міноритарних акціонерів, що відповідає параметрам англо-американської моделі. Проте вже через кілька років процеси концентрації акціонерної власності призвели до тотального домінування мажоритарних акціонерів, що типово для континентальної моделі. І такі, в цілому протилежні, характеристики, притаманні багатьом ознакам української моделі корпоративного управління.

Зокрема спираючись на окремі висновки, отримані у п.п. 4.1, можна зробити важливий висновок щодо динамічного характеру розвитку основних ознак вітчизняної моделі корпоративного управління. Якщо на початку свого становлення вона набула одночасно ознак обох головних моделей корпоративного управління — англосаксонської та континентальної, то сьогодні відбувається явне посилення ознак континентальної моделі. На наш погляд, щонайменше в середньостроковій перспективі такі тенденції збережуться, на користь цього можна навести такі аргументи.

1. Зростання рівня концентрації акціонерного капіталу та одночасне зростання ролі крупних власників. Так, в окремих наукових роботах здійснена

оцінка структури власності корпорацій в Україні станом на початок XXI ст. (рис. 4.9).

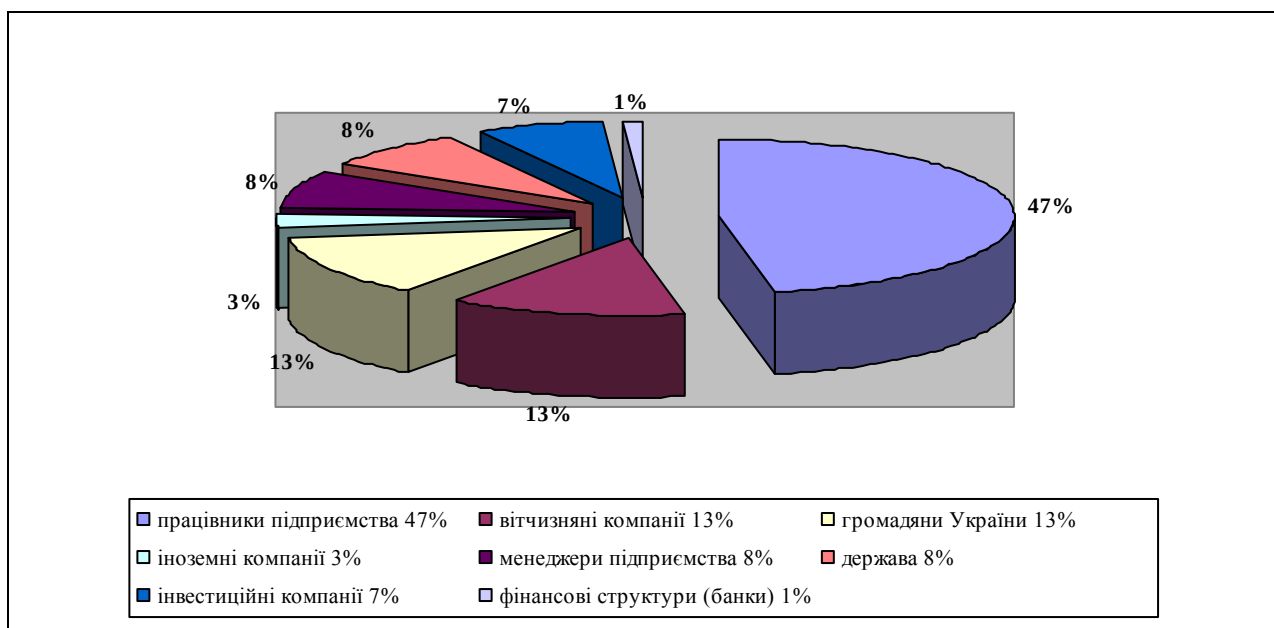


Рис. 4.9. Структура власності українських акціонерних товариств станом на кінець приватизації (1999-2001 рр.)

Джерело: [139].

Зазначимо, що на початок XXI ст. сертифікатна приватизація фактично була завершена, а її модель багато в чому і визначила структуру власності на той час. Уже протягом першого десятиліття XXI ст. відбулися суттєві зміни, насамперед у масштабах володіння акціями фізичними особами. Незважаючи на те, що для менеджменту та працівників у законодавстві були передбачені явні переваги в процесі приватизації за приватизаційні майнові сертифікати, частка цих груп власників у структурі власності суттєво зменшилася. Водночас відбулося помітне зростання частки прямого та опосередкованого володіння акціями з боку провідних фінансово-промислових груп (ФПГ).

В економічній літературі значна увага приділяється питанням ролі ФПГ в корпоративному фінансуванні в країнах із транзитивними економіками, в яких сформовано різні моделі корпоративного управління. За даними дослідників, частка внутрішнього приватного сек'юритизованого боргу у валовому

внутрішньому продукті для Південної Кореї становить 0,43; Малайзії — 0,54; а в країнах англосаксонського впливу цей показник такий: Бразилія — 0,08; Сінгапур — 0,05; Чехія — 0,11 [77].

2. Вітчизняний корпоративний сектор функціонує в умовах нестійкого інституційного середовища, а чинники макрорівня доволі часто деструктивно впливають на його розвиток. У цьому контексті надзвичайно великого значення набувають тенденції ввозу-вивозу капіталу в Україні.

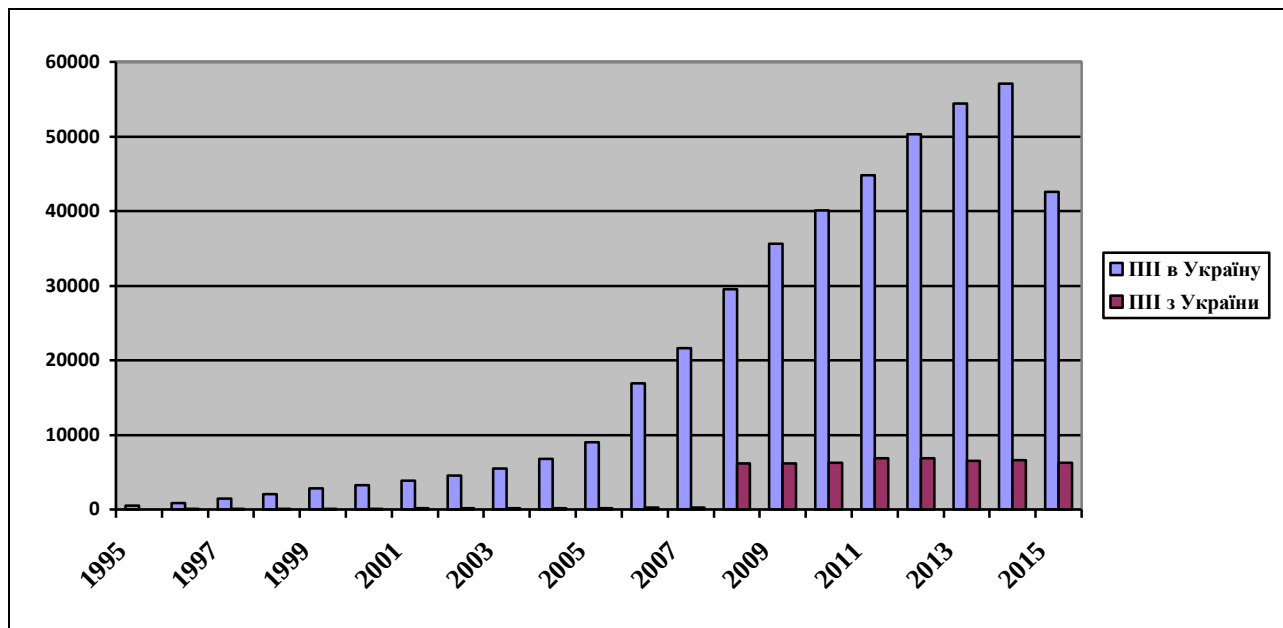


Рис. 4.10. Прямі іноземні інвестиції в Україні та з України у 1995-2013 рр., млн. дол. США

Примітка. 1. Дані за 2015 р. – за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України [224].

Прямі іноземні інвестиції в Україну за обсягами суттєво переважають прямі іноземні інвестиції з України. Відповідно темпи приросту прямих іноземних інвестицій (ПІІ) в Україну були значно вищими порівняно з аналогічним показником для ПІІ з України. За обсягом залучених прямих іноземних інвестицій Україна значно поступається і Російській Федерації, і Казахстану, і Польщі. Утім навіть у таких масштабах процеси трансграничного руху капіталу дають підстави для негативних оцінок. Насамперед це пов'язано

з географічною структурою ПІ, яка свідчить про «штучний» характер їх значного обсягу. По суті, значна частина ПІ відображає намагання українських фінансово-промислових груп обирати місцем реєстрації бізнесу передусім країни з «м'яким» регуляторним та податковим режимом (рис. 4.11).

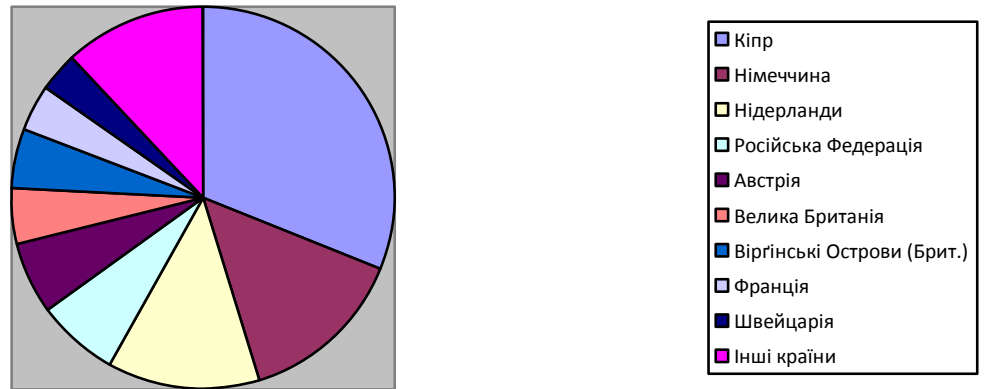


Рис. 4.11. Структура акціонерного капіталу із країн світу в Україні, станом на 30 червня 2015 р., %

Джерело: [224]

Зазначені тенденції в трансграничному русі капіталу характерні як для його вивозу, так і ввозу (рис. 4.12).

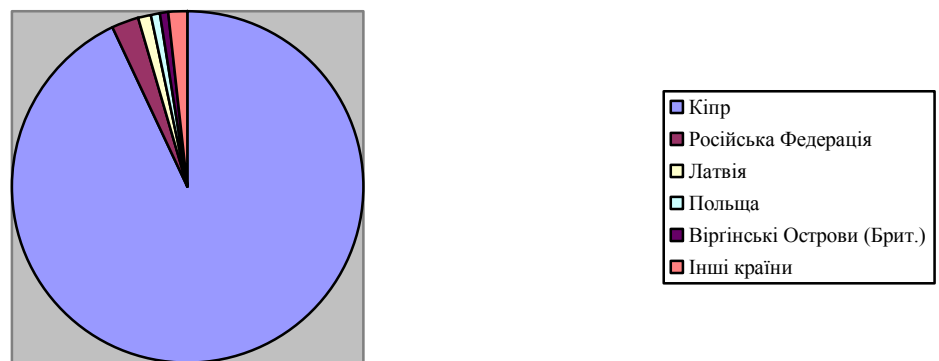


Рис. 4.12. Структура акціонерного капіталу з України в економіці країн світу, станом на 30 червня 2015 р., %

Джерело: [224].

Дані рис. 4.11 та 4.12 вкрай неоднозначно характеризують структуру ПІІ в Україні:

- насамперед слід звернути увагу на сальдо прямих іноземних інвестицій України з Кіпром. На основі наявних даних можна припустити, що вказані інвестиційні потоки, по суті, відображають оптимізацію податкових платежів українськими фінансово-промисловими групами насамперед за рахунок використання механізмів трансфертного ціноутворення;
- географічна структура прямих іноземних інвестицій в економіку України значно ширша, разом з тим у ній також лідирують інвестиції з Кіпру (близько 30 % від усього обсягу);
- протягом більше ніж 20 років після здобуття незалежності були мінімізовані інвестиційні потоки між країнами колишнього СРСР. Тільки з Росією спостерігається певний рівень активності в русі капіталу, але така активність стала в значній мірі результатом політичних процесів, а не економічних.

Зазначені характеристики інвестиційних потоків значною мірою є наслідком вибору українськими підприємцями оптимальних параметрів макросередовища свого функціонування.

3. Функціонування в Україні значного «тіньового» сектору економіки, який суттєво впливає на корпоративні фінанси. Зокрема, його масштаби сприяють отриманню «доходів від контролю» різними групами акціонерів. Мусимо визнати, що наявність «тіньової» економіки – невід’ємна ознака абсолютно всіх країн. Проте в Україні державна політика у цій сфері була недостатньо ефективною, а окремі рішення держави навіть сприяли поширенню «тіньових схем». Динаміка показника частки «тіньового» сектору в Україні та країнах ОЕСД наведена нижче (рис. 4.13).

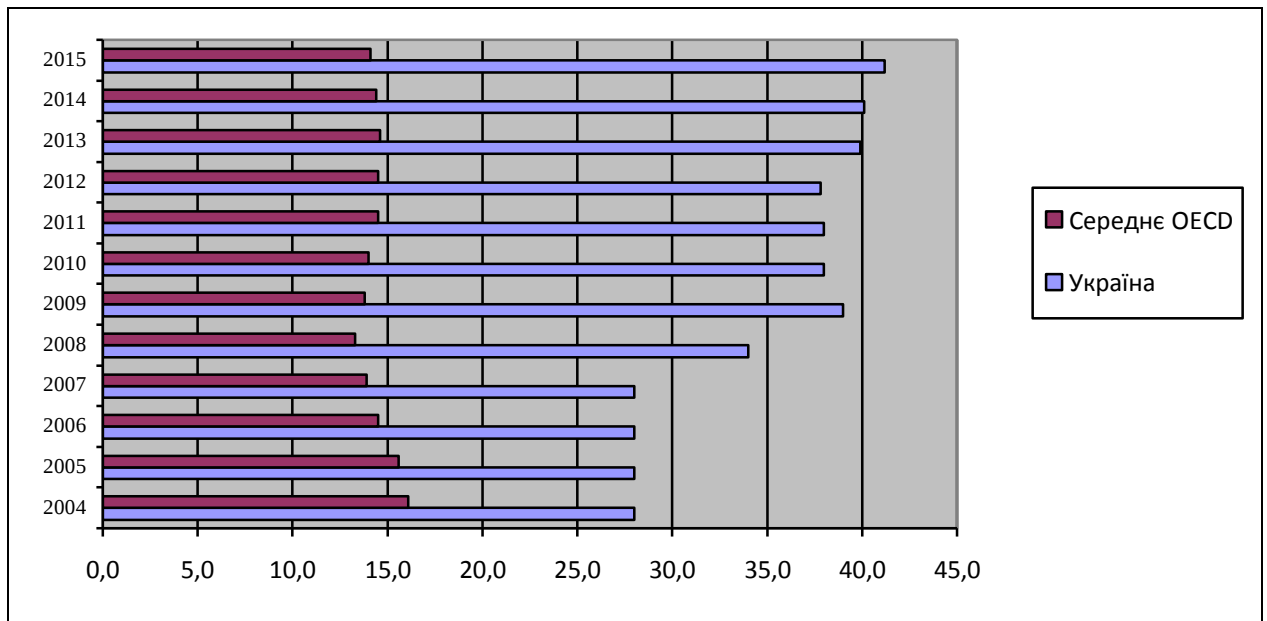


Рис. 4.13. Співвідношення «тіньової» економіки до ВВП в Україні та OECD, %

Джерело: систематизовано автором за даними Мінекономрозвитку та торгівлі в Україні та OECD.

Загалом суттєві проблеми у параметрах трансграничного руху капіталу в Україні, значна роль «тіньового сектору» однозначно свідчать про застосування різноманітних «оптимізаційних»³ схем, що використовуються під час управління фінансами в корпоративному секторі. Екстраполюючи свій вплив на рівень фінансових відносин, вони значною мірою детермінують базові параметри національної моделі корпоративного управління, насамперед впливаючи на формування пріоритетів у механізмах отримання доходів різними групами акціонерів. Фактично, на сучасному етапі сформовано дві групи акціонерів у корпоративному секторі України: мажоритарні, які отримують доходи від інвестицій; міноритарні (що отримали акції переважно під час приватизації), доходи яких мінімальні.

Дані щодо сукупних доходів акціонерів підприємств нафтопереробки підтверджують такий висновок: дивідендів немає протягом тривалого періоду,

³ Оптимізаційних, з погляду ініціаторів їх використання.

а лістинг на біржах, як правило, не здійснювався, хоча окремі з підприємств вибірки є публічними акціонерними товариствами.

У свою чергу, роль іноземних акціонерів є доволі великою і характеризується такими параметрами (табл. 4.6).

Таблиця 4.6

**Роль акціонерів-нерезидентів в структурі капіталу підприємств
нафтопереробної галузі, станом на 30.06.2015**

№ з.п.	Назва підприємства	Показник		
		Кількість акціонерів-нерезидентів	Сумарний пакет акцій у власності	Країни походження капіталу
1	ПАТ «НК – Галичина»	4	72,9 %	Британські Віргінські острови
2	ПрАТ «ЛІНІК»	1	95,21 %	Кіпр
3	ПАТ «Одеський НПЗ»	1	99,7 %	Нідерланди
4	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	4	71,03 %	Британські Віргінські острови
5	ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта»	-	-	-
6	ПрАТ «Херсонський НПЗ»	1	100,0 %	Кіпр

Джерело: складено автором за даними підприємств

Як бачимо, в нафтопереробній галузі української економіки явно простежується домінування іноземного капіталу. Юрисдикція більшості акціонерів – Кіпр, Британські Віргінські острови, а також надзвичайно високий рівень концентрації корпоративних прав у мажоритарних власників-

нерезидентів – від 71 % до 100 %. Такі процеси суттєво деформують фінансові відносини в корпоративному секторі економіки України (рис. 4.14).



Рис. 4.14. Вплив «доходів від контролю» на фінансові відносини в корпоративному секторі економіки України

Джерело: систематизовано автором за [226].

Фактично в Україні не є реалізованою концепція «кінцевого бенефіціара», яка дає можливість не тільки визначити фізичну особу, що є кінцевим вигодонабувачем для корпорації, але й оцінити її доходи від володіння акціями. Засилля «тіньового» сектору поєднуються з об'єктивною та суб'єктивною інформаційною асиметрією, що суттєво деформує фінансову комунікацію вітчизняних корпорацій.

Важливим регуляторним аспектом в контексті аналізу моделі корпоративного управління є встановлення вимог щодо розкриття акціонерним товариством-емітентом інформації (табл. 4.7).

**Вимоги щодо розкриття інформації акціонерними товариствами-
емітентами цінних паперів в Україні**

№ з. п.	Критерії розкриття інформації	Характеристика
1	Шляхи оприлюднення інформації	в обов'язковому порядку (інформаційна база даних НКЦПФР, офіційне видання, подання НКЦПФР); добровільно в мережі Інтернет.
2	Види інформації, що розкривається емітентом	особлива; регулярна квартальна інформація; регулярна річна інформація.
3	Особливі вимоги до річної звітності	У разі наявності емітентом у складі річної інформації додатково надається фінансова звітність, складена відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності
4	Розкриття інформації емітентами, цінні папери яких пройшли лістинг	Розкриття інформації здійснюється шляхом її розміщення в ЕСКРІН та опублікування в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або НКЦПФР
5	Наявність санкцій	У разі порушення вимог законодавства про розкриття інформації, емітент несе відповідальність відповідно до чинного законодавства

Джерело: систематизовано автором

Корпоративним законодавством України передбачено такі права для власника простих акцій акціонерного товариства:

- 1) участь в управлінні акціонерним товариством;
- 2) отримання дивідендів;
- 3) отримання у разі ліквідації товариства частини його майна або вартості частини майна товариства;

4) отримання інформації про господарську діяльність акціонерного товариства.

Окрім того, у Законі України «Про акціонерні товариства» передбачено, що власники простих акцій товариства можуть мати й інші права, визначені актами законодавства та статутом акціонерного товариства.

Стосовно власників привілейованих акцій встановлено такий обсяг прав:

1. Кожною привілейованою акцією одного класу її власникові-акціонеру надається однакова сукупність прав.

2. У статуті акціонерного товариства визначається обсяг прав, які надаються акціонеру-власникові кожного класу привілейованих акцій, у тому числі визначаються:

- розмір і черговість виплати дивідендів;
- ліквідаційна вартість і черговість виплат у разі ліквідації товариства;
- випадки й умови конвертації привілейованих акцій цього класу в привілейовані акції іншого класу, прості акції або інші цінні папери;
- порядок отримання інформації.

Значне коло питань, які стосуються випуску та обігу корпоративних цінних паперів, урегульовано Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок». Зважаючи на основні принципи функціонування корпоративних фінансів, на наш погляд, доцільно звернути увагу на найважливіші моменти щодо емісії цінних паперів та їх приватного і публічного розміщення, а також її державної реєстрації.

Законодавством також визначено, що емітент подає Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку заяву і документи, необхідні для реєстрації випуску та проспекту емісії цінних паперів, не пізніше як протягом 60 днів після прийняття рішення про розміщення цінних паперів органом емітента, уповноваженим приймати відповідне рішення [187].

Виділені вище особливості структури власників підприємств нафтопереробки в Україні суттєво впливають і на їх політику у сфері

фінансування. Як уже зазначалося, на сучасному етапі підприємства віддають перевагу банківському кредитуванню. У цьому зв'язку необхідно звернути увагу на формування особливих умов запозичень для корпорацій, що функціонують у рамках ФПГ в Україні.

Утім варто зауважити, що існуюча в Україні модель фінансових відносин у корпоративному секторі не стимулює залучення капіталу із зовнішніх джерел, а в прагматичному плані існування двох різних моделей визначає питання про переваги кожної з них.

Як показало дослідження Світового банку, зовнішні джерела (надходження з фінансових ринків) мають приблизно однакову частку в корпоративному фінансуванні незалежно від моделі корпоративного управління: наприклад, у США — 46,5 %; у Німеччині — 47,4 % (середнє значення за вибіркою країн за 1995–1999 рр. становить 41,0 %) [288]. Тобто і фондовий ринок, і банківський сектор здатні однаково ефективно виконувати свої функції стосовно перерозподілу капіталу в корпоративному секторі.

Функціонуючи в структурі ФПГ, українські корпорації мають можливість залучати кредитні ресурси на умовах, які суттєво відрізняються від тих, що склалися на ринку позикового капіталу. Однак така модель взаємовідносин має і свої недоліки. Зокрема, у ній контроль за кредитоспроможністю позичальників у рамках ФПГ значно знижений, що призводить до збільшення як банківських ризиків, так і фінансових ризиків для корпорацій-позичальників.

У цілому така ситуація є типовою в Україні: банківські установи кредитують промислові підприємства, що належать до однієї ФПГ, на більш сприятливих умовах. В такій діяльності немає ірраціонального і вказані процеси притаманні країнам, в яких існують потужні фінансово-промислові групи. Проте у вітчизняній практиці вказані процеси набувають особливих форм (табл. 4.8).

**Вартісні умови залучення позик підприємствами нафтопереробки в
Україні, %**

Назва компанії	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ПАТ «НК – Галичина»	14,0 %	-	-	-	11,0%	16,0 %	17,11 %
ПрАТ «ЛПНК»		-	-	7,3 %	7,3 %	9,0 %	14,5 %
ПАТ «Одеський НПЗ»	6,157 % 1,823 %	7,98 % 1,58 %	3,76 %	3,79 % 8,0 %	3,79 %; 8,0 %	11,12 %	11,12 %
ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	18,5 %	-	-	-	-	14,5 %	14,5 %
ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта»	-	14,0 % 22,0 %	14,0 % 22,0 % 23,0 %	-	11,3%	15,6 %	15,6 %
ПрАТ «Херсонський НПЗ»	-	-	-	-	-	-	17,11 %

Джерело: складено автором за даними підприємств

Дані табл. 4.8 підтверджують висновок про існування особливих умов банківського кредитування для підприємств, що функціонують у рамках вітчизняних ФПП. Зауважимо, що спред між ринковою ставкою позики, розрахованою за даними НБУ, та ставкою, за якою отримували банківські кредити підприємства нафтопереробної галузі, в окремі періоди становив 8–10 %.

На наш погляд, у процесі оцінки моделі корпоративного управління в Україні необхідно виходити з такого:

1. Основна проблема вітчизняної моделі корпоративного управління полягає не в наявності в ній одночасно ознак базових моделей, а частіше за все в надзвичайно слабкій ефективності існуючих інститутів як на макро-, так і на мікрорівні. Відповідно не ставиться завдання повністю сформувати модель корпоративного управління відповідно до існуючих у світі стандартів. Головна мета — забезпечити такий рівень фінансових відносин у корпоративному

секторі української економіки, який давав би можливість сповна реалізувати переваги корпоративної форми організації бізнесу.

2. Основа діяльності корпоративного сектору в будь-яких розвинутих економіках світу – акціонерний капітал. Саме він акумулює в собі головні позитивні риси корпорацій та їх потенціал у розв’язанні складних завдань. Отже, незалежно від того, яка модель у кінцевому варіанті – континентальна чи англосаксонська – буде сформована в Україні, тільки залучення капіталу на ринку акцій забезпечить розвиток акціонерних товариств в Україні в довгостроковій перспективі.

3. За всіх інших рівних умов негативні тенденції у корпоративному секторі не вдасться подолати без ефективної політики держави, спрямованої на скорочення обсягу та ролі «тіньового» сектору української економіки. Деформуючи базові принципи відносин між корпораціями та іншими учасниками ринку, «тіньовий» сектор на сучасному етапі чинить чи не найбільш деструктивний вплив на корпоративні фінанси. Тільки виправлення ситуації у цій сфері дасть можливість вирішити важливі проблеми вітчизняних корпорацій.

4. Тривалий час спостерігаються неоднозначні тенденції у формуванні позиції України у світових потоках капіталу. Протягом останніх десятиліть корпоративний сектор використовував глобальне економічне середовище і для різноманітних «оптимізаційних» схем. Такі тенденції загострюють питання про ефективність застосування податкових важелів у розвитку корпоративних фінансів в Україні. Виважена й ефективна податкова політика здатна суттєво змінити ціннісні орієнтири, насамперед для великих акціонерів у корпоративному секторі національної економіки.

В підсумку, виділені особливості національної моделі корпоративного управління в Україні суттєво визначають і фінансову комунікацію акціонерних товариств. Формалізовано такий зв’язок можна зобразити наступним чином (табл. 4.9).

**Зв'язок фінансової комунікації та характеристик вітчизняної моделі
корпоративного управління**

Характеристика	Фінансова комунікація
Існування прошарку домінуючих власників із великими пакетами акцій та значної кількості міноритаріїв	Інформаційна політика АТ орієнтована на першочергове задоволення потреби в інформації великих власників
Значна роль нерезидентів, офшорних резиденцій	Посилення інформаційної асиметрії корпоративного сектору через відсутність можливості визначити кінцевих бенефіціарів для більшості акціонерних товариств
Орієнтація на внутрішні джерела фінансування та банківські кредити	Фінансова комунікація забезпечує виконання вимог законодавства, проте власна інформаційна політика є надзвичайно неефективною
Функціонування в рамках провідних фінансово-промислових груп	Посилення ролі інсайдерської інформації в прийнятті управлінських рішень
Існування значної державної частки акцій у багатьох акціонерних товариствах стратегічних галузей економіки	На рівні законодавства впроваджені додаткові норми щодо оприлюднення інформації підприємствами державного сектору економіки
Значний рівень «тіньового» сектору економіки	Слабкий вплив низької транспарентності на репутацію корпорацій, суспільство недостатньо жорстко реагує на приховування інформації та/або її асиметрію

Джерело: розроблено автором

З одного боку, саме порушення прав акціонерів на отримання інформації є вагомим фактором, який визначає і порушення інших майнових та немайнових прав, з іншого – недосконала модель корпоративного управління сама по собі сприяє низькій транспарентності акціонерних товариств в Україні.

4.3. Податкові важелі впливу на корпоративні фінанси в Україні

Кожна держава у своїй діяльності ставить важливі з суспільного погляду цілі: насамперед забезпечення сталого економічного розвитку, створення сприятливого інвестиційного клімату тощо. З огляду на домінуючий вплив корпорацій на економіку держава як правило намагається за допомогою різноманітних регуляторних інструментів стимулювати їх діяльність.

Особливе місце серед таких інструментів займають податки. Розбудова ринкової економіки в Україні об'єктивно супроводжується реформами у сфері оподаткування. Проте навіть прийняття Податкового кодексу України не стало гарантією позитивного впливу податків на діяльність вітчизняних корпорацій – питання адміністрування податків в Україні залишаються надзвичайно гострими та неоднозначними.

Питання податкового регулювання фінансових відносин і сутності податкової політики непросте за своєю суттю. Зокрема, провідні вітчизняні науковці В. Федосов, В. Опарін та С. Львовчкін так визначають податкову політику: «...діяльність держави у сфері оподаткування — установлення видів і співвідношення податків, визначення платників і підходів до них (уніфікований чи диференційований), установлення ставок оподаткування, надання податкових пільг тощо» [253].

Водночас вони звертають увагу на широкий спектр питань, які у цій сфері вирішує держава. Інші фахівці підкреслюють, що податкове стимулювання спонукає, заохочує фізичних та юридичних осіб до розвитку виробництва і підвищення його ефективності [97]. Незважаючи на наукову дискусію, беззаперечним залишається той факт, що за допомогою широкого спектра заходів, що їх включає податкова політика, держава може впливати на розвиток корпоративного сектору, при цьому такий вплив може бути і позитивним, і негативним.

Слід визнати, що податкова політика в Україні стосовно корпоративного сектору у період 1991-2015 рр. – система що поєднує в собі намагання держави задовольнити фіскальні апетити, невинуватений податковий тиск в т.ч. – з метою формування політичної кон’юнктури тощо. Проте в будь-якому випадку саме юридичні особи, в тому числі – корпоративний сектор протягом тривалого часу були головними платниками податків в Україні (табл. 4.10).

Таблиця 4.10

**Окремі показники виконання доходної частини Державного бюджету
України за 2010-2014 рр. (млн. грн.)**

	<i>2010 р.</i>	<i>2011 р.</i>	<i>2012 р.</i>	<i>2013 р.</i>	<i>2014 р.</i>
Доходи	240615,2	314616,9	346025,5	442788,7	455927,4
Податок на прибуток підприємств	39969,2	54739,4	55349,7	54993,8	40201,5
Частка у доходах, %	16,61%	17,40%	16,00%	12,42%	8,82%
Податок на додану вартість	86315,9	130093,8	138826,8	128269,3	139024,2
Частка у доходах, %	35,87%	41,35%	40,12%	28,97%	30,49%
Акцизний податок з вироблених в Україні підакцизних товарів (продукції)	23019,9	25189,1	27417,9	27721,3	28244,2
Частка у доходах, %	9,57%	8,01%	7,92%	6,26%	6,19%
Акцизний податок з ввезених на митну територію України підакцизних товарів (продукції)	4600,8	7822,1	977,8	8946,8	16855,4
Частка у доходах, %	1,91%	2,49%	0,28%	2,02%	3,70%
Ввізне мито	8556,4	10462,8	12985,8	13264,6	12388,6
Частка у доходах, %	3,55 %	3,32 %	3,75 %	2,99 %	2,71 %
Рентна плата (з 2013 року включає плату за землю та користування надрами)	9479,3	16822,4	23600	27028,2	31704,3
Частка у доходах, %	3,93 %	5,34 %	6,82 %	6,10 %	6,95 %

Джерело: складено автором на основі даних Міністерства Фінансів України

На наш погляд, навіть аналіз співвідношень різних податкових надходжень до Державного бюджету України дає можливість виділити кілька суттєвих диспропорцій: по-перше, абсолютно неприпустимий рівень оподаткування юридичних осіб порівняно з фізичними особами; по-друге, суттєве коливання надходжень від податку на прибуток підприємств; невиправдане співвідношення між непрямыми та прямими податками для юридичних осіб.

Як видно з наступної табл. 4.11, для підприємств репрезентативної вибірки складно виділити однозначні тенденції у сплаті податку на прибуток у 2008–2014 рр.

Таблиця 4.11

**Сплата податку на прибуток від звичайної діяльності підприємствами
вибірки за 2005-2014 рр., тис. грн.**

	РОКИ									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ПрАТ "ЛІНІК"	11097	13390	53860	12834	51143	25133	60647	-	-	577640
ПАТ "Нафтох імік Прикарп аття"	31574	10465	5677	773	-	39079	-	-	-	-
ПАТ "Укртат нафта"	72174	22307	-	-	-	-	359880	-	-	71711
ПАТ "НК- Галичин а"	7548	-	2590	5893	-	13378	-	-	1022	60
ПАТ "ОНЗ"	15198	328	1541	-	33000	118525	-	-	-	-
ПрАТ "ХНЗ"	-	-	-	37054	86558	-	6414	-	735	1217
Всього	137591	46490	63668	56554	170701	196115	426941	-	1757	650628

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності відповідних підприємств

Прямий вплив оподаткування можна простежити за допомогою податків, розмір яких прямо залежить від розміру отримуваних доходів (наприклад, податок на прибуток) і які пов'язані з фондом оплати праці. Опосередкований вплив проявляється щодо оподаткування дивідендів або ж через «податковий клин».

Загальна сума податку на прибуток, що підлягає сплаті всіма досліджуваними корпораціями склала майже 650,6 млн. грн. за підсумками 2014 р. Протягом досліджуваного періоду цей показник значно зріс з початкових 137 млн. грн. у 2005 р.

Цікаво, що одні з найбільших темпів зростання були продемонстровані в часи розпалу фінансової кризи 2009 рр. (збільшення в 2 рази), а також у 2014 році (650 млн. грн. проти 1,7 млн. грн. у 2013 році). Також слід відмітити доволі високі темпи зростання податкових зобов'язань досліджуваних підприємств у 2011 році, коли відповідний показник зріс на 93%.

Слід об'єктивно визнати, що в умовах значної «тінізації» вітчизняної економіки та засилля ФПГ фінансова звітність не завжди релевантно відображає реальний стан речей на підприємствах. Зокрема, цілком природною практикою для вітчизняного корпоративного сектору є використання різноманітних оптимізаційних сфер у оподаткуванні, в тому числі – за рахунок трансфертного ціноутворення та оффшоризації. Зокрема, доволі симптоматичним виглядає той факт, що більшість вітчизняних корпорацій є збитковими протягом тривалого періоду часу, а при цьому змін у структурі власності не відбувається. Тобто в корпоративному секторі України відсутні інституційні засади ринкових важелів впливу на поведінку власників.

Частка сплаченого податку на прибуток у валовому прибутку компаній коливалась протягом досліджуваного періоду в силу наявності різниці в податковому обліку та бухгалтерському обліку підприємств (табл. 4.12).

**Частка податку на прибуток від звичайної діяльності
у валовому прибутку компаній**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ПрАТ "Лисичанська нафтова компанія"	28%	30%	0%	20%	116%	35%	0%	0%	0%
ПАТ "Нафтохімік Прикарпаття"	52%	0%	0%	0%	99%	0%	0%	0%	0%
ПАТ "Укртатнафта"	52%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%
ПАТ "НК - Галичина"	0%	0%	38%	0%	173%	0%	0%	0%	0%
ПАТ "Лукойл- Одеський нафтопереробний завод"	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ПрАТ "Херсонський нафтопереробний завод"	0%	0%	92%	44%	0%	0%	0%	0%	32%

Джерело: розраховано автором на основі фінансової звітності відповідних підприємств

В той же час, не можна не підкреслити, що доволі симптоматичним є той факт, що результати діяльності нафтопереробних підприємств в Україні є доволі суперечливими з погляду фіскальних факторів. Усі без винятку корпорації в окремі періоди отримували збитки відповідно не сплачували податок на прибуток. Таку ситуацію можна оцінювати і з погляду ефективності господарювання в галузі, але й вона на пряму свідчить про умови здійснення господарської діяльності в Україні.

Існування можливості перенесення податкових збитків на інші періоди, а також податкових пільг призводить до виникнення так званого відкладеного податкового активу. В той же час, наявність можливості сплачувати суми податку на прибуток в наступних періодах з часових податкових різниць призводить до існування відкладеного податкового зобов'язання. Зокрема, мова

йде про збільшення обсягів необоротних активів, частиною яких є відкладені податкові активи (рис. 4.15).

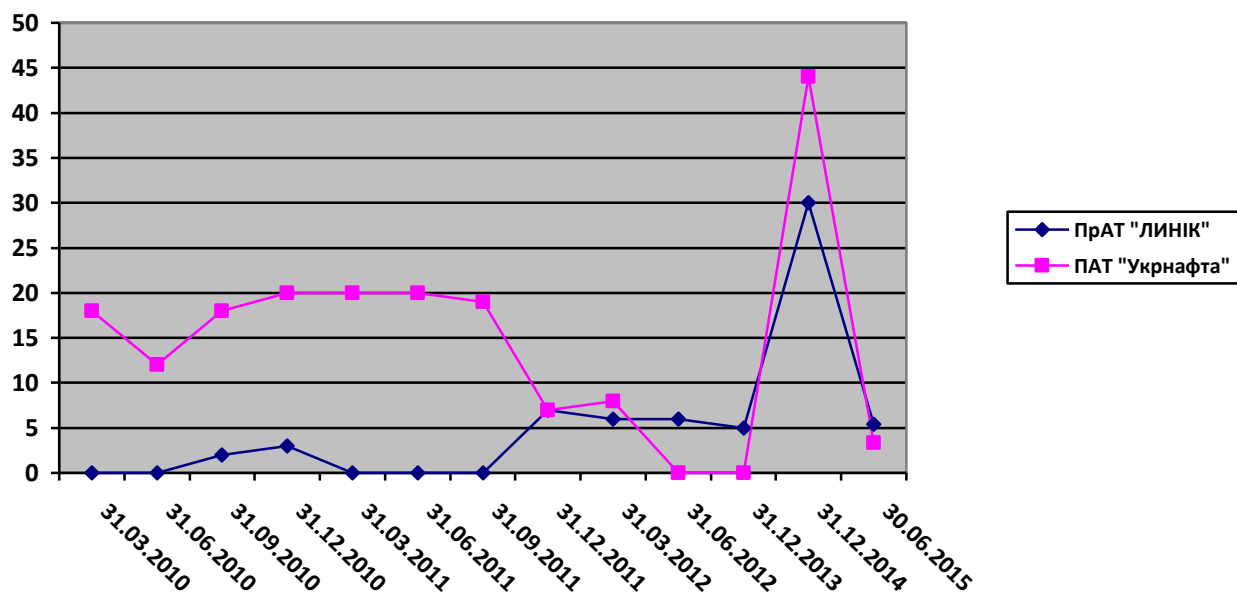


Рис. 4.15. Частка відкладених податкових активів у структурі необоротних активів досліджуваних компаній, %.

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності досліджуваних компаній

Серед досліджуваних компаній лише у ПАТ “Лисичанська нафтова інвестиційна компанія” та ПАТ “Укртатнафта” можна констатувати наявність відкладених податкових активів (ВПА).

Як видно з рис. 4.15 до кінця 2014 року у компанії ПАТ «Укртатнафта» спостерігався доволі значний рівень ВПА в структурі необоротних активів (майже 45%), що пояснюється проведенням реконструкції виробничих потужностей та запровадженням нових технологій з виробництва дизельного палива для зимових умов експлуатації.

У випадку з ПАТ «НК-Галичина», частина акцій якого належить ФПГ «Приват», мова також йде про програму тривалої реконструкції потужностей з виробництва пального. Зокрема, програма була розрахована до 2011-2012 рр. і

передбачала інвестування майже 160 млн. дол. з метою доведення якості продукції до прийнятих стандартів.

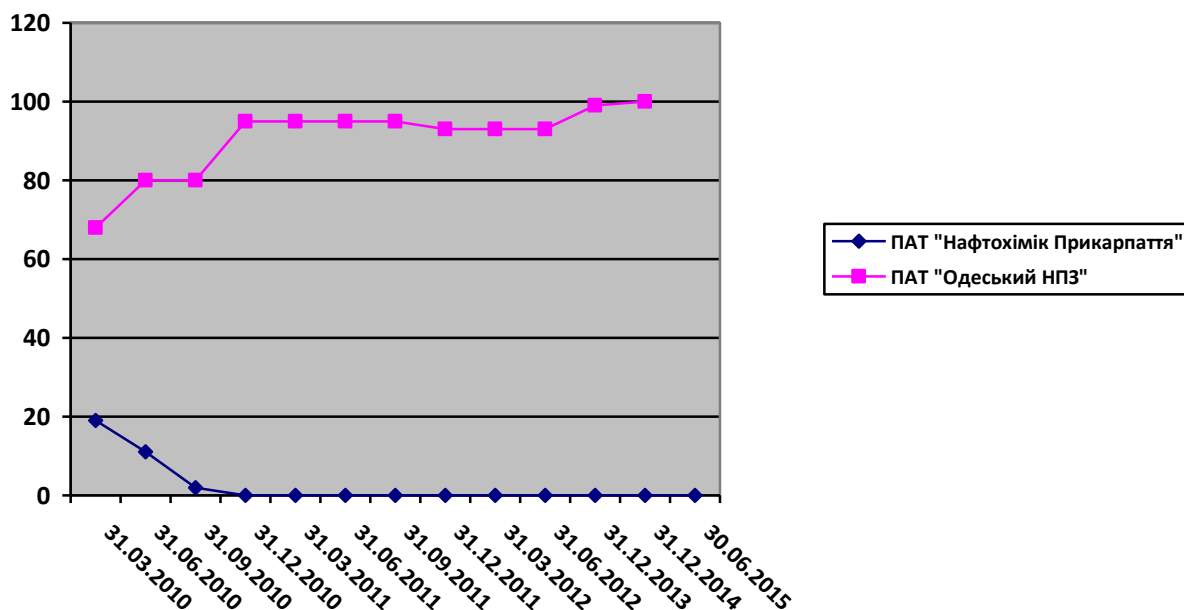


Рис. 4.16. Частка відкладених податкових зобов'язань у структурі довгострокових зобов'язань (ВПЗ) досліджуваних компаній, %.

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності компанії

У свою чергу, відкладені податкові зобов'язання (ВПЗ) входять до пасивів компанії і впливають на загальний його стан зі знаком «-». У структурі пасивів ВПЗ є частиною довгострокових зобов'язань, відповідно, підвищують борговий тягар на підприємство та збільшують фінансові ризики. Більше того, їх наявність формує надзвичайно високий рівень залежності держави від поточної фіскальної політики держави.

Особливістю формування довгострокової заборгованості 2 з 6 досліджуваних компаній є їх надзвичайно висока залежність від відкладених податкових зобов'язань (ПАТ «Херсонський нафтопереробний завод» та ПАТ «Нафтопереробний комплекс Галичина»). При цьому компанія ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття» протягом 2010-2012 рр. мала частку ВПЗ у довгострокових пасивах, що перевищувала показник у 90%.

Серед досліджуваних компаній присутні також і ті, де ВПЗ взагалі були відсутні, або ж наближалися до нульового значення. Так, мова йде про ПАТ «Укртатнафта» та ПрАТ «Лисичанська нафтова інвестиційна компанія», а також про ПАТ «Лукойл-Одеський нафтопереробний завод». У останньої компанії лише з початком 2011 року відповідний показник опустився до рівня 0%, сягнувши до цього в середині 2010 р. майже 20%. Важливо також відмітити майже 100% залежність довгострокових зобов'язань компаній ПрАТ «Лисичанська нафтова інвестиційна компанія» та ПАТ «Лукойл-Одеський нафтопереробний завод» від довгострокових фінансових зобов'язань, що обумовлюється планами з реконструкції виробничих потужностей згаданих суб'єктів.

Розрахований «податковий клин» дає можливість оцінити опосередкований вплив держави за допомогою непрямих податків на формування доходів підприємства. Враховуючи специфіку діяльності нафтопереробних заводів, можна стверджувати про необхідність врахування в даному випадку ПДВ та акцизного податку (збору до 2010 року) (рис. 4.17).

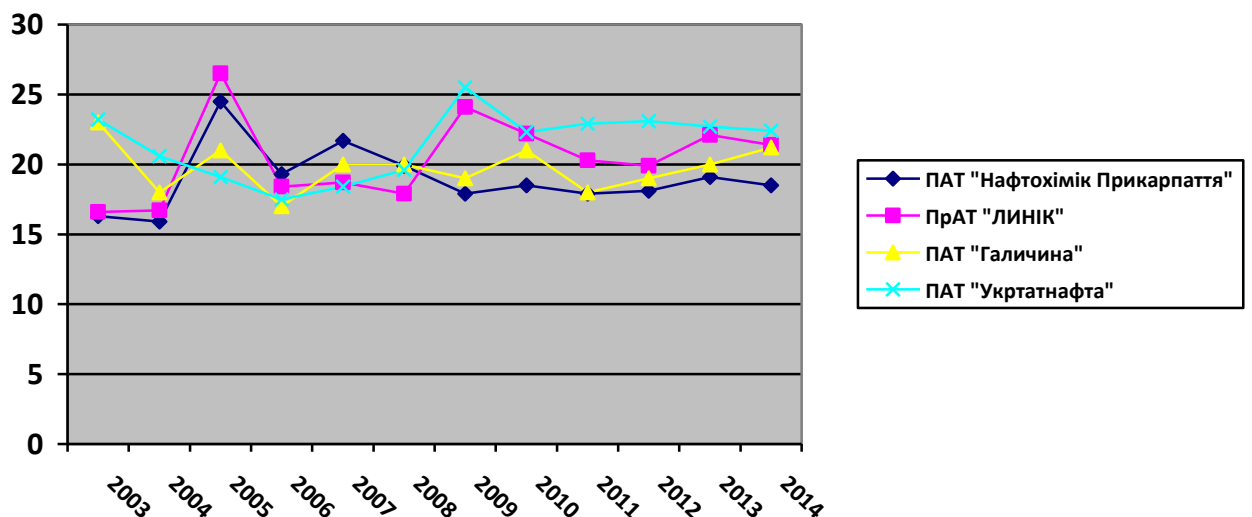


Рис. 4.17. Значення “податкового клину” по досліджуваним компаніям за 2003-2014 рр., %.

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності досліджуваних компаній

Протягом досліджуваного періоду тричі значення “податкового клину” для досліджуваних компаній наближалися до подібного значення. Так, мова йде про період 2006 р. та 2008 р., коли значення розрахованого показника серед обраних компаній в середньому 18% та 19%, відповідно.

Синхронні зміни розрахованого показника можна було спостерігати у 2006 році, коли зміни показника «податковий клин» були негативними за всіма досліджуваними компаніями і варіювались від 9% у ПАТ “Укртатнафта” до -30% у ПрАТ «Лисичанська нафтова компанія».

Дві інші компанії (ПАТ «Лукойл-Одеський нафтопереробний завод» та ПАТ «Херсонський нафтопереробний завод») протягом 2010-2011 рр. не показали прибутку. Тільки у 2014 році ПАТ «Херсонський нафтопереробний завод» отримав не було збитковим і отримало прибутки. Саме ці компанії показали і майже синхронну тенденцію розвитку показника «податковий клин» (рис. 4.18).

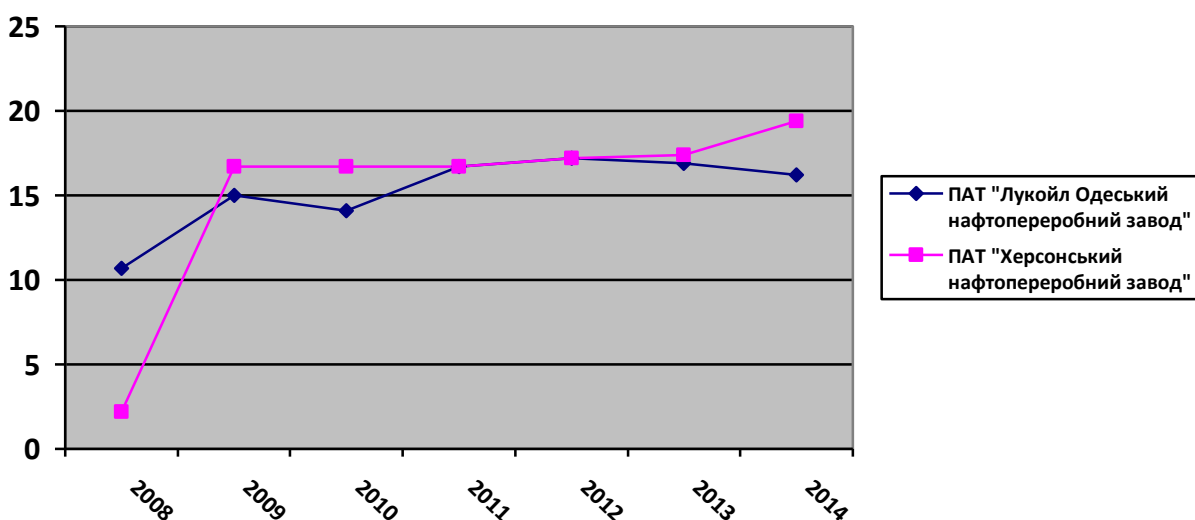


Рис. 4.18. Значення “податкового клину” по досліджуваним компаніям за 2003-2014 рр., %.

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності досліджуваних компаній

Так, продемонструвавши відмінні показники 2008 року (10,7% та 2,2%, відповідно) вищезгадані компанії вийшли на спільний показник у 16,7% за підсумками 2011 року. Спільним було й те, що за період 2008-2009 рр. обидві показали позитивні зміни за розрахованим “податковим клином” (39% та 667%, відповідно).

Проте у 2014 році спостерігалася протилежна ситуація – завдяки отриманим прибуткам, значення даного показника зросло у ПАТ «Херсонський нафтопереробний завод» і зменшилося у ПАТ «Лукойл-Одеський нафтопереробний завод».

Іншим важливим шляхом впливу на розвиток фінансів досліджуваних компаній є відрахування на обов’язкове соціальне страхування та внески до Пенсійного фонду. Згідно з діючим законодавством, ставка єдиного соціального внеску, який нараховується на фонд заробітної плати відповідає класу професійного ризику та виду діяльності (рис. 4.19).

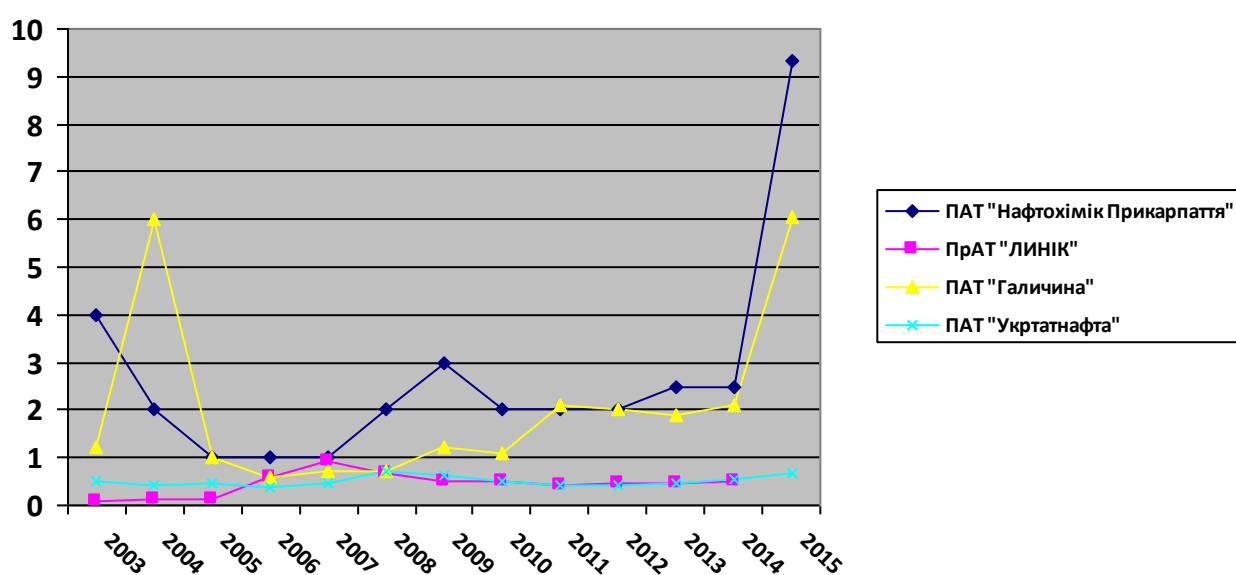


Рис. 4.19. Частка відрахувань на соціальне страхування та пенсійне забезпечення у структурі операційних витрат, %.

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності досліджуваних компаній

Формування платежів на соціальне страхування та пенсійне забезпечення протягом досліджуваного періоду в більшості випадків не перевищувало позначки у 4%. Єдиним виключенням з загальної тенденції стало ПАТ “НК-Галичина”, на якому у 2004 році частка видатків на соціальне страхування та пенсійне забезпечення в операційних витратах сягнула позначки у 6%. Зростання даного показника відбулося в силу стрімкого зменшення частки матеріальних витрат у структурі операційних витрат, які зазвичай сягають 70-80%, а протягом даного року знизились до 46%.

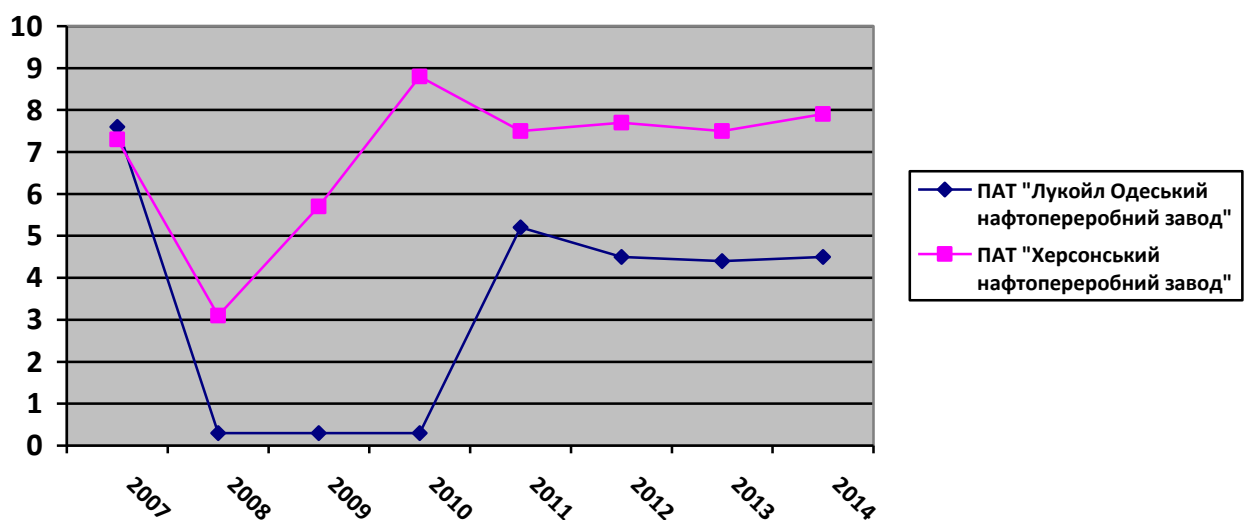


Рис. 4.20. Частка відрахувань на соціальне страхування та пенсійне забезпечення у структурі операційних витрат, %.

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності досліджуваних компаній

У двох останніх компаніях, які потрапили до вибірки, можна констатувати наявність більш високого спільного максимального значення розрахованого показника (близько 9% у 2010 році). Стрімке падіння частки витрат на соціальне страхування та пенсійне забезпечення в структурі операційних витрат також було пов'язано (як і в попередніх випадках) зі зростанням частки матеріальних витрат (наприклад, у ПАТ “Лукойл-Одеський нафтопереробний завод” цей показник сягав в такому випадку майже 90%).

Проведений аналіз продемонстрував суттєвий вплив податку на прибуток на стан фінансів досліджуваних компаній, а також вагому роль відкладених податкових активів і зобов'язань в процесі оцінки активів та пасивів виробників нафтопродуктів. В той же час, частка витрат на соціальне страхування та пенсійне забезпечення, в цілому, перебувала на незначному рівні і не становила загрози для сукупних операційних витрат.

Загалом, у світі доволі поширена практика податкового стимулювання (табл. 4.13)

Таблиця 4.13

Покращення умов оподаткування у окремих країнах світу у 2011-2012 рр.

Напрямок покращення	Країни	Особливості покращення
Запровадження або покращення електронної системи	Албанія, Білорусь, Боснія і Герцеговина, Коста-Ріка, Чеська Республіка, Грузія, Німеччина, Кенія, Панама, Російська Федерація, Саудівська Аравія, Словаччина, Словенія, Україна, ОАЕ, Уругвай	В Україні запроваджено електронну систему платежів та подання звітності. Обов'язкова для використання середніми та великими підприємствами
Зниження ставки податку на прибуток на 2% або більше	Білорусь, Бруней, Фіджі, Японія, Республіка Корея, Лаос, Ліберія, Малі, Пуерто-Ріко, Словенія, Таїланд, Велика Британія	У Великій Британії ставку податку було знижено: основну ставку з 28% до 26% та ставку для малих підприємств – з 21% до 20%
Ліквідація податків або їх об'єднання (окрім податку на прибуток)	Албанія, Угорщина, Ліберія	Ліберія відмінила податок з оборотів
Спрощення системи сплати податків	Ямайка, Малі, Панама, Польща	Ямайка запровадила спільну систему для сплати всіх п'яти внесків на соціальне страхування
Зниження податків на заробітну плату та обов'язкових відрахувань	Хорватія	Зниження внесків на медичне страхування
Зміни у "каскадному" оподаткуванні продажів	Швейцарія	Запроваджено ПДВ на заміну "каскадному" податку з продажів

Джерело: [313].

Як показує світова практика, корпорації є найбільшими платниками податків. Окремі країни з метою посилення контролю та поліпшення роботи з такими платниками навіть створюють у структурі податкових органів окремі підрозділи.

Значимість великих корпорацій у формуванні податкових надходжень державного бюджету можна побачити на прикладі Австрії, в якій десять найбільших корпорацій країни забезпечують майже 10,9 % надходжень корпоративного податку, а 20 таких корпорацій — 14 % податків на доходи та прибуток у країні.

Формування привабливих для представників корпоративного бізнесу умов оподаткування є пріоритетним напрямом сучасної податкової політики, оскільки навіть попри існування низьких ставок основних податків потенційний інвестор аналізує широкий спектр різноманітних питань, які можуть виникнути в процесі бізнес-діяльності.

Проте, оцінюючи вітчизняну практику в контексті існуючого зарубіжного досвіду зазначимо, що оподаткування корпорацій у сучасних умовах характеризується наявністю цілої низки проблемних питань:

- вибір оптимального рівня оподаткування прибутку для стимулювання залучення інвестицій;
- контроль за системою трансфертного ціноутворення та «офшоризацією» вітчизняної економіки;
- необхідність оптимізації податкового навантаження на фонд заробітної плати;
- активне залучення корпорацій до соціалізації фінансових відносин, сприяння через оподаткування корпоративній соціальній відповідальності;
- налагодження взаємодії корпорацій з податковими органами в процесі адміністрування податків.

З метою релевантної оцінки особливостей корпоративного фінансового менеджменту в умовах розбудови інформаційної економіки в Україні

менеджменту підприємств репрезентативної вибірки (членам правління) було запропоновано анкету, блоки якої охоплюють різноманітні аспекти фінансової діяльності компаній (в тому числі – оподаткування).

Зокрема, менеджерам було запропоновано виділити головні «проблемні точки» запроваджених в Україні механізмів оподаткування, що найбільш деструктивно впливають на діяльність нафтопереробних підприємств. Отримані результати наведені на наступному рис. 4.21.

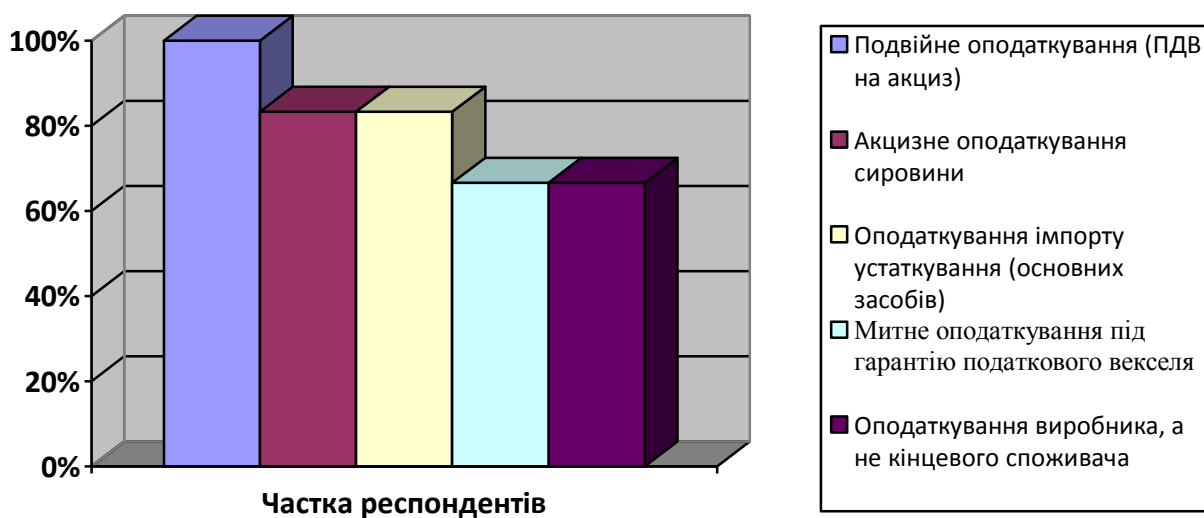


Рис. 4.21. Головні проблеми оподаткування нафтопереробних підприємств в Україні

Джерело: складено автором за даними опитування підприємств репрезентативної вибірки

Як бачимо з даних рис. 4.21, менеджмент вітчизняних нафтопереробних підприємств чітко визначив, що головні перешкоди у сфері податкової політики в Україні сконцентровані в площині непрямого оподаткування – насамперед, акцизного та податку на додану вартість. В той же час, перед тим, як аналізувати конкретні заходи, спрямовані на виправлення існуючої ситуації, зазначимо, що слід звернути увагу на недостатню комунікацію між підприємствами галузі та органами, які відповідальні за державну податкову політику. Так, підприємствам-респондентам було запропоновано визначити частку відповідей державних органів на листи-звернення щодо оподаткування

ті врахування їх позиції під час прийняття відповідної нормативно-правової бази. Як видно з отриманих даних, слід констатувати – на сучасному етапі лише надзвичайно мала частка пропозицій нафтопереробних підприємств враховується під час прийняття нормативно-правової бази (лише 4,5 %) (рис. 4.22).

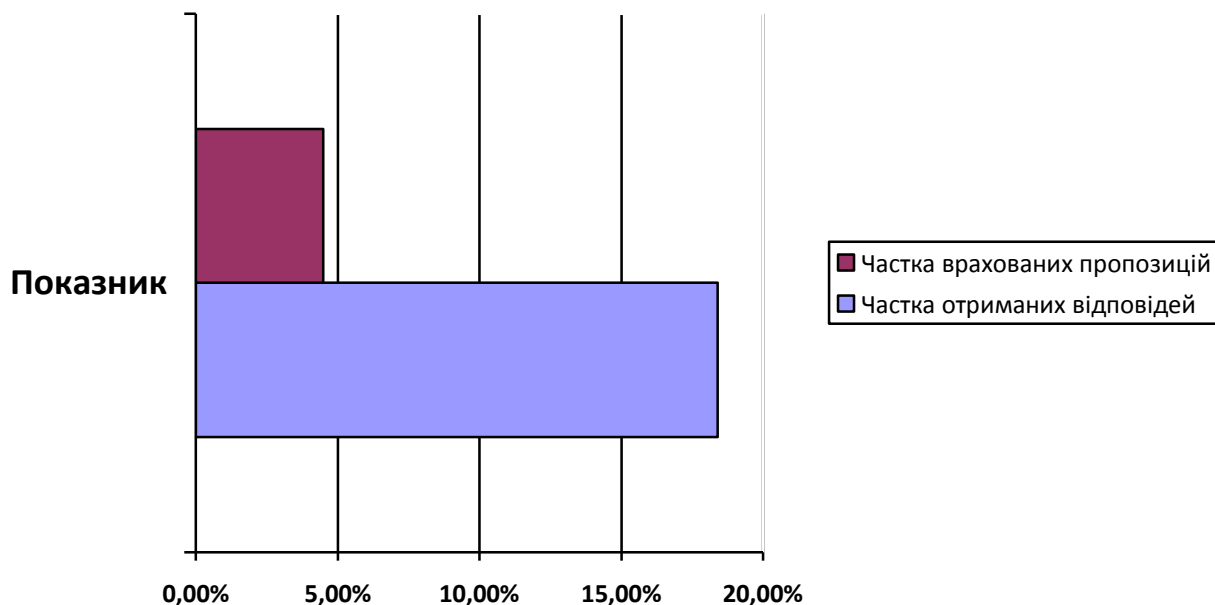


Рис. 4.22. Комунікація нафтопереробних підприємств з органами, що відповідальні за розробку та реалізацію податкової політики

Джерело: складено автором за даними опитування підприємств репрезентативної вибірки

В таких умовах складно розраховувати на ефективну податкову політику, спрямовану не тільки на задоволення фіскальних інтересів держави, але й на розвиток підприємництва. Разом з тим, слід акцентувати на необхідності вирішення найбільш складних та неоднозначних питань, виділених менеджментом підприємств.

Подвійне оподаткування. На сьогодні п.п 213.1.1 п. 213.1 статті 213 Податкового кодексу України передбачено оподаткування акцизним податком операцій з реалізації вироблених в Україні підакцизних товарів (продукції).

При цьому ставки акцизного податку наступні: бензин автомобільний – 228 євро/т; паливо дизельне підвищеної якості – 113 євро/т.

В той же час, при оподаткуванні ПДВ база оподаткування операцій з постачання товарів та послуг визначається виходячи з їх договірної вартості з врахуванням загальнодержавних податків та зборів (окрім акцизного податку з реалізації суб'єктами господарювання роздрібної торгівлі підакцизних товарів) (п. 188.1 ст. 188 Податкового кодексу України).

Звернемо увагу, що таким чином страждають виробники продукції (НПЗ, які не реалізують свою продукцію в роздріб), оскільки вони додаткового сплачують ПДВ, який нараховується на суму акцизного податку. Відповідно, п.188.1 ст. 188 Податкового кодексу України слід викласти в такій редакції: «База оподаткування операцій з постачання товарів/послуг визначається виходячи з їх договірної вартості з урахуванням загальнодержавних податків та зборів (крім акцизного податку на реалізацію суб'єктами господарювання роздрібної торгівлі підакцизних товарів, а також суб'єктами господарювання, що виробляють підакцизні товари...).

Акцизне оподаткування сировини. З метою зниження податкового навантаження на підприємства нафтопереробки слід переглянути п.п. 215.3.4. Податкового кодексу України, яким встановлено, що нафтопродукти, скраплений газ, речовини, що використовуються як компоненти моторних палив, паливо моторне альтернативне є підакцизними товарами. Таким чином, необхідно звільнити від сплати акцизів за товар, що є сировиною для виробництва підакцизних товарів. В існуючому варіанті підакцизними є і компоненти для виробництва пального, і саме пальне, вироблене з цих компонентів.

Оподаткування імпорту обладнання. Існуючий стан основних засобів на підприємствах нафтопереробки не дає підстав для оптимізму (рис. 4.23).

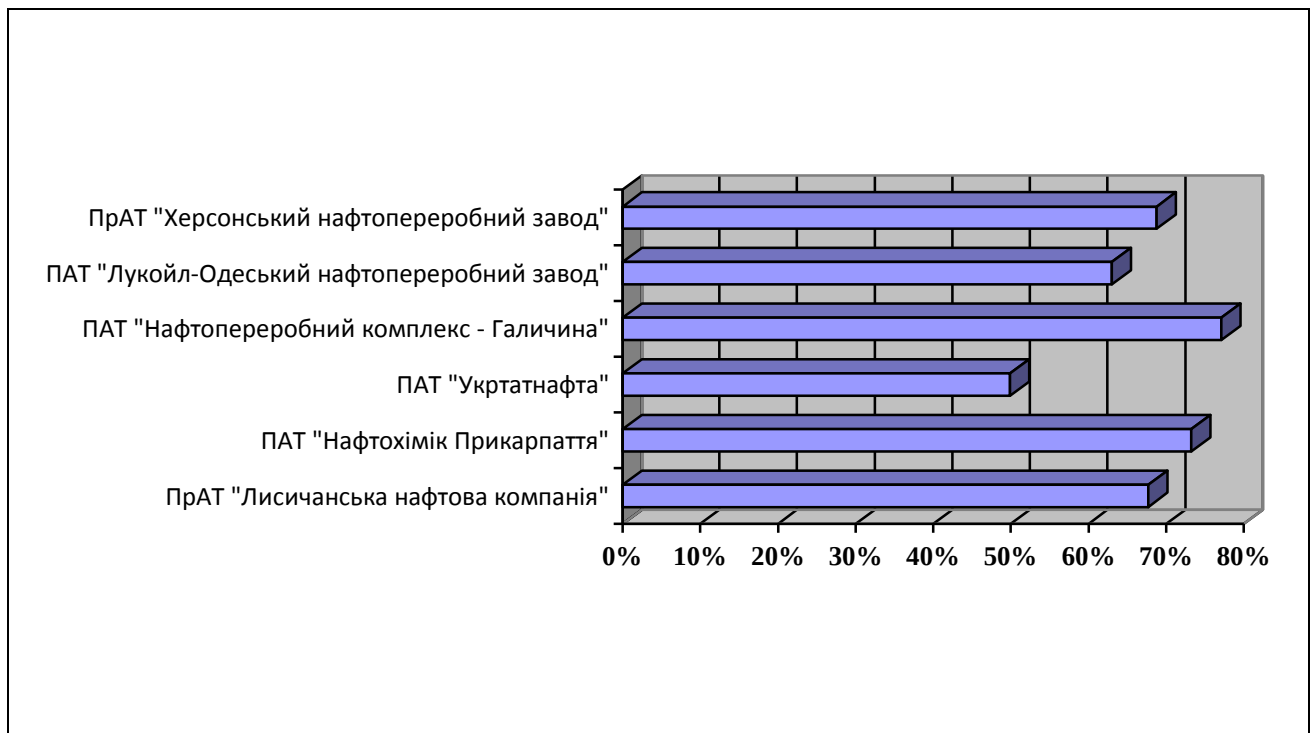


Рис. 4.23. Рівень зносу основних засобів нафтопереробних підприємств в Україні

Джерело: побудовано автором на основі фінансової звітності досліджуваних компаній

В умовах різкого погіршення технологічного рівня виробництва, слід на наш погляд, звільнити від оподаткування податком на додану вартість імпорту устаткування для будівництва основних засобів групи «А» та групи «Б».

Окреслені заходи є лише одними із великого загалу тих кроків, які слід реалізувати держави для покращення ситуації з оподаткуванням нафтопереробної галузі в Україні. Разом з тим, слід визнати що до цього часу в нашій країні не створено системи ефективної взаємодії між платниками податків та державними фіскальними органами. Фактично, існуючу ситуацію можна описати як «односторонній рух», коли держава намагається орієнтуватися в податковій політиці виключно на власні фіскальні завдання, ігноруючи при цьому інтереси платників податків.

4.4. Інформаційна асиметрія на вітчизняному ринку капіталів та її вплив на емісійну стратегію корпорацій

Основою розвитку корпоративного сектору в розвинутих країнах є фондовий ринок. Саме залучення капіталу через випуск акцій та облігацій формує переваги корпорацій над іншими організаційно-правовими формами бізнесу. Оптимальні взаємовідносини акціонерних товариств з учасниками фондового ринку є запорукою реалізації переваг, притаманних корпоративним фінансам.

Фондовий ринок важливий не тільки з позиції залучення зовнішніх джерел фінансування, його показники можна розглядати як найважливіші індикатори ефективності діяльності корпорації, а рівень ліквідності інструментів на вторинному ринку є фактором реалізації акціонерами своїх майнових та немайнових прав.

З цілого ряду причин в Україні спостерігаються інші підходи до цих питань. Протягом двох десятиліть реформ в економічній сфері сформовано суттєві диспропорції в механізмах, що забезпечують зв'язок корпоративних фінансів та ринку капіталів. Причиною таких деформацій є як суб'єктивні стереотипи, сформовані на рівні акціонерних товариств, так і недовіра учасників фондового ринку до корпоративних цінних паперів як об'єкта інвестування. Значна їх частина стосується і транспарентності вітчизняного фондового ринку.

В умовах інформаційної асиметрії корпорації намагаються максимально уникнути взаємодії з суб'єктами фондового ринку, оскільки: по-перше, емісія акцій та облігацій апріорі передбачає розкриття додаткової інформації та втрату частини контролю на управлінськими рішеннями; по-друге, фінансовий стан більшості підприємств не дає змоги розраховувати на успішність публічних розміщень цінних паперів. В таких умовах більш привабливо з позиції

менеджменту виглядають внутрішні джерела фінансування, середньо- та довгострокове банківське кредитування.

Загалом тенденції до погіршення результативності діяльності характерні як для підприємств загалом по Україні, так і для корпорацій репрезентативної вибірки (рис. 4.24).

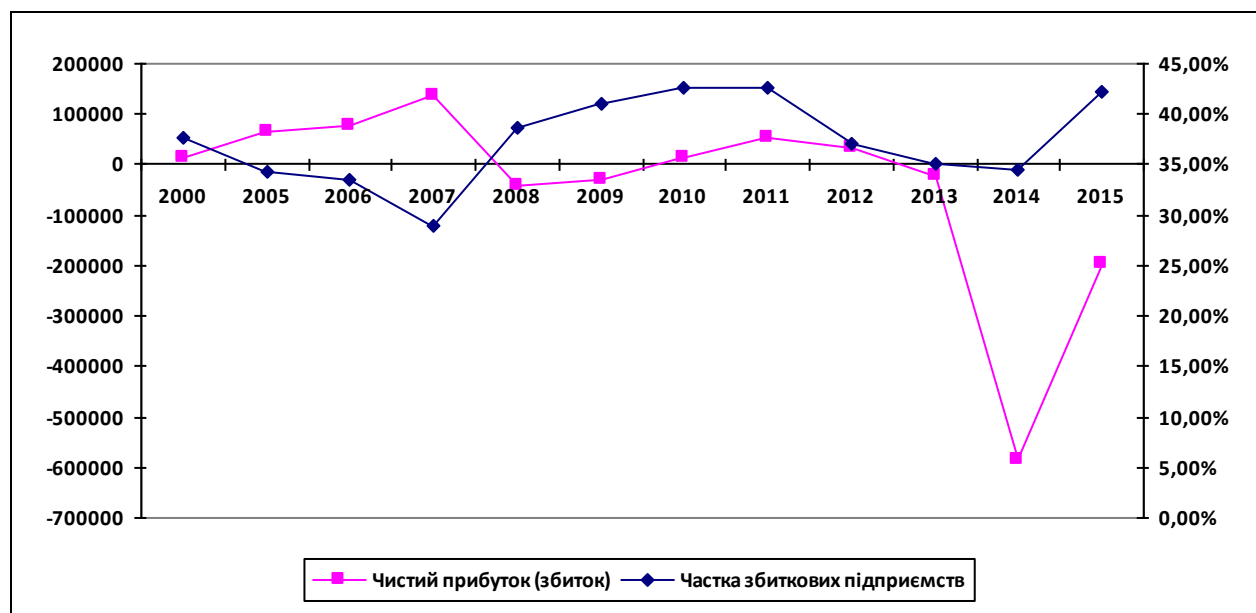


Рис. 4.24. Формування чистого прибутку підприємств в економіці України у 2005–2015 рр., млн. грн., %

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень.

Джерело: [224].

З даних рис. 4.24 видно, що в Україні склалася вкрай складна ситуація в питанні результатів підприємницької діяльності:

- незважаючи на покращення динаміки у 2010-2012 рр., частка збиткових підприємств залишилася надзвичайно високою — 37–38 % від їх загальної кількості. Середнє значення цього показника за період спостережень становить 38,4 %;
- макроекономічна ситуація суттєво впливає на результативність діяльності вітчизняних підприємств. Саме в період 2008–2009 рр. кількість збиткових підприємств значно зросла; також привертає увагу різке збільшення

накопичених збитків у 2014 році, що є природною реакцією на суттєве погіршення економічної динаміки в Україні.

Підприємства нафтопереробки протягом 2008-2014 рр. отримали такі фінансові результати (табл. 4.14).

Таблиця 4.14

**Фінансові результати, отримані підприємствами нафтопереробки у
2008–2015 рр., тис. грн.**

Назва підприємства	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ВАТ «НПІК – Галичина»	15502	–75504	7718	–24622	–38330	–68439	–68021	34714
ПрАТ «ЛПНІК»	–794080	208081	–46047	110693	–630308	–852213	–3633486	-
ПАТ «Одеський нафто-переробний завод»	–1342291	–588326	–767240	–495823	–248438	–339257	–321567	-
ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	–330055	5386	535	811	–51932	–6271	–8262	–11940
ПАТ «Укртатнафта»	–934059	–1468466	–1163755	–1484838	–263275	259820	358063	1026068
ПрАТ «Херсонський нафтопереробний завод»	40412	198572	–13757	–42248	–12009	–23164	3818	-

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності підприємств

За даними табл. 4.14 можна зробити висновки щодо результативності діяльності підприємств нафтопереробки в Україні в період 2008–2014 рр.:

1. У цілому ситуація у вітчизняній нафтопереробній галузі залишається складною — одне підприємство з шести (ПАТ «Одеський НПЗ») протягом усіх років спостережень був збитковим. Для усіх інших корпорацій кількість збиткових періодів діяльності перевищує кількість прибуткових.

2. Суттєво погіршилася ситуація у 2013-2014 рр. – в цей період тільки ПАТ «Укртатнафта» завдяки виваженій політиці вдалося отримати прибуток, тоді як інші корпорації отримали збитки (ПрАТ «ХНЗ» отримав прибуток в одному з періодів), що свідчить про недостатній характер антикризових заходів. Більше того, навіть в умовах, коли чистий грошовий потік від операційної діяльності був від’ємний, корпорації нафтопереробки не скорочували інвестиційної діяльності, що в кінцевому підсумку погіршувало фінансовий стан.

3. Рівень залежності показників результативності діяльності нафтопереробних підприємств від макроекономічних тенденцій є незначним: попри істотне покращення макроекономічної ситуації у 2011–2012 рр. галузь продовжила накопичувати збитки на відміну від багатьох інших підприємств промисловості України. Події 2013-2014 рр. стали додатковим каталізатором кризових явищ (рис. 4.25).

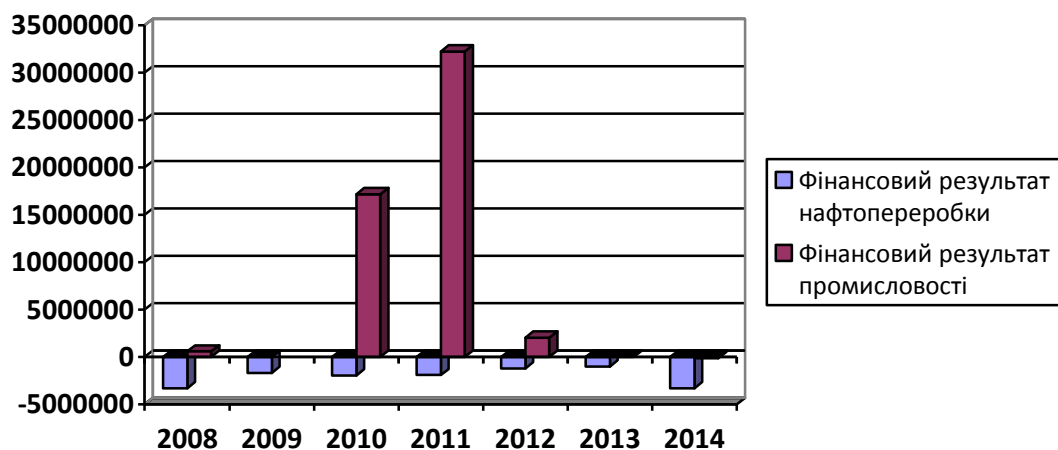


Рис. 4.25. Сукупний фінансовий результат підприємств нафтопереробки та промисловості України у 2008–2014 рр., тис. грн.

Джерело: [224].

Для оцінки впливу факторів макrorівня на фінансову результативність нафтопереробних підприємств було розраховано окремі коефіцієнти попарної кореляції. Для оцінки обрані наступні показники: фінансові результати у

промисловості; імпорт нафтопродуктів в Україну; обсяг ВВП в Україні; ціна на нафту на глобальному ринку. Отримані результати наведені на наступному рис. 4.25.

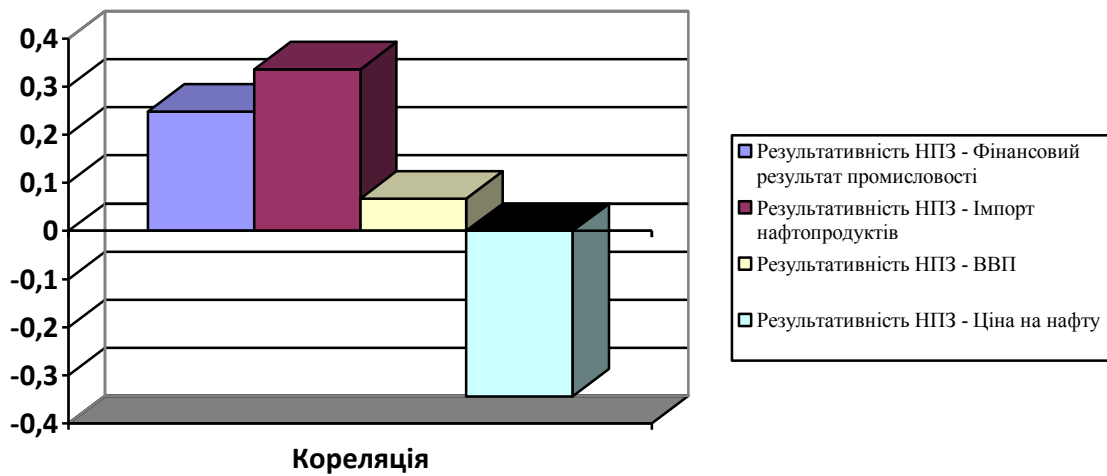


Рис. 4.26. Коефіцієнт кореляції між результативністю НПЗ та окремими макроекономічними показниками

Джерело: розраховано автором

Як видно з даних Рис. 4.26, найбільш істотна залежність отриманих вітчизняними НПЗ результатів спостерігається від імпорту нафтопродуктів; привертає увагу від'ємний показник кореляції фінансових результатів НПЗ від цінової динаміки на глобальному ринку нафти.

Для вітчизняних корпорацій нафтопереробки можна виділити кілька тенденцій у формуванні показника нерозподіленого прибутку (непокритого збитку):

1. Насамперед, привертає увагу своєрідна «синхронність» показників – показники прибутковості більшості підприємств однаково реагують на зовнішні виклики.

2. Характерною є висока волатильність – покращення результативності як правило триває не більше 1-2 років, після чого відбувається різке погіршення (як правило внаслідок впливу зовнішніх факторів –

пов'язаних з макроекономічною динамікою або ситуацією на глобальному паливному ринку). Хронічна збитковість галузі значно ускладнює для підприємств використання внутрішніх фінансових ресурсів в управлінні структурою капіталу (рис. 4.27):

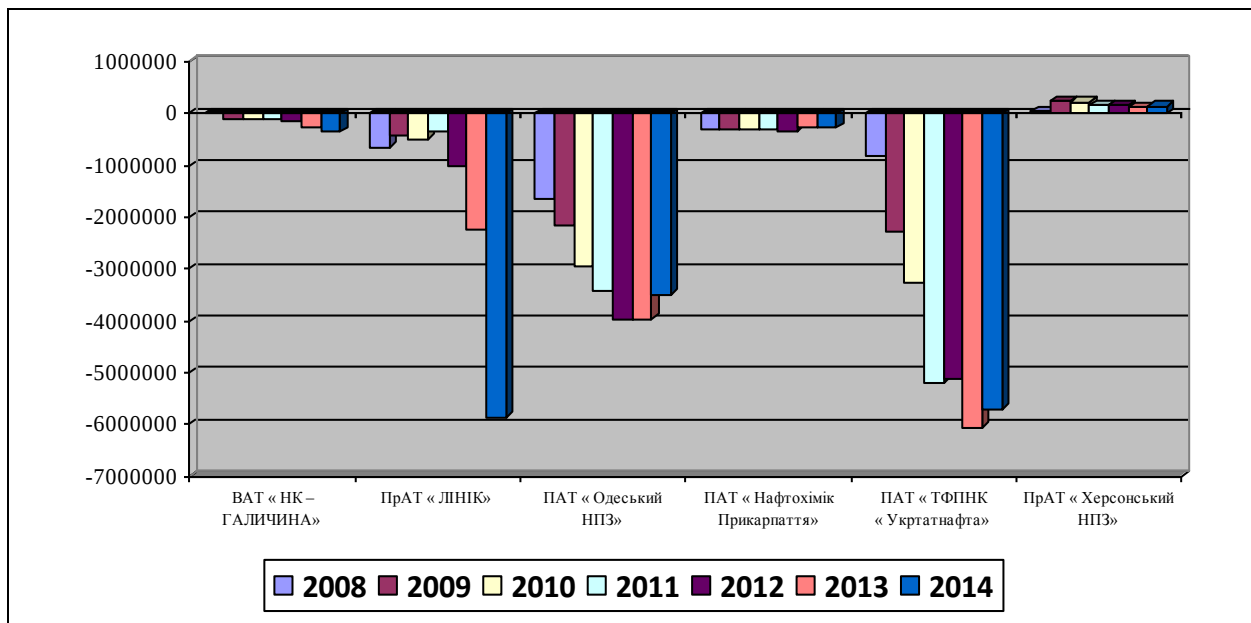


Рис. 4.27. Нерозподілений прибуток (непокритий збиток) підприємств нафтопереробки України у 2008–2014 рр., тис. грн.

Джерело: складено автором за даними підприємств

На наш погляд, у значній мірі накопичення збитків є результатом невірної інтерпретації на рівні менеджменту підприємства інформації, що міститься у фінансовій звітності. Доцільно переглянути значення фінансових індикаторів зі «Звіту про рух грошових коштів» для обґрунтування управлінських рішень у корпоративному фінансовому менеджменті.

Зокрема, існує необхідність суттєвого скорочення інвестиційної діяльності корпорації, якщо за результатами звітного періоду чистий рух коштів від операційної діяльності становить від'ємну величину, оскільки, як показано вище, за таких умов збереження існуючих параметрів інвестицій призведе до банкрутства корпорації.

Описані тенденції в цілому є протилежними порівняно з тими, що склалися в економіці України (рис. 4.28).

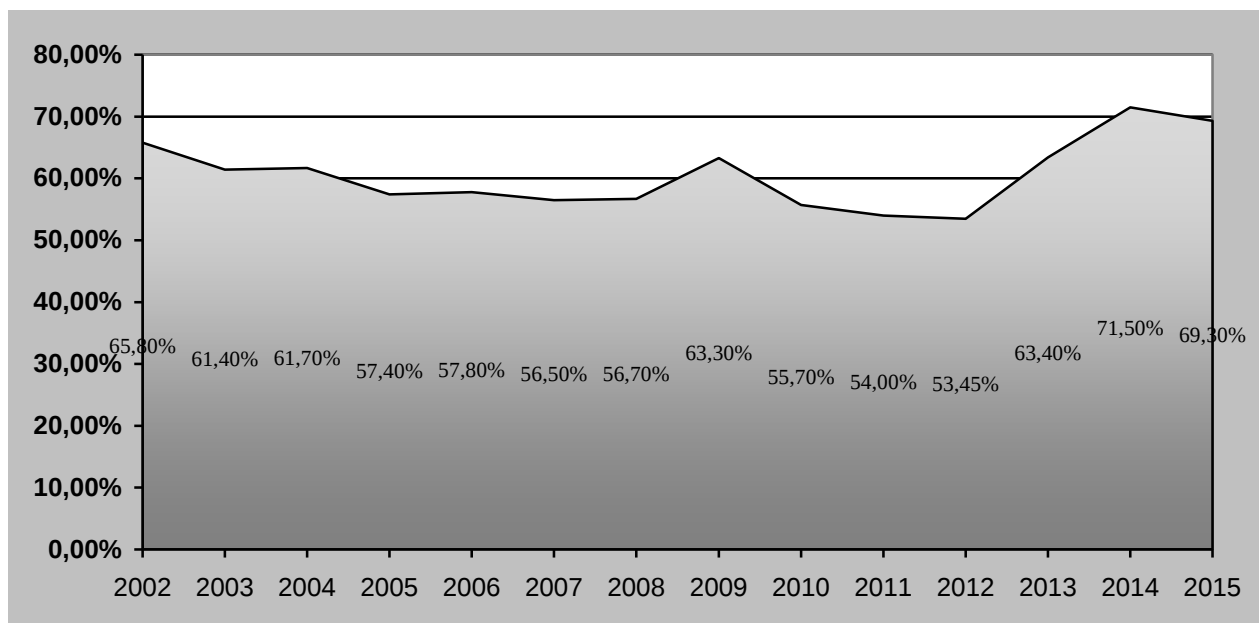


Рис. 4.28. Частка власних коштів підприємств та організацій у фінансуванні інвестицій в основний капітал в Україні, %

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень.

Джерело: складено авторами за даними Державної служби статистики України [224]

Саме власні джерела (насамперед внутрішні ресурси) протягом тривалого періоду домінують у структурі фінансування капітальних інвестицій підприємств України.

Ураховуючи умови, що склалися у вітчизняному корпоративному секторі, надзвичайно важливим зовнішнім джерелом фінансування корпоративного бізнесу стало банківське кредитування. Зокрема, саме з цих мотивів можна пояснити той факт, що станом на середину 2015 року обсяги банківського кредитування зросли до 811 млрд. грн. (рис. 4.29)⁴.

⁴ Все ж зазначимо, що в значній мірі зростання обумовлене девальвацією гривні та відповідною переоцінкою валютних кредитів

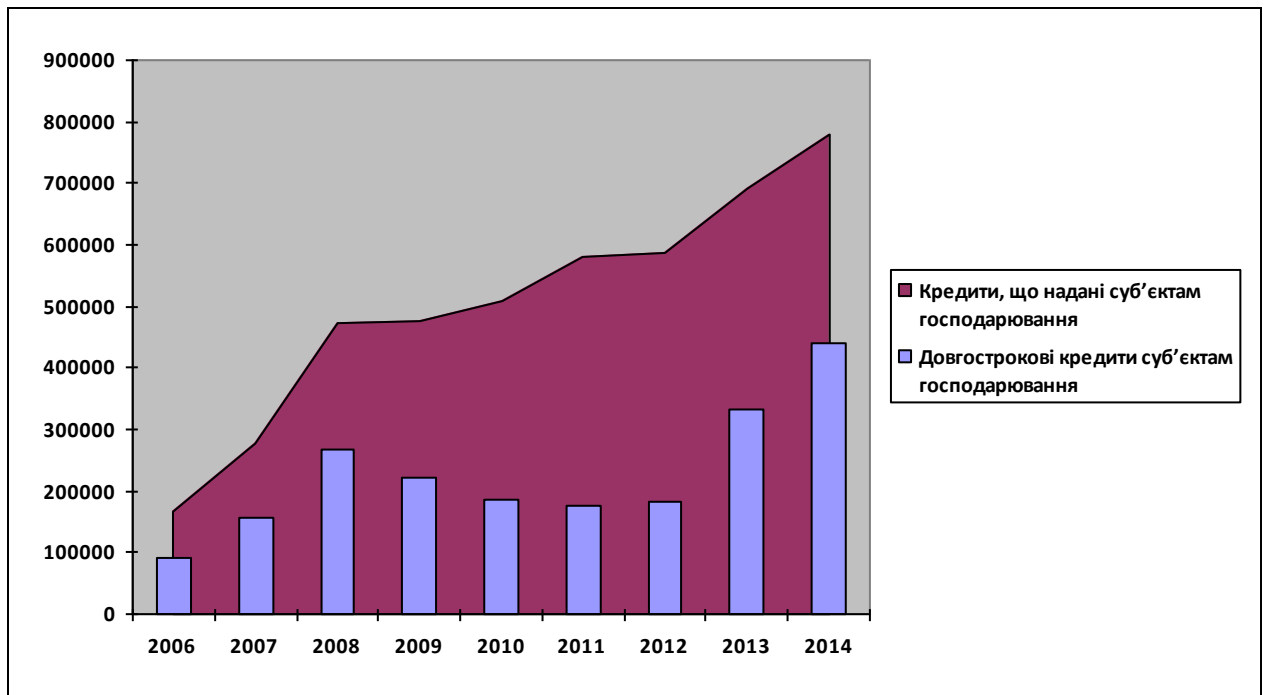


Рис. 4.29. Роль банківських кредитів у фінансуванні корпоративного бізнесу в Україні

Джерело: складено автором за даними Національного банку України [225].

На основі даних, наведених на рис. 4.29, можна, на наш погляд, зробити такі висновки щодо ролі банківських кредитів у фінансуванні підприємницької діяльності в Україні. З одного боку, починаючи з 2006 р. спостерігається тенденція до невинного зростання обсягу кредитів. З другого боку, ресурси, які залучаються вітчизняними корпораціями в банківському секторі, переважно короткострокові, що значно знижує привабливість їх використання з погляду формування показника вартості капіталу.

Окрім того, слід зважати на той факт, що ситуація у вітчизняній банківській системі не дає приводів для оптимізму. Значне зростання обсягів таких кредитів відбулося в 2009 році після початку фінансової кризи. Причому частка прострочених кредитів зросла з близько 2 % у 2008 році до 13 % у 2010 році. Через кілька років поспіль відбулось зниження як абсолютного розміру таких кредитів, так і їх частки в кредитному портфелі банків, що свідчить про

зниження кредитного ризику банків України. Проте на початку 2014 року ситуація знову змінилась – зріс як обсяг прострочених кредитів, так і їх частка.

Неоднозначними є тенденції у формуванні довгострокового боргового капіталу і для підприємств репрезентативної вибірки (рис. 4.30).

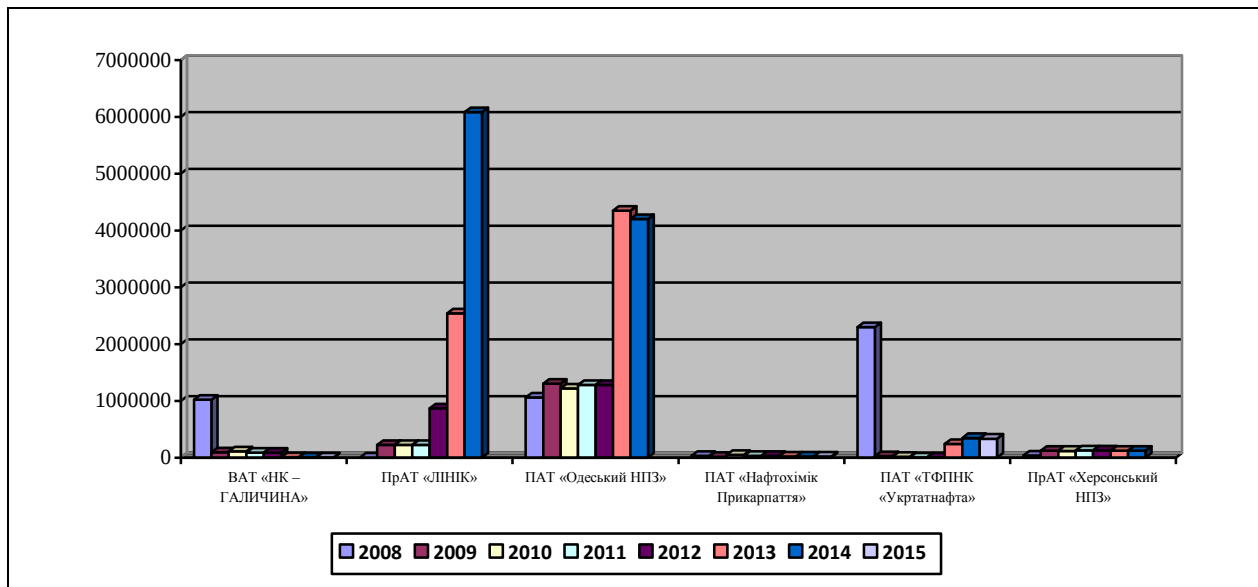


Рис. 4.30. Довгострокові зобов'язання підприємств нафтопереробки України у 2008-2015 рр., тис. грн.

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними підприємств

За показником рівня довгострокових зобов'язань усі підприємства нафтопереробної галузі можна розділити на дві групи. До першої відносять ПрАТ «ЛІНІК» та ПАТ «Одеський НПЗ», які активно використовують борговий капітал у структурі фінансування. Інші чотири корпорації мінімізують рівень боргового навантаження. При цьому ПАТ «Укртатнафта» та ВАТ «НПК – Галичина» суттєво знизили обсяг довгострокових зобов'язань у 2009 р., що було реакцією на кризові явища в економіці.

Подібні фінансові рішення є цілком природними й мають об'єктивне підґрунтя. Як зазначалося вище, фінансовий стан більшості підприємств нафтопереробки незадовільний, що значною мірою ускладнює доступ до банківських кредитів через посилення вимог щодо кредитоспроможності з боку

банків. Умови запозичень, що сформувалися у банківському секторі на цей час рр., вкрай не вигідні для підприємств, насамперед через зростання вартості (рис. 4.31).

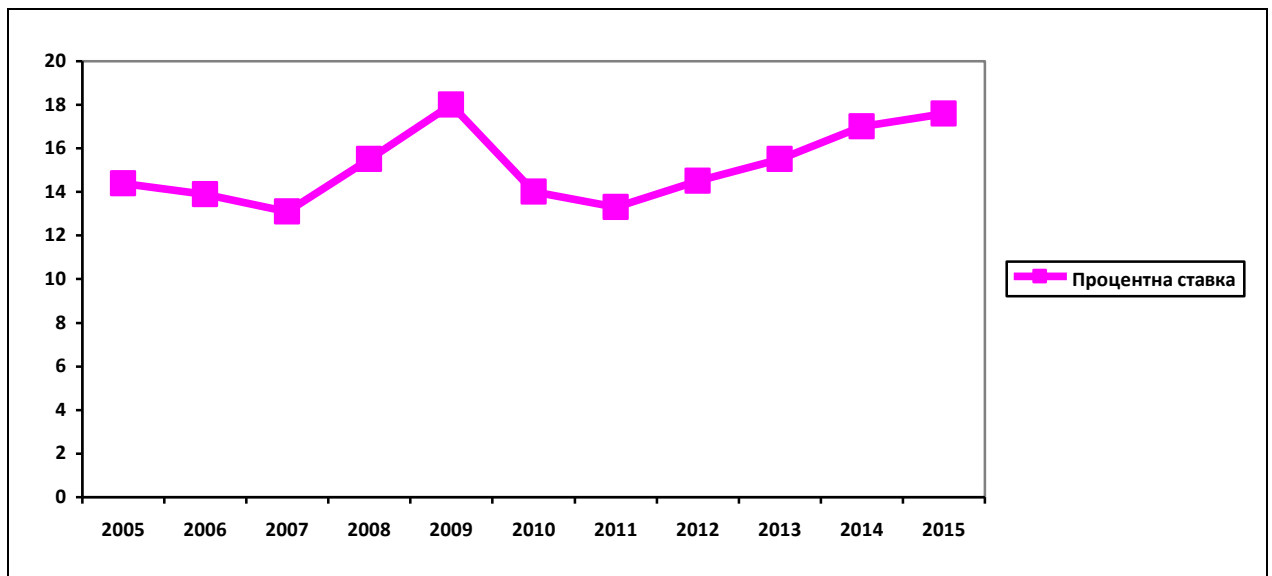


Рис. 4.31. Відсоткові ставки кредитування банками нефінансових корпорацій в Україні, %

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними Національного банку України [225]

Якщо аналізувати структуру капіталу підприємств нафтопереробної галузі, можна дійти висновку, що довгостроковий борговий капітал не відіграє значної ролі, а тенденції у використанні поточних зобов'язань у корпоративному фінансуванні неоднозначні.

Зокрема, коефіцієнт $\frac{\text{Довгострокові зобов'язання}}{\text{Активи}}$ за період 2008–2014 рр. демонструє таку динаміку (рис. 4.32).

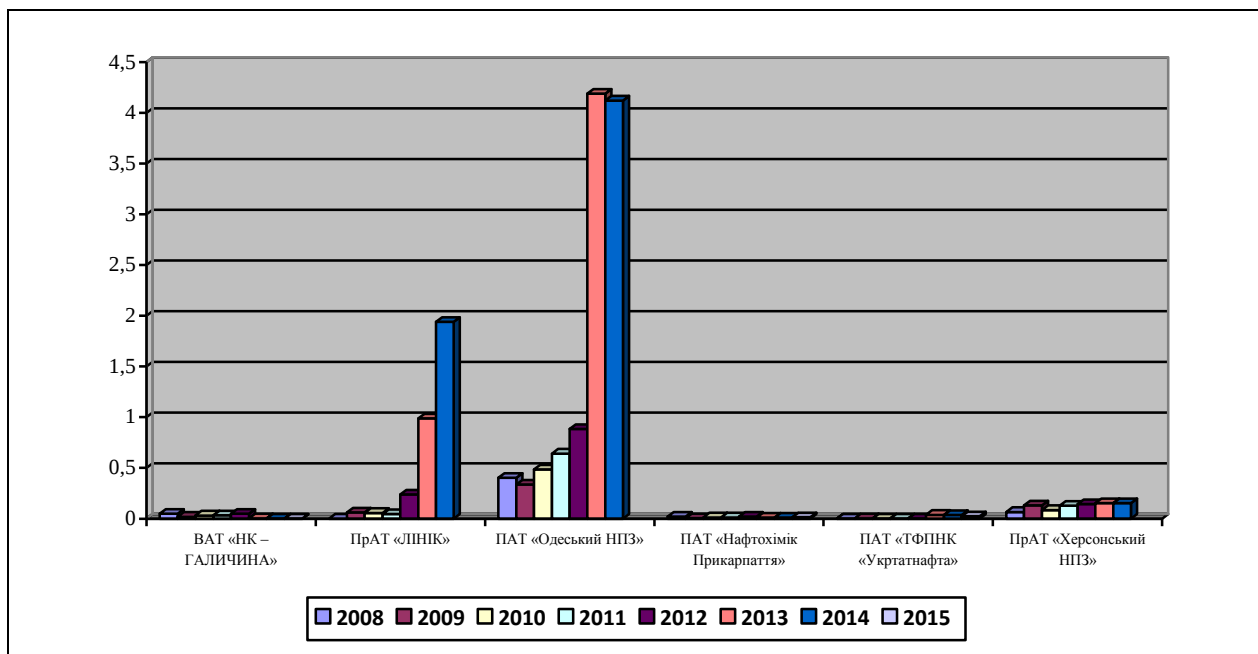


Рис. 4.32. Коефіцієнт боргу підприємств нафтопереробки України у 2008-2015 рр.

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними фінансової звітності підприємств

Більшість підприємств нафтопереробної галузі намагаються мінімізувати власні фінансові ризики зменшенням залежності від довгострокових зобов'язань у структурі як капіталу, так і зобов'язань. Хоча існує тенденція і до збільшення рівня боргового навантаження. Так, середнє значення коефіцієнта боргу за вибіркою підприємств у 2008 р. становило 0,089, тоді як у 2012 р. — вже 0,249; а у 2014 – 0,233.

Ці тенденції є ознакою суттєвих обмежень, притаманних політиці управління структурою капіталу вітчизняних корпорацій на рівні як самих підприємств, так і зовнішнього фінансового середовища, насамперед вітчизняного фінансового ринку.

У свою чергу, в управлінні борговим капіталом вітчизняні підприємства віддають перевагу поточним зобов'язанням. Такий висновок впливає з аналізу структури зобов'язань. Максимальна середня частка довгострокових

зобов'язань зафіксована для ПАТ «Одеський НПЗ» (31,27 %), мінімальна — для ПАТ «Укртатнафта» (0,1731 %).

На основі оцінювання тенденцій в управлінні структурою капіталу вітчизняних підприємств можна зробити висновки щодо існування суттєвих проблем у цій площині: по-перше, надзвичайно низька прибутковість не дає можливості використовувати повноцінно внутрішні джерела фінансування; по-друге, через низький рівень прибутковості обмеженим залишається доступ до банківського кредитування (насамперед, довгострокового); по-третє, структура акціонерного капіталу формує негативне ставлення до ринкових методів залучення акціонерного капіталу.

Своєрідна фінансова стратегія в питанні управління структурою капіталу відбивається і в дивідендній політиці вітчизняних корпорацій. На сучасному етапі, по суті, спостерігаємо повне ігнорування дивідендної політики як важливого чинника формування ринкової вартості корпорації та політики управління структурою капіталу. При цьому такі тенденції притаманні як у цілому корпоративному сектору України, так і корпораціям нафтопереробної галузі. В значній мірі така ситуація пояснюється відсутністю реальних механізмів контролю з боку дрібних акціонерів за діяльністю вітчизняних корпорацій.

В Україні дивідендна політика розглядається виключно в контексті задоволення інтересів мажоритарних власників (або міноритаріїв, які володіють акціями опосередковано). У середньому по корпоративному сектору дивіденди виплачують 10–15 % акціонерних товариств, переважна більшість з яких — підприємства державного сектору економіки. Фактично держава, як вже говорилося у п.п. 4.1, розглядає наявні у неї корпоративні права виключно в контексті задоволення власних фіскальних апетитів.

Відзначимо, що підприємства нафтопереробної галузі не виплачували дивіденди навіть у випадках, коли така можливість існувала (табл. 4.15).

**Чистий прибуток (збиток) на одну акцію підприємств нафтопереробної
галузі України у 2008-2014 рр., грн.**

Назва підприємства	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ВАТ «НПК – Галичина»	0,017805	-0,08672	0,008864	-0,02828	-0,04402	-0,08	-0,08
ПрАТ «ЛІНІК»	-0,41786	0,109496	-0,02423	0,058249	-0,33168	0	0
ПАТ «Одеський НПЗ»	-0,73539	-0,32232	-0,42034	-0,27164	-0,13611	-0,18	-
ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	-25,1547	0,410487	0,040774	0,061809	-3,95793	-0.63	-0.48
ПАТ «Укртатнафта»	-1,26115	-1,9827	-1,57129	-2,00481	-0,35547	0,0012	0,0043
ПрАТ «Херсонський НПЗ»	0,007111	0,034944	-0,00242	-0,00743	-0,00211	-0,0041	0,00067

Джерело: складено автором за даними підприємств.

На формування особливостей дивідендної політики акціонерних товариств в Україні значною мірою впливають пріоритети основних суб'єктів корпоративного управління: держави, акціонерного товариства, менеджменту та мажоритарних акціонерів.

Звернемо увагу на кілька важливих параметрів. По-перше, стратегія максимізації дивідендів на сучасному етапі характерна тільки для держави як акціонера та для міноритарних власників. По-друге, мажоритарні власники та менеджмент формують власну позицію в дивідендній політиці виходячи з можливості отримання доходів від контролю.

Імовірні параметри цільової функції для виділених груп в Україні наведені на рис. 4.33.



Рис. 4.33. Цільові функції основних суб'єктів корпоративного управління в Україні щодо розподілу чистого прибутку

Джерело: складено автором

В той же час, ресурсний потенціал фондового ринку використовується вітчизняним корпоративним сектором недостатньо. У контексті аналізу цього питання насамперед необхідно звернути увагу на особливості розвитку первинного ринку корпоративних цінних паперів, адже саме з його допомогою відбувається залучення капіталу акціонерними товариствами.

На підставі даних рис. 4.34 можна чітко окреслити тенденції, притаманні первинному ринку корпоративних цінних паперів в Україні на сучасному етапі:

- у 2003–2007 рр. відбувалося зближення обсягів первинного ринку акцій та облігацій. Загалом той період можна окреслити в контексті поширення боргових фінансових інструментів. Проте фінансова криза 2008–2009 рр. яскраво висвітлила диспропорції в розвитку боргового сегмента, які і призвели до скорочення обсягів капіталу, залученого на ринку облігацій;

- абсолютно іншою є реакція різних сегментів ринку корпоративних цінних паперів на кризові явища у вітчизняній економіці. Так, якщо обсяг зареєстрованих емісій облігацій у 2009 р. суттєво скоротився, то аналогічний показник для акцій істотно зріс;

- треба зауважити, що випуски акцій в Україні не завжди мають ринкову природу, а їх юридично закріплений публічний статус не є свідченням такого статусу де-факто. Так, у 2009 р. стрімке зростання обсягів випуску акцій пояснюється емісійною стратегією банківських установ, які в такий спосіб виконували встановлені банківським законодавством нормативи, а також забезпечували власну капіталізацію в умовах системної банківської кризи.

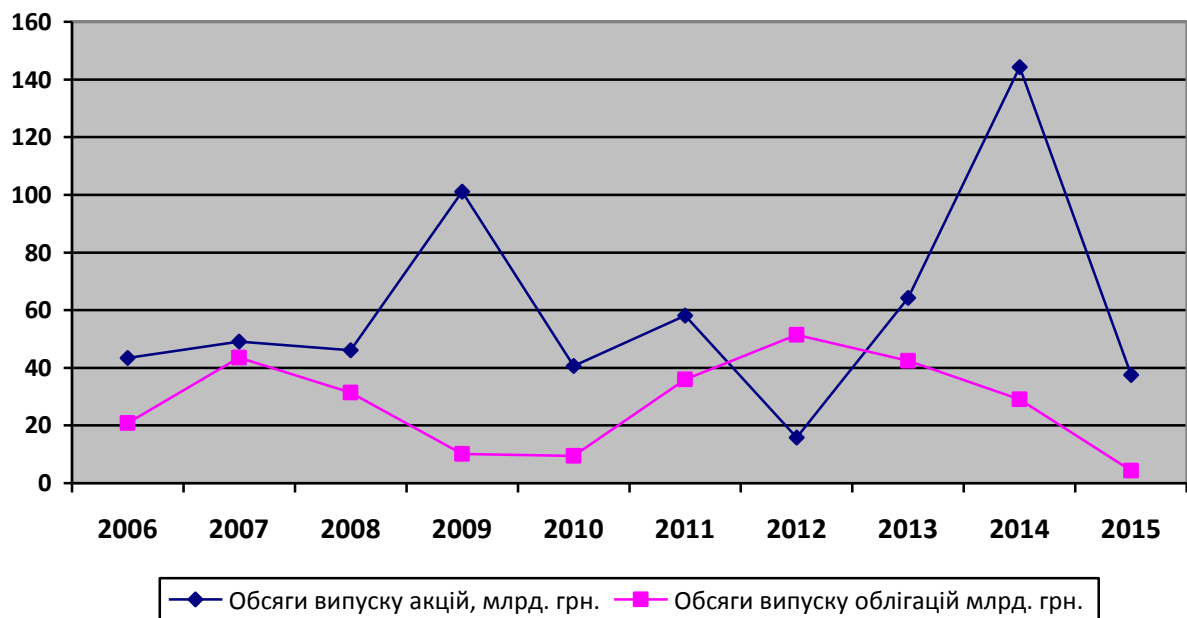


Рис. 4.34. Обсяги зареєстрованих випусків на ринку корпоративних цінних паперів України у 2006-2015 рр.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР. [199]

Висновок про «квазіринковий» характер окремих емісій підтверджується аналізом емісійної стратегії підприємств нафтопереробної галузі за останні роки (табл. 4.16).

**Емісійна стратегія вітчизняних підприємств нафтопереробної галузі
України на ринку акцій у 2008–2014 рр.**

Назва підприємства	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ВАТ «НПК – Галичина»	–	–	–	+	–	–	–
ПрАТ «ЛІНІК»	–	–	+	+	–	–	–
ПАТ «Одеський НПЗ»	–	+	–	–	–	–	–
ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	–	–	–	+	–	–	–
ПАТ «Укртатнафта»	–	–	+	–	–	–	–
ПрАТ «Херсонський НПЗ»	–	–	+	+	–	–	–

Джерело: складено автором за даними підприємств

Як видно з табл. 4.16, усі підприємства нафтопереробної галузі протягом періоду спостережень реєстрували випуски акцій, при цьому два з них — ПрАТ «ЛІНІК» та ПрАТ «Херсонський НПЗ» — здійснили дві емісії акцій. Разом з тим, якщо орієнтуватися на дані, що характеризують зростання статутного капіталу підприємств репрезентативної вибірки, стане зрозуміло, що всі без винятку випуски мають неринкову природу і пов'язані, зокрема, з дематеріалізацією акцій, зміною назви акціонерного товариства тощо.

Ігнорування ролі ринку акцій — характерна ознака фінансової стратегії більшості вітчизняних акціонерних товариств. В існуючій ієрархії джерел фінансування додаткова емісія займає останнє місце в ряду можливих варіантів залучення фінансування. Нині розірвано об'єктивний зв'язок між корпоративними фінансами та фондовим ринком. До того ж, як видно з наведених даних, ця ситуація однаковою мірою стосується як публічних, так і приватних корпорацій.

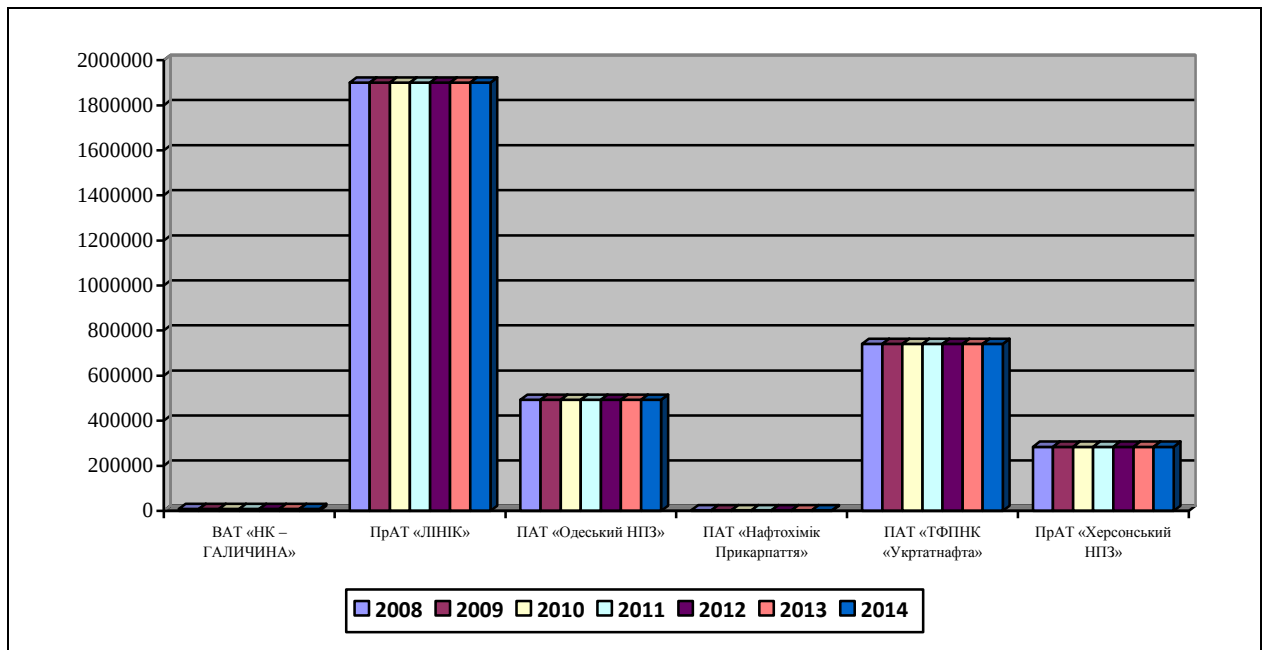


Рис. 4.35. Динаміка статутного капіталу підприємств нафтопереробки України у 2008-2014 рр., тис. грн.

Джерело: складено автором за даними підприємств

Загалом результати аналізу показують відсутність щільного зв'язку між залученням капіталу на фінансовому ринку та прибутковістю підприємств (рис. 4.36)

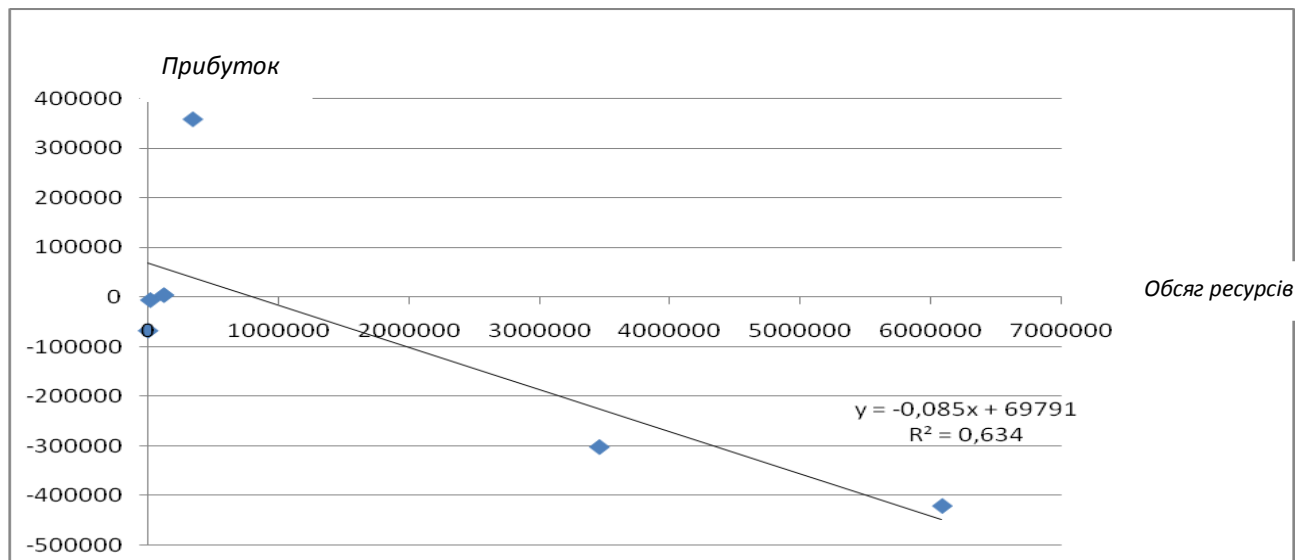


Рис. 4.36. Залежність прибутковості корпорацій нафтопереробки від залучення ресурсів на фінансовому ринку України

Джерело: розраховано автором за даними фінансової звітності корпорацій.

Виконані розрахунки доводять фактичну відсутність позитивного зв'язку між результативністю діяльності корпорацій (розрахованою на основі показника прибутку) та їх політикою формування капіталу на фінансовому ринку. Значною мірою такі тенденції є наслідком, з одного боку, низької прозорості корпоративного сектору (фінансова звітність може не відображати реальних показників діяльності корпорацій через існування «тіньового» сектору), з другого – значних диспропорцій у розвитку окремих інструментів та інституцій фінансового ринку.

Аналогічно невтішними є тенденції, які відображають ситуацію на біржовому ринку корпоративних цінних паперів. Незважаючи на те, що до вибірки нафтопереробних підприємств входять чотири публічні акціонерні товариства, їх пайові фінансові інструменти не проходили лістингу на українських фондових біржах (рис. 4.37).

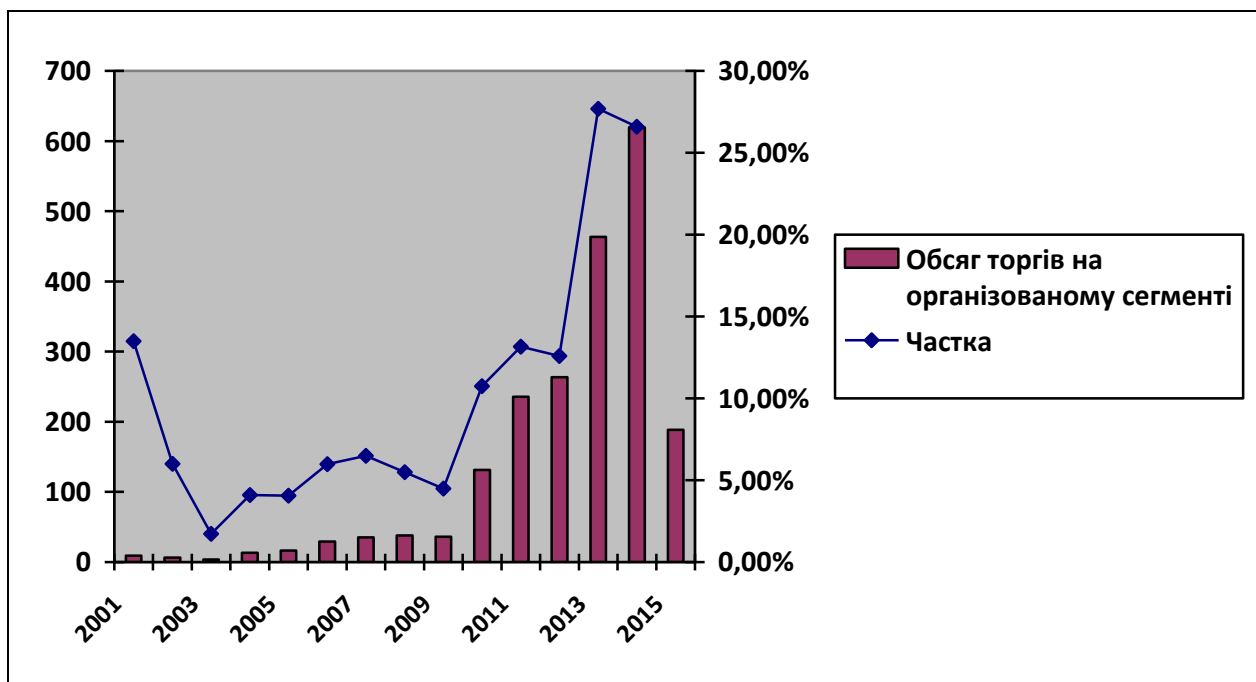


Рис. 4.37. Роль організованого ринку в торгівлі фінансовими інструментами на фондовому ринку України

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [199]

У 2010–2012 рр. спостерігається зростання частки організованого ринку порівняно з 2002–2009 рр. (коли обсяг торгів на організованому ринку жодного разу не перевищував орієнтовний показник 36 млрд. грн.).

Так, саме у 2010 р. абсолютне значення торгів уперше перевищило 100 млрд. грн., а в 2011 р. сягнувши 235 млрд грн. Причини подібного стрімкого кількісного зростання будуть розглянуті нижче, разом з тим зазначимо, що воно відбувалося на тлі загальної стабілізації фондового ринку в Україні у цей період.

Окрім того, частка організованого ринку в загальній структурі торгів залишається вкрай низькою, незважаючи на загальне зростання обсягів торгів. Її середнє значення протягом досліджуваного періоду становить 6,89 %, а максимальне, зафіксоване у 2013 р., — 27,7 %. Протягом усього більш ніж 20-річного періоду розвитку вітчизняного ринку капіталів не вдалося переломити тенденцію до переважної орієнтації більшості учасників ринку до торгів на неорганізованому сегменті.

Зокрема, загальновизнаною практикою у всьому світі є орієнтація на показники біржової торгівлі як одні з основних в ряду сигналів щодо поточного стану економіки. Окрім того, саме котирування власних цінних паперів на біржі дає публічним корпораціям явні переваги у сфері фінансування порівняно з приватними компаніями.

У цілому негативна ситуація щодо біржового ринку визначається й видами цінних паперів, які котируються за I рівнем лістингу, і інструментарною структурою біржових списків, і обмеженим переліком організаторів торгівлі, на яких котируються цінні папери за I рівнем лістингу. Загальна структура I рівня лістингу свідчить про те, що значна частина операцій на біржовому сегменті ринку капіталів не пов'язана з обігом інструментів, які випущені корпораціями виробничого сектору. Спостерігається домінуюча роль ОВДП, відповідно тенденції організованого ринку визначаються завданнями держави у сфері боргової політики. До того ж виникає питання про обґрунтованість боргової

політики держави, яка через активізацію своєї емісійної стратегії «витісняє» з ринку приватних емітентів (насамперед на ринку боргових фінансових інструментів) (табл. 4.17).

Таблиця 4.17

Структура біржової торгівлі в Україні за видами фінансових інструментів у 2007–2015 рр.

Вид фінансового інструменту	Одиниця виміру	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Акції	млрд. грн.	13,61	11,82	13,54	52,71	79,22	23,43	44,9	25,71	3,789
	%	38,72	31,30	37,60	40,15	33,65	8,85	9,69	4,15	2,011
Державні облігації України	млрд. грн.	2,77	8,55	8,18	60,86	99,12	179,1	345,87	545,76	172,365
	%	7,88	22,64	22,72	46,36	42,10	67,7	74,63	88,07	91,49
Облігації підприємств	млрд. грн.	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42	26,4	47,5	32,84	5,687
	%	49,39	43,99	19,63	5,11	9,10	9,9	10,25	5,3	3,02
Облігації місцевих позик	млрд. грн.	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,4	0,88	0,557	0,018
	%	2,25	1,22	0,08	0,11	0,20	2,4	0,19	0,09	0,01
Інвестиційні сертифікати	млрд. грн.	0,43	0,20	7,14	7,14	11,40	3,9	6,2	4,21	1,58
	%	1,22	0,53	19,83	5,44	4,84	1,4	1,34	0,68	0,83
Похідні (деривативи)	млрд. грн.	0,05	0,12	0,05	3,73	23,82	24,9	18,02	9,29	4,8
	%	0,14	0,32	0,14	2,84	10,12	9,75	3,89	1,5	2,54
Інші	млрд. грн.	0,13	—	—	—	—	—	-	-	0,158
	%	0,37	—	—	—	—	—	-	-	0,083

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [199].

З табл. 4.17 видно, що частка акцій коливалася в межах 30–40 % від загального обсягу торгів на організованому ринку, але різко впала у 2012 р. При цьому напрями зміни показників були доволі нестійкими — падіння частки акцій у 2008 р. змінилося впевненим зростанням у період 2009–2010 рр.

Навіть висока частка акцій у структурі торгів не є свідченням домінування акцій на організованому ринку, тільки у 2009 р. акції лідирували за зазначеним показником із результатом 37,6 %, тоді як у 2007–2008 рр. за обсягом торгів перше місце за рангом займали облігації підприємств, у 2010–2014 рр. — державні облігації України.

Виходячи з відповідей, отриманих на окремі питання анкети, можна зробити висновок, що обидва канали комунікаційного зв'язку між корпоративними фінансами та біржовим ринком в Україні не діють (рис. 4.38).

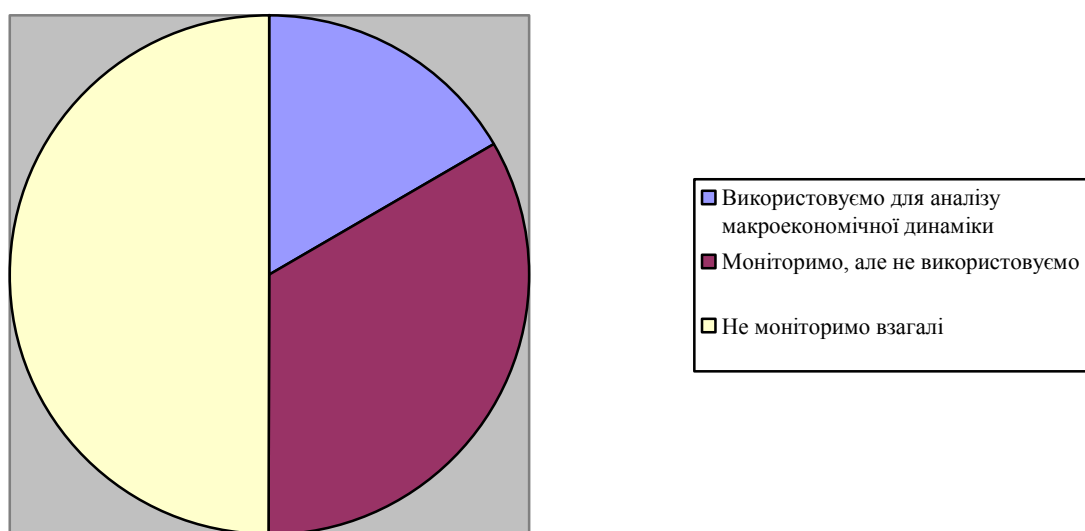


Рис. 3.38. Використання підприємствами-респондентами біржової інформації для обґрунтування власних фінансових рішень

Джерело: складено автором за даними опитування підприємств-респондентів

Як бачимо, на відміну від глобальної практики корпоративного фінансового менеджменту, в Україні біржова інформація фактично не відіграє ролі в прийнятті управлінських рішень.

Річні звіти акціонерних товариств дають змогу оцінити можливість та перспективи використання різних джерел фінансування з позицій менеджменту (табл. 4.18).

**Оцінка менеджментом нафтопереробних підприємств перспектив
залучення інвестицій**

№ з.п.	Назва підприємства	Джерела фінансування					
		Акції	DR	Облігації	Кредити	Державний та/або місцевий бюджет	Інше
1	ВАТ «НК – Галичина»	-	-	+	-	-	-
2	ПрАТ «ЛІНІК»	-	-	-	-	-	-
3	ПАТ «Одеський НПЗ»	-	-	-	+	-	-
4	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	+	-	+	+	-	-
5	ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта»	+	-	-	+	-	-
6	ПрАТ «Херсонський НПЗ»	-	-	-	-	-	+
Загальна кількість згадувань		2	0	2	3	0	1

Джерело: складено автором за даними підприємств

Як свідчать дані табл. 4.18, щонайменше в середньостроковій перспективі менеджмент вітчизняних корпорацій не бачить передумов для суттєвих змін у стратегії використання ресурсів фондового ринку. Лише два підприємства (ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття» та ПАТ «Укртатнафта») допускають використання в майбутньому додаткової емісії акцій як джерела залучення капіталу.

Окрім цього, ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття» та ПАТ «Укртатнафта» позитивно оцінюють можливість використання корпоративних облігацій. Наведені дані підтверджують, що пріоритетним джерелом фінансування для більшості підприємств є банківське кредитування (зокрема, на це вказала

половина підприємств). Одне підприємство — ПрАТ «ЛНІК» — взагалі не вважає за необхідне планувати залучення ресурсів із зовнішніх джерел у наступні три роки.

Відсутність перспектив розвитку біржового сегменту підтверджується аналізом результатів анкетування (рис. 4.39).

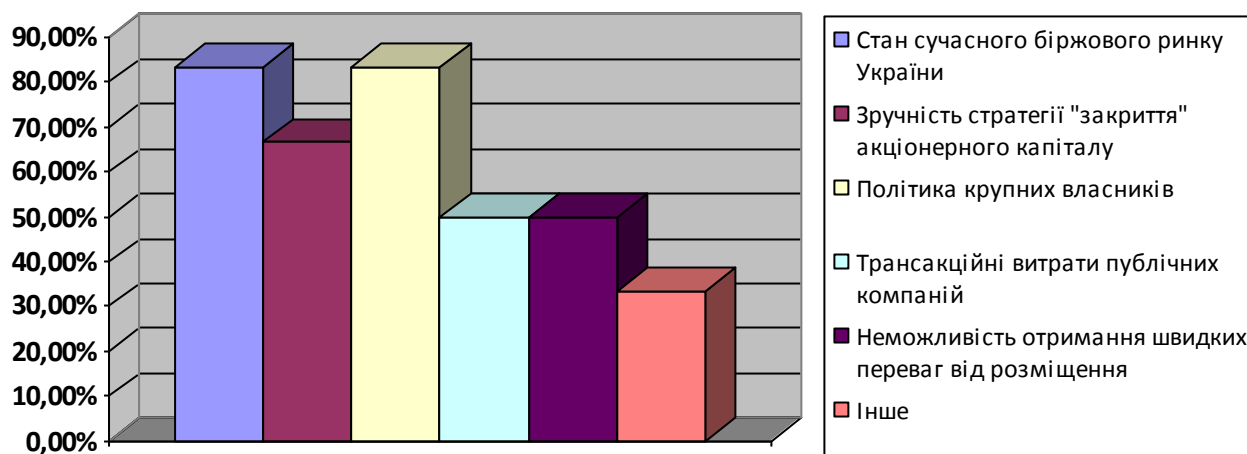


Рис. 4.39. Причини відмови підприємств репрезентативної вибірки від розміщення власних акцій на біржовому ринку

Джерело: складено автором за даними опитування підприємств-респондентів

Отже, можна зробити висновок, що фондовий ринок України характеризується значними диспропорціями в розвитку окремих сегментів; за умов обмеженого ресурсного потенціалу загострюється конкуренція між його суб'єктами, яка, проте, не знаходить адекватного відображення в якісних змінах. Окремих ринків, що виконують власні, специфічні функції в процесах розподілу капіталу, немає взагалі (наприклад, ринків гібридних корпоративних фінансових інструментів), дуже низьким є обсяг випуску похідних цінних паперів, що значно ускладнює реалізацію стратегій хеджування.

Висновки до розділу 4

Формування корпоративного сектору економіки України відбувалося в надзвичайно складних умовах. Здобуття нашою країною незалежності в 1991 р. поставило низку гострих питань щодо реформування економіки. Одним із найважливіших напрямів таких реформ, на думку їх ідеологів, мали стати трансформаційні процеси у відносинах власності. Звідси і формувався підхід до реалізації моделі приватизації. Водночас історичні передумови проведення реформ потребували врахування значущості впливу соціального чинника – більшість громадян не були готові до стрімкого розвитку приватної власності в Україні.

У сукупності це призвело до вибору приватизаційної сертифікатної моделі з наданням пріоритетів щодо придбання акцій працівникам підприємства. Наслідки такого вибору не можна назвати катастрофічними. Однак якщо його переваги вичерпали себе вже в перші роки функціонування приватизованих підприємств, то негативні наслідки спостерігаються донині.

Аналогічні труднощі притаманні і процесу формування законодавчих засад функціонування корпорацій в Україні. Протягом тривалого часу йшла боротьба навколо прийняття спеціалізованого закону в цій сфері. Відсутність окремих норм у законодавстві сприяла діяльності потужних фінансово-промислових груп, що формувалися в Україні всередині 90-х років минулого століття. Прийняття закону України «Про акціонерні товариства» можна вважати визначальним, але не кінцевим чинником формування корпоративного законодавства. Існує чимало прогалин, які потребують активної законотворчості, особливо в контексті інтеграції України у світовий фінансовий простір.

У практичній площині спостерігаються значні особливості діяльності українських акціонерних товариств. Насамперед вони стосуються формування

особливих підходів до фінансування їхньої діяльності. Слід визнати, що на сучасному етапі розвитку українські підприємства доволі обмежено використовують позитивні характеристики корпоративної форми організації бізнесу. Передусім це стосується максимальної орієнтації на використання внутрішніх джерел фінансування, тоді як ресурсний потенціал фондового ринку, особливо ринку акцій, майже не використовується. До того ж публічні корпорації ігнорують можливості розміщення власних акцій на біржовому ринку. Не в останню чергу така політика визначається можливістю отримання «доходів від контролю» окремими групами власників.

Основні положення Розділу 4 висвітлені в наступних наукових працях автора [10; 13; 14; 27; 28; 29; 31; 32; 37;38; 39; 42; 286].

РОЗДІЛ 5

НАПРЯМИ МОДЕРНІЗАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В УКРАЇНІ

5.1. Формування інформаційної економіки в Україні та місце в ній корпорацій

Роль інформації в світовій економіці стає все більшою. В останні десятиліття було сформовано глобальне інформаційне середовище, яке чинить значний вплив на суспільство в цілому та діяльність економічних суб'єктів зокрема. Україна не залишається осторонь цього процесу. Враховуючи значну кількість спеціалістів сектору ІКТ, можна говорити про значний потенціал розвитку та розбудови інформаційної економіки. В Україні слід виділити значні суперечності, характерні для сучасного етапу процесу формування інформаційної економіки.

Можна цілком погодитися з тими фахівцями, які стверджують, що становлення інформаційної економіки в Україні супроводжувалось такими особливостями [152]:

- по-перше, поява нових виробничих сил, що кардинально змінили матеріально-технічну базу виробництва за рахунок привнесення в неї автоматизації, інформаційних ресурсів та комп'ютерної техніки з глобальною мережею Інтернет;

- по-друге, інформаційна економіка характеризується впровадженням інформаційних технологій у виробництво, торгівлю та послуги, а також розвиток комп'ютерної мережі Інтернет, що є базою для створення мережеских підприємств і мережевого інтелекту;

- по-третє, в інформаційній економіці змінюється характер праці, що зумовило виникнення нового виду діяльності – інформаційного та нових форм праці, які характеризуються дистанційністю;

- по-четверте, в інформаційній економіці відбуваються структурні зміни на макро- та мікроекономічному рівнях. На мікрорівні така зміна означає появу підприємства нового типу, яке функціонує у мережі Інтернет, використовує окремо функціонуючих та територіально відокремлених робітників, а також майже не має матеріальних активів (віртуальні корпорації).

У процесі розбудови інформаційної економіки в Україні відбулось закріплення засад її розвитку в законодавчій базі. Зокрема, Верховною Радою України було прийнято Закон «Про затвердження Національної стратегії розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2006–2015 роки» [117] та Закон «Про Основні засади розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2007–2015 роки» [118].

Зокрема, цими нормативними актами передбачено у сфері е-економіки стимулювання розвитку електронної економічної діяльності або видів економічної діяльності за допомогою інформаційно-комунікаційних технологій, створення умов для:

- розвитку конкурентоспроможних високотехнологічних галузей, зокрема засобів обчислювальної техніки, радіоелектроніки, телекомунікаційного устаткування і програмного забезпечення, високотехнологічного машинобудування;

- розвитку електронного ринку як системи економічних відносин у віртуальному просторі, що складаються у процесі торгівлі послугами або товарами за допомогою інформаційно-комунікаційних технологій;

- стимулювання створення нових підприємств, зайнятих виробництвом високотехнологічного устаткування і продукції;

- збільшення обсягів експорту продукції і послуг;

- підвищення економічної ефективності використання об'єктів інтелектуальної власності.

За результатами виконання стратегічних документів планується досягнення окремих кількісних показників, проте вже зараз зрозуміло, що зважаючи на гостру економічну кризу, втрату частини територій досягти встановлених показників не вдасться (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Контрольні показники та індикатори розвитку інформаційного суспільства

Найменування індексу	Значення індексу за роками		
	2013	2015	2020
1. Глобальний індекс конкурентоспроможності (WEF Global Competitiveness Index)	70 місце	65 місце	50 місце
2. Індекс технологічної готовності (WEF Technological Readiness Index)	80 місце	65 місце	50 місце
3. Індекс мережевої готовності (WEF Networked Readiness Index)	73 місце	65 місце	60 місце
4. Готовність уряду (Government readiness)	120 місце	90 місце	60 місце
5. Використання урядом інформаційно-комунікаційних технологій (Government usage)	73 місце	65 місце	55 місце
6. Рейтинг за електронною готовністю (EIU eReadiness Ranking)	63 місце	58 місце	50 місце
7. Індекс електронного уряду ООН (UN e-Government Index)	65 місце	60 місце	50 місце

Джерело: систематизовано автором

Роль інформації в світовій економіці стає все більшою. В останні десятиліття було сформовано глобальне інформаційне середовище, яке чинить значний вплив на суспільство в цілому та діяльність економічних суб'єктів зокрема. Україна не залишається осторонь цього процесу – кількість користувачів телекомунікаційних технологій та мережі Інтернет в Україні в цілому зростає (табл. 5.2).

**Окремі показники інформатизації населення України у 2010-2015 рр., тис.
користувачів**

<i>Рік</i> <i>Показник</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Абоненти мобільного зв'язку	53928,8	55576,5	59343,7	62458,8	61170,2	61740,8
Абоненти кабельного телебачення	3455,8	3492,4	3549,9	3282,3	2940,1	2659,5
Абоненти Інтернету	3661,2	4178,0	5063,4	5957,4	5892,3	6058,2

Примітки: Дані за 2015 рік за січень-червень.

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України [224].

Як бачимо з наведених даних, в Україні швидкими темпами збільшувалась кількість абонентів мобільного зв'язку та мережі Інтернет. Дещо скоротилась кількість користувачів послуги кабельного телебачення, проте це можна пояснити його витісненням трансляціями через мережу Інтернет.

Щоправда, згідно з даними наведеними в табл. 5.2, проникнення Інтернету, тобто відношення кількості користувачів до загального обсягу населення, є досить низьким. Інтернет Асоціація України вважає їх недостовірними, про що направила в Міжнародний союз електрозв'язку, який займається в тому числі публікацією ключових статистичних даних, відповідного листа []. На жаль, описана ситуація є зайвим свідченням ситуації щодо інформатизації з боку держави.

Показник проникнення Інтернету є досить важливим та впливає на рівень інвестиційної привабливості країни. На замовлення Асоціації було проведено власне дослідження, яке демонструє значно вищі показники (рис. 5.1).

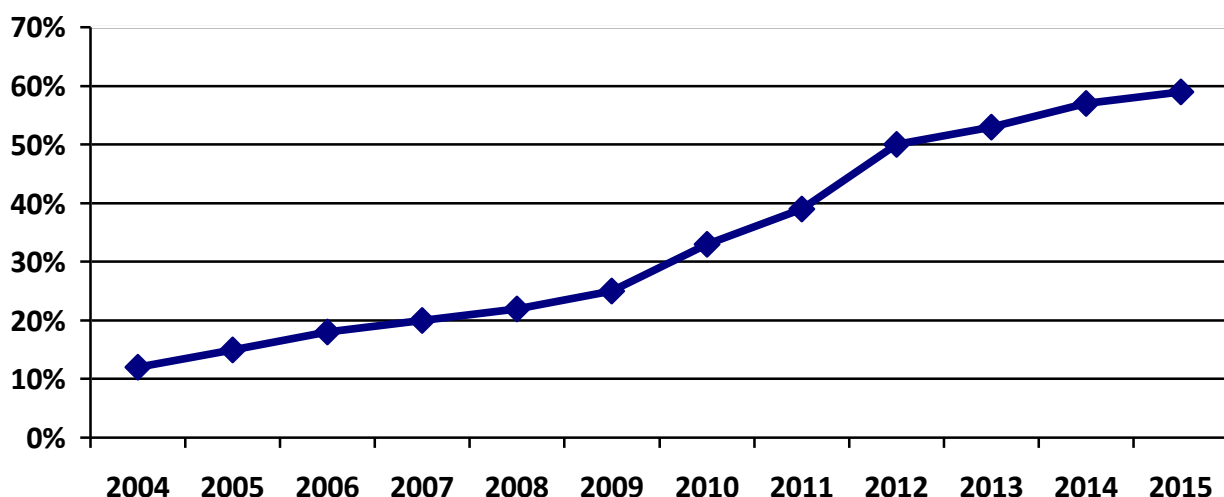


Рис. 5.1. Проникнення Інтернету в Україні, 2004 – 2015 роки, %

Джерело: побудовано автором за даними Інтернет Асоціації України [249].

Як показує рис. 5.1, частка користувачів мережі Інтернет в Україні впродовж досліджуваного періоду постійно зростала. Для 2015 року цей показник становить 59 %.

Проте даний рівень проникнення є досить низьким порівняно з розвиненими країнами. Для них характерна частка користувачів мережі Інтернет у загальній кількості населення на рівні 70 % – 90 %. Таким чином, можна сказати, що в Україні є значний потенціал до поширення Інтернету та збільшення кількості його користувачів.

Це підтверджують і міжнародні рейтинги та індекси, які доволі часто використовуються для оцінки інвестиційної привабливості країни та її економіки. Особливо варто відмітити значне зростання індексу електронного уряду ООН. В цілому можна погодитися, що в Україні поступово налагоджуються поширені у розвинених країнах форми взаємодії між державними органами та бізнесом, проте такі трансформації є надзвичайно повільними і не відповідають потребам насамперед суспільства та очікуванням бізнесу (рис. 5.2).

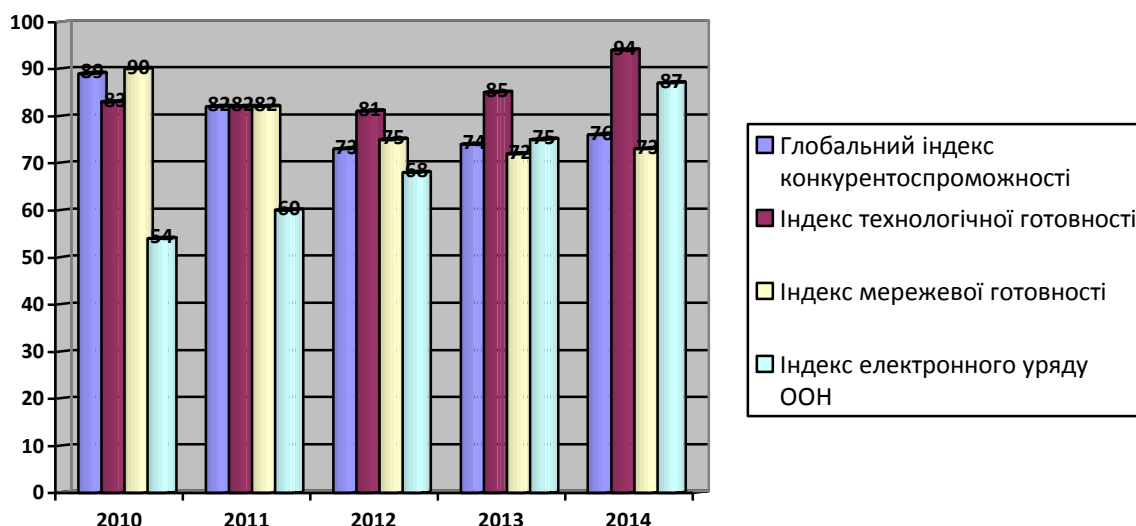


Рис. 5.2. Індекси, що характеризують розвиток ІКТ в Україні, 2010 – 2014 роки

Джерело: [224].

Разом з тим, практична значимість таких інструментів залишається низькою. Зокрема, підприємствам репрезентативної вибірки було запропоновано оцінити рівень електронного урядування в Україні. В результаті опитування отримано наступні відповіді:

- високий та середній – по 0 %. Тобто жоден респондент не відзначив практичну значимість запроваджених в Україні форм електронного урядування для ведення власного бізнесу. Усі респонденти відзначили, що на сучасному етапі держава як правило обмежується декларативними діями, а в практичній площині – тільки створенням різноманітних баз даних та інформаційних ресурсів, ефективність яких низька;

- 66,6 % респондентів охарактеризували існуючий рівень електронного урядування як низький з тенденцією до зростання. Респонденти відзначили прогрес у сфері формування необхідної нормативно-правової та нормативно-технічної бази, у тому числі, єдиних стандартів, протоколів та

регламентів взаємодії суб'єктів електронного урядування, законодавче визначення електронних державних послуг;

- 33,4 % підприємств респондентів визначили існуючий рівень електронного урядування як низький без суттєвого прогресу. В перше чергу підприємства НПЗ виокремили суттєві проблеми у сфері двосторонньої взаємодії органів державної влади та органів місцевого самоврядування з фізичними та юридичними особами. В Україні діє законодавство щодо опрацювання звернень громадян (як правило, до менеджменту корпорацій та державних органів звертаються акціонери-міноритарії), втім більшість відповідей носять формальний характер, не дозволяють вирішити проблему по суті.

Варто відмітити, що інформатизація в Україні відбувається нерівномірно. Переважну більшість користувачів становлять люди віком від 15 до 29 років. Також високу частку має група віком від 30 до 44 років. Враховуючи це, можна стверджувати про значні перспективи подальшої інформатизації. Нерівномірним є й територіальний розподіл користувачів. Переважна більшість із них проживає в Центрі та на Сході країни. Досить низькою є частка сіл – основна маса користувачів знаходяться у великих містах.

В цьому контексті слід звернути увагу не тільки на існування сучасних каналів комунікації в економіці України, але й на їх використання корпораціями. Зокрема, як вже зазначалося вище, в структурі власності вітчизняних підприємств нафтопереробки є значна кількість міноритарних акціонерів, а також держава-акціонер.

Відповідно, виникає питання щодо форм фінансової комунікації з такою групою власників. На цей блок анкети було отримано достатньо симптоматичні відповіді, які свідчать, що абсолютна більшість підприємств репрезентативної вибірки обмежуються формальними заходами, в межах передбачених законодавством (рис. 5.3).

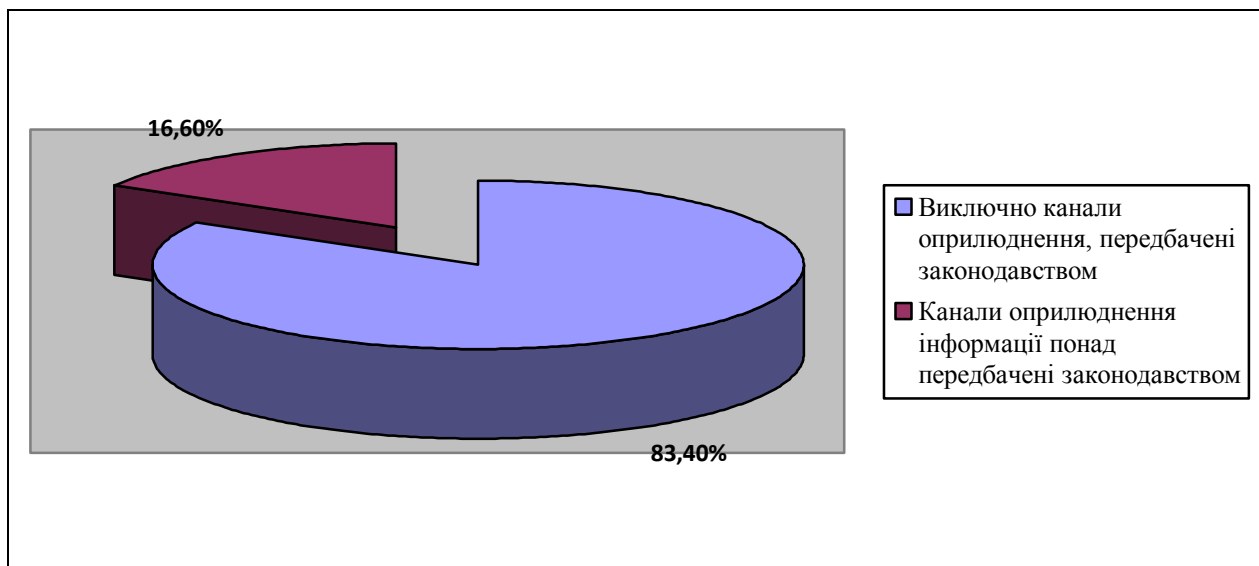


Рис. 5.3. Канали оприлюднення інформації про діяльність підприємств нафтопереробки, %

Джерело: складено автором

Економічний ефект від надання послуг інформатизації в Україні поступово зростає та показаний на рис. 5.4. При цьому, звернемо увагу на той факт, що зростання показників відбувається на тлі економічної кризи

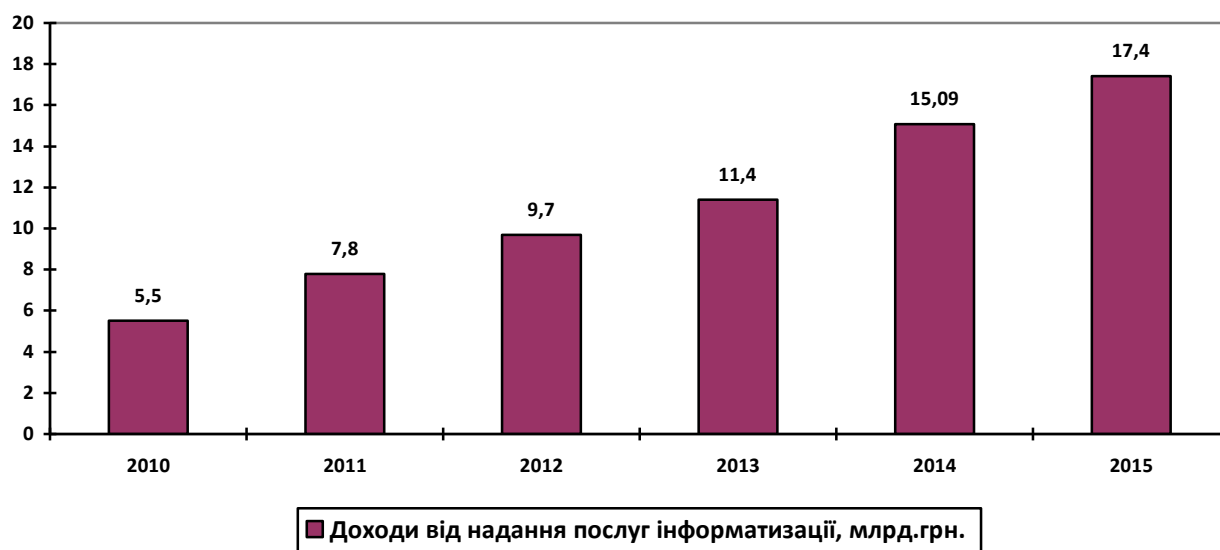


Рис. 5.4. Доходи від надання послуг інформатизації, 2010 – 2014 роки, млрд. грн.

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – прогноз.

Джерело: систематизовано автором [224]

Враховуючи відносно низькі показники проникнення мережі Інтернет на даний момент в Україні, можна спрогнозувати й подальше збільшення доходів компаній, що надають послуги інформатизації.

Значення рівня інформатизації відображається не тільки у доходах компаній. Як зазначалося вище (див. Розд. 2), формування глобального інформаційного середовища значно полегшує співпрацю між різними країнами та надає широкому колу фахівців можливість пропонувати аутсорсингові та інші послуги за кордоном.

Обсяг експорту послуг ІКТ в Україні значно перевищує імпорту та постійно зростає. Так, протягом 2011 – 2014 років він зріс із 0,48 млрд. грн. до 1,25 млрд. грн., та станом на останній розглянутий у дослідженні період більш ніж у 3 рази перевищував імпорту. Сектор ІКТ є одним із найбільш перспективних у країні та може і повинен, зважаючи на науковий потенціал України, стати локомотивом економічного зростання (рис. 5.5).

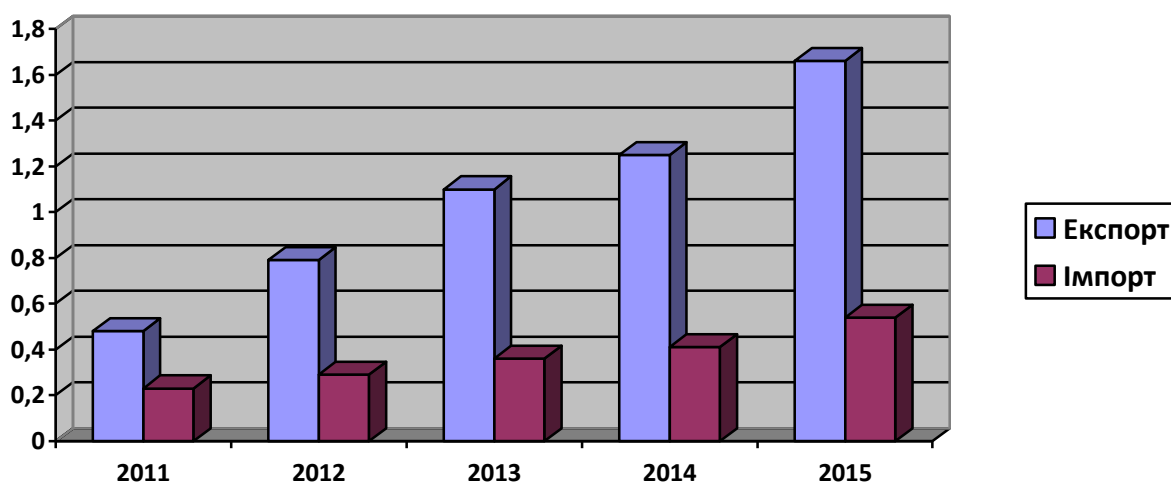


Рис. 5.5 Обсяги експорту та імпорту комп'ютерних та інформаційних послуг в Україні, млрд. дол. США

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – прогноз.

Джерело: побудовано автором за [224].

Одним із прямих наслідків інформатизації є розвиток електронної комерції. До неї відносять всі фінансові та торгівельні трансакції, що здійснюються з використанням комп'ютерних мереж. Згідно з результатами дослідження Української асоціації директ-маркетингу, після падіння курсу гривні у 2014 році обсяги ринку почали падати (в доларовому еквіваленті). Дані за 2014 рік показують той же результат, що спостерігався на ринку в 2012 році – 1,6 млрд. дол. (рис. 5.6).

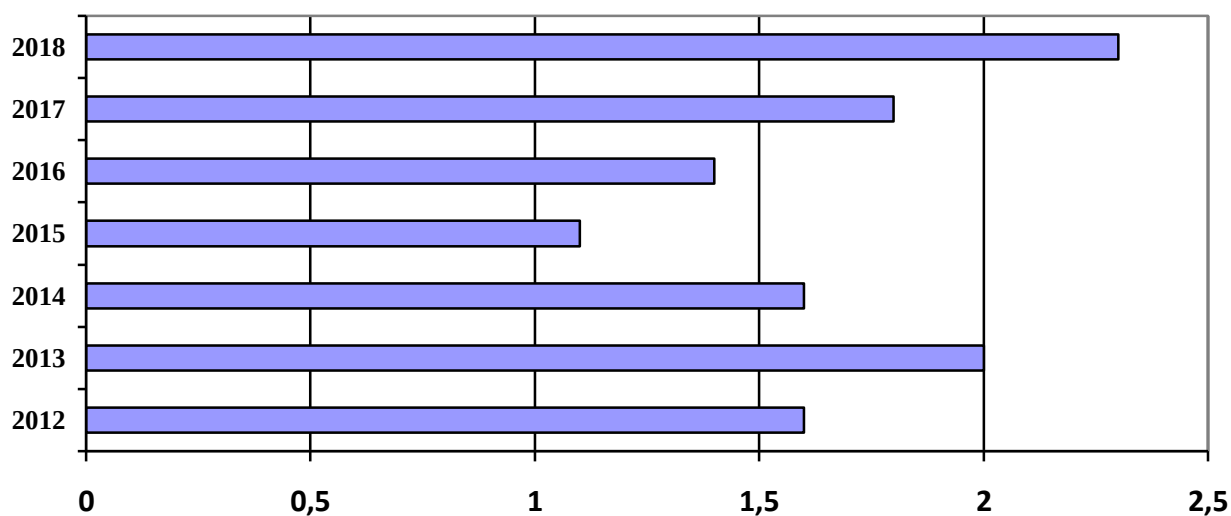


Рис. 5.6. Обсяги ринку електронної комерції в Україні, 2012 – 2018 рр., млрд. дол. США

Примітка. 1. Дані за 2015-2018 рр. – прогноз.

Джерело: побудовано автором за [249].

Проте на подальший період прогнозується суттєве зростання за умови відсутності шоків для національної економіки. При цьому зауважимо, що порівняно з 2012 роком результат, що отриманий у 2014 році в гривневому еквіваленті є значно кращим. Загалом можна стверджувати, що існуючий потенціал розвитку інформаційних технологій в Україні певним чином «компенсує» відсутність ефективної державної політики у цій сфері та деструктивний вплив макроекономічних тенденцій.

Отже, все активніше та ширше залучення України до глобального інформаційного середовища викликає розвиток нових напрямів діяльності в Україні. Сектор ІКТ може стати одним із драйверів економічного зростання та вже зараз забезпечує надходження значних валютних потоків за рахунок експорту продукції. На нього значний вплив можуть чинити початок використання технології 3G та початок проведення державних закупівель в Інтернеті. Для ринку електронної комерції та традиційних ринків досить важливою є реклама. На сучасному етапі даний ринок показує стабільне зростання (рис. 5.7).

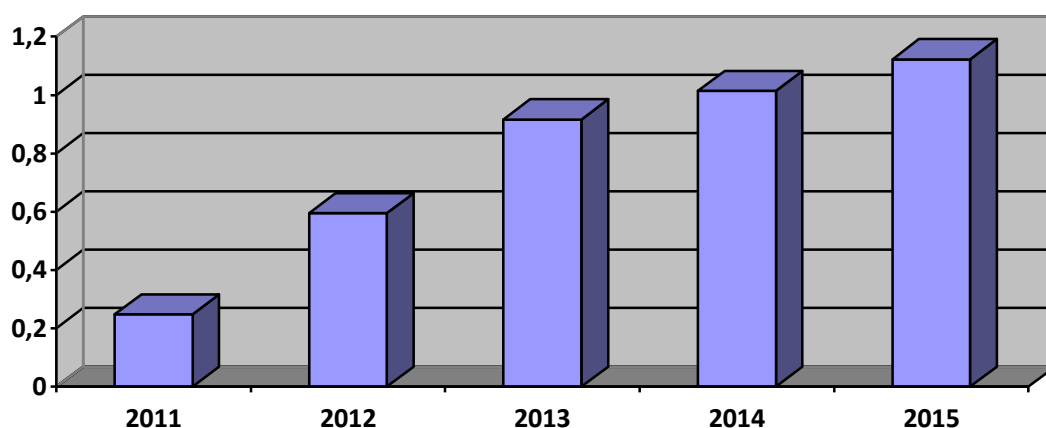


Рис. 5.7. Обсяги ринку медійної інтернет-реклами в Україні у 2011 – 2015 роках, млрд. грн.

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – прогноз.

Джерело: дані Інтернет Асоціації України [249]

В той же час, підприємства НПЗ фактично ігнорують даний канал фінансової комунікації – в середньому витрати на нього складають близько 2,6 % від загальних витрат на рекламу. В значній мірі таку ситуацію можна пояснити своєрідним позиціюванням вітчизняних НПЗ на ринку нафтопродуктів та системою збуту їх продукції, яка переважно орієнтована на «стабільне» коло споживачів, представлених крупними мережами автозаправних станцій (рис. 5.8).

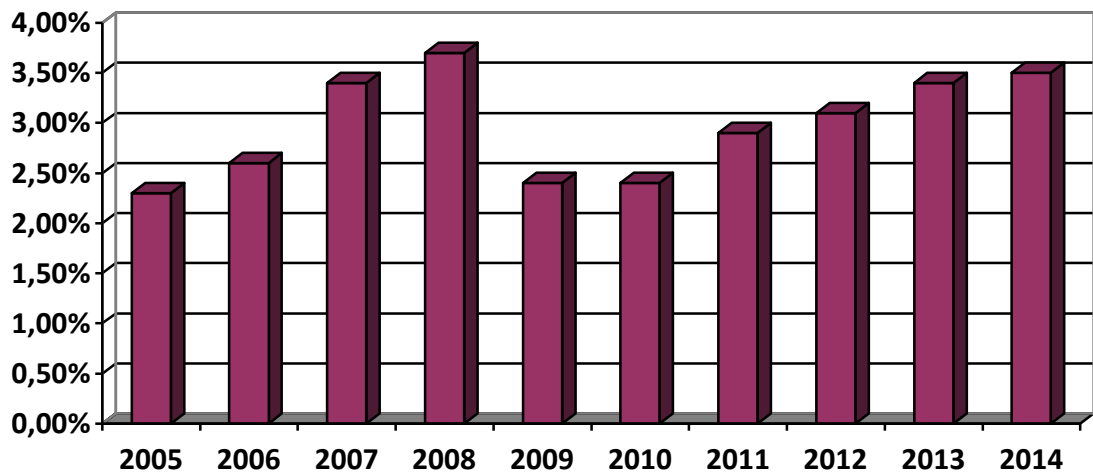


Рис. 5.8. Частка витрат на медійну Інтернет-рекламу в загальному рекламному бюджеті підприємств НПЗ України, %

Джерело: складено автором за даними анкетування підприємств репрезентативної вибірки

Загалом, оцінюючи наведені вище дані, можна зробити висновок, що інтенсивність інформатизації вітчизняної економіки суттєво випереджає інтенсивність упровадження змін у корпоративних фінансах. Головна причина цього – той факт, що незважаючи на тривалий шлях реформ повноцінний ефективний фінансовий ринок як механізм залучення капіталу в Україні досі не сформувався. Це має суттєвий вплив на прозорість діяльності та розкриття фінансової інформації.

Самі по собі впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності, адміністративний тиск не здатні докорінно змінити ситуацію. Частково вона є спадщиною планової економіки, де облік служив переважно статистичним або фінансовим цілям. Проте головною проблемою виступає відношення до комунікації вітчизняних корпорацій. Вони розглядають її не як цінний актив, а радше як додатковий тягар та незручне зобов'язання. Вже підкреслювалося, що низька транспарентність діяльності фактично не несе жодних репутаційних ризиків ні для самих корпорацій, ні для їх менеджменту.

Для прикладу наведемо результати аналізу прозорості корпорацій нафтопереробки (табл. 5.4).

Таблиця 5.4

Прозорість компаній нафтопереробної галузі в Україні

Критерій	ПАТ «ТНФК «Укртатнафта»	ПрАТ «ЛНІК»	ПрАТ «Херсонський НПЗ»	ПАТ «Одеський НПЗ»	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	ПАТ «НК – Галичина»
Наявність завіреної аудитором звітності	+	+	+	+	+	+
Висновок аудитора	умовно-позитивний	умовно-позитивний	умовно-позитивний	n/a	умовно-позитивний	умовно-позитивний
Наявність та якість сайту (за 10-бальною шкалою)	9	3	1	0	5	0
Рівень інформаційної відкритості (за 10-бальною шкалою)	6	1	2	0	6	0
Комунікація з акціонерами (за 10-бальною шкалою)	2 (тільки звітність)	4 (звітність та оголошення)	0	0	2(тільки звітність)	0
Наявність корпоративних ЗМІ	0	0	0	0	0	0
Наявність україномовної версії сайту (за 10-бальною шкалою)	0	0	0	0	5	0
Наявність англійськомовної версії сайту (за 10-бальною шкалою)	2 (не всі сторінки, в тому числі відсутня звітність)	0	0	0	1 (не всі сторінки, дуже багато помилок, машинний переклад)	0

Джерело: складено автором

Прозорість компаній вітчизняної нафтопереробної галузі в цілому є досить низькою. У двох компаній (ПАТ «Одеський НПЗ» та ПАТ «НК – Галичина») сайт в мережі Інтернет взагалі відсутній. Ще у двох він має мінімальну функціональність та не може розглядатись як джерело інформації для інвесторів та інших зацікавлених осіб (ПрАТ «Херсонський НПЗ» та ПрАТ

«ЛІНІК»)). Свідченням низької якості сайтів є зокрема сторінки, представлені на рис. 5.9.

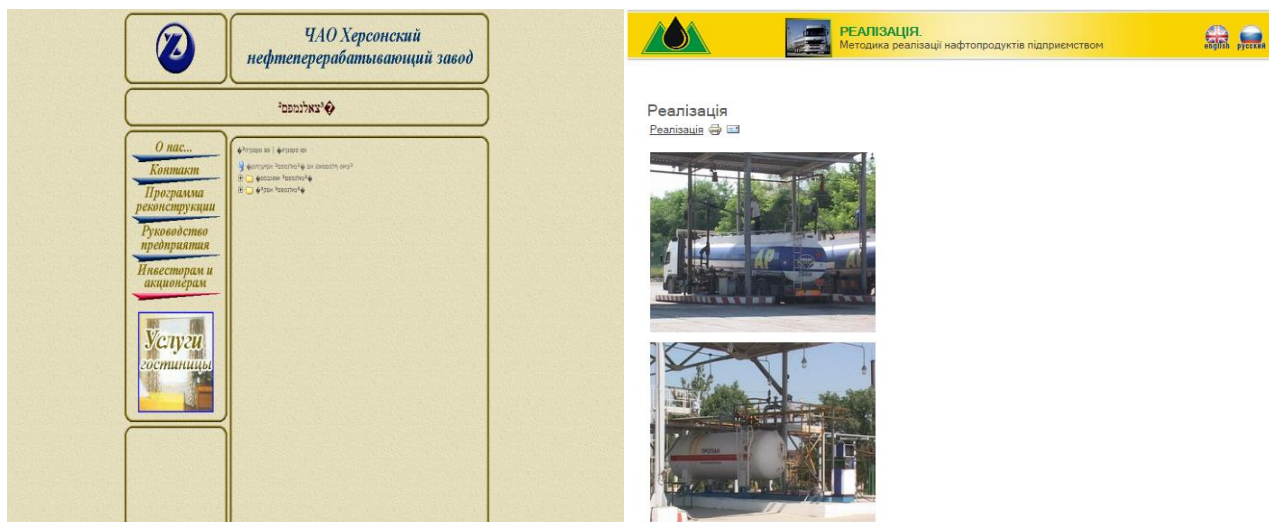


Рис. 5.9. Інформаційне наповнення сайтів ПрАТ «Херсонський НПЗ» та ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»

Джерело: побудовано автором.

Комунікація з акціонерами в кращому випадку обмежується публікацією звітності компаній. Досить знаковим є те, що україномовна версія сайту створена тільки ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття». Англomовні сторінки наявні в ПАТ «ТНФК «Укртатнафта» та ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття», проте їх якість та інформаційна наповненість є вкрай низькими. У другої з компаній англomовна версія швидше за все є машинним перекладом україномовної.

Дещо краща ситуація зі звітністю про роботу компаній, розкриття якої вимагається законодавством. Дані за всіма компаніями представлені на сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (<http://smida.gov.ua>). На ньому ж оприлюднені аудиторські висновки (умовно-позитивні) за всіма компаніями, окрім ПАТ «Одеський НПЗ».

Таким чином, більшість із представлених компаній на належному рівні розкривають лише ту інформацію, що вимагається законодавством. Таку ситуацію можна пояснити структурою власності корпорацій – три із них мають мажоритарного акціонера, який володіє майже всім пакетом акцій та

zareestrovani na Kipri. She dvi znahodjatsja u vlasnosti Fondu derzhajna ta kompanij, zareestrovanih na Virgins'kix ostrovah. Zaznachenе viще daє pidstavi vvažhati, що korporacii ne oriєntovani na zaluchennja zovnišnjogo finansuvannja через vихid na finansovий rинок. Тому для них інформаційна відкритість не є значущою. А існуючі договори з банківськими установами як правило передбачають умови кредитування, які повністю підпадають під умови фінансування в рамках ФПГ.

Отримані результати експертної оцінки транспарентності були трансформовані в рейтинг, що був присвоєний кожній корпорації репрезентативної вибірки (зауважимо, що вкрай складно оцінювати фінансову комунікацію корпорацій, які практично не проводять власної комунікаційної політики):

1. ПАТ «ТНФК «Укртатнафта» - 8 балів;
2. ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття» - 5 балів;
3. ПрАТ «Лисичанська нафтова інвестиційна компанія» - 4 бали;
4. ПрАТ «Херсонський НПЗ» - 2 бали;
5. ПАТ «НПК – Галичина» - 4 бали;
6. ПАТ «Одеський НПЗ» - 2 бали.

Після чого отримана рейтингова оцінка була співвіднесена з окремими фінансовими показниками корпорацій репрезентативної вибірки:

- ❖ прибутковістю;
- ❖ зносом основних засобів;
- ❖ довгостроковими зобов'язаннями;
- ❖ процентними ставками за отриманими кредитами.

Розрахункові значення коефіцієнтів кореляції наведені на наступному рис.

5.10.

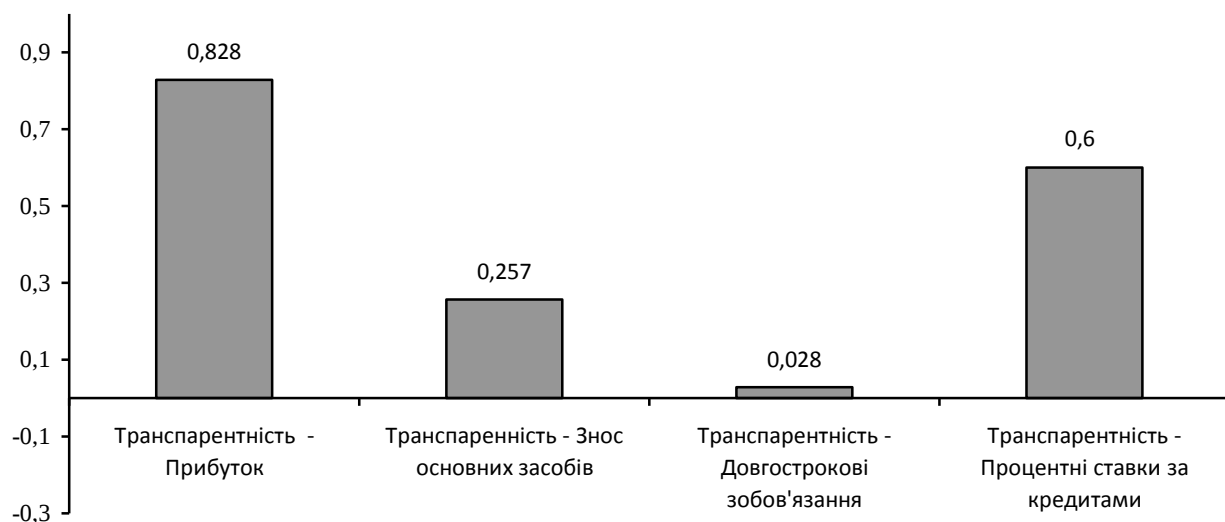


Рис. 5.10. Вплив транспарентності підприємств нафтопереробки на окремі фінансові показники

Джерело: розраховано автором

Отже, можна зробити висновок про низький рівень транспарентності та інформаційної взаємодії підприємств нафтопереробної галузі України. Це проявляється в низькій якості сайтів та їх наповнення. Навіть компанії з публічним статусом не вибудовують систему комунікацій з інвесторами. Таку ситуацію можна пояснити структурою власності корпорацій та відсутністю активності на фінансовому ринку.

5.2. Трансформація фондового ринку в контексті удосконалення корпоративного фінансового менеджменту

Подальший розвиток корпоративного сектору в Україні прямо пов'язаний із позитивними змінами на фондовому ринку. Саме фондовий ринок повинен стати ефективним механізмом залучення капіталу в корпоративний сектор і

якраз активізація взаємодії з учасниками фондового ринку сприятиме підвищенню транспарентності вітчизняних корпорацій. Разом з тим фондовий ринок являє собою складний механізм взаємодії значної кількості суб'єктів, а рух капіталу опосередковується величезною множиною фінансових інструментів. Виходячи з цього насамперед необхідно окреслити головні напрями реформ на фондовому ринку, які безпосередньо пов'язані з корпоративними фінансами.

На підставі проведеного у розд. 4 аналізу можна зробити висновок, що сучасний стан корпоративних фінансів в Україні детермінує необхідність змін на вітчизняному фондовому ринку за такими напрямками (рис. 5.11).



Рис. 5.11. Головні напрями реформування фондового ринку в Україні

Джерело: розроблено автором

На наш погляд, у контексті модернізації корпоративних фінансів України першочергові завдання, пов'язані з реформуванням вітчизняного фондового ринку, полягають у такому:

1. Розширення кола фінансових інструментів, які можуть використовуватися в емісійній політиці корпорацій для залучення капіталу із зовнішніх джерел, а також покращення ситуації з немайновими правами власників цінних паперів (в т.ч. – правом на отримання інформації).

2. Концентрація біржового сегмента фондового ринку України, активізація біржової торгівлі корпоративними цінними паперами, що зробить фондові біржі справжніми фінансовими центрами фондового ринку. Окрім того вирішення цього завдання суттєво підвищить роль біржової інформації в корпоративному менеджменті.

3. Удосконалення діяльності елементів інфраструктури вітчизняного фондового ринку, у тому числі його депозитарної системи. Основне завдання у цій сфері – унеможливлення випадків використання суб'єктів інфраструктури для «рейдерських» захоплень акціонерних товариств.

Ефект від реалізації реформ у вказаних напрямках визначатиметься позитивним впливом на попит і пропозицію корпоративних цінних паперів, створенням дієвих механізмів їх обігу, які сприятимуть ефективному ціноутворенню, ліквідності тощо. Утім для кожного з виділених напрямів необхідне впровадження науково обґрунтованих заходів, які детально розглянуті нижче.

Розширення кола фінансових інструментів. Аналіз особливостей корпоративного фінансування в Україні свідчить, що на сучасному етапі сформована своєрідна ієрархія джерел, яка суттєво відрізняється від тієї, що аналізується в практичній площині західною фінансовою наукою (див. розд. 3).

Під час управління структурою капіталу більшість вітчизняних корпорацій розглядають альтернативи фінансування в такій послідовності:

- нерозподілений прибуток;
- борговий капітал, залучений через банківські кредити;

- акціонерний капітал, залучений через приватне розміщення акцій та/або через «квазіпублічне» розміщення (спосіб, що широко використовується корпораціями-банківськими установами);
 - борговий капітал, залучений через випуск облігацій;
 - акціонерний капітал, залучений через публічне розміщення акцій;
 - здійснення випуску цінних паперів на світовому фінансовому ринку
- (рис. 5.12).



Рис. 5.12. Ієрархія джерел фінансування в корпоративному секторі економіки України

Джерело: розроблено автором

Зрозуміло, що така ситуація у сфері корпоративного фінансування не сприяє розвитку вітчизняної промисловості, «консервує» явне технологічне

відставання від конкурентів із-за кордону, уповільнює просування економічних реформ в Україні. Разом з тим вона стала наслідком впливу як об'єктивних чинників (зумовлених недостатнім розвитком окремих сегментів фондового ринку), так і суб'єктивних (що базуються на існуванні стереотипів серед менеджерів та акціонерів) (табл. 5.5).

Таблиця 5.5

Фактори формування ієрархії джерел фінансування в корпоративному секторі України

Джерела фінансування	Фактори вибору	
	Пов'язані з фондовим ринком	Суб'єктивного характеру
Нерозподілений прибуток	Ускладнений доступ до зовнішніх джерел фінансування більшості АТ	Уявна «дешевизна» нерозподіленого прибутку, спрощений характер використання, відсутність необхідності взаємодії з іншими агентами ринку
Банківські кредити	Домінування банківських установ в інституційній структурі українського фінансового ринку	Можливість запозичень на особливих умовах, врахування банком нестандартних потреб позичальника, кредитування в рамках ФПГ
Приватне розміщення акцій («квазіпублічне» розміщення)	Практика «ворожих» поглинань, рейдерства, домінанта «доходів від контролю» серед мажоритарних власників	Приватне розміщення акцій дає можливість знизити ризики «ворожого» поглинання підприємства
Випуск облігацій	Волатильність ринку облігацій, його високий рівень залежності від боргової політики держави та іноземного капіталу	Можливість активного управління випуском під час обігу облігацій, високий рівень трансакційних витрат
Публічне розміщення акцій	Практика «ворожих» поглинань, рейдерства, домінанта «доходів від контролю» серед мажоритарних власників	Публічне розміщення акцій підвищує ризики «ворожого» поглинання підприємства
Здійснення випуску цінних паперів на світовому фінансовому ринку	Вищий рівень розвитку глобального фондового ринку, більша множина альтернатив у фінансуванні	Зростання трансакційних витрат під час випуску, жорсткі умови для емітентів, що здійснили випуски на глобальному ринку

Джерело: розроблено автором

Якщо оцінювати ситуацію з позиції використання різних фінансових інструментів для залучення капіталу акціонерними товариствами, ситуація взагалі набуває особливих форм. На сучасному етапі використовується така ієрархія фінансових інструментів (рис. 5.13).

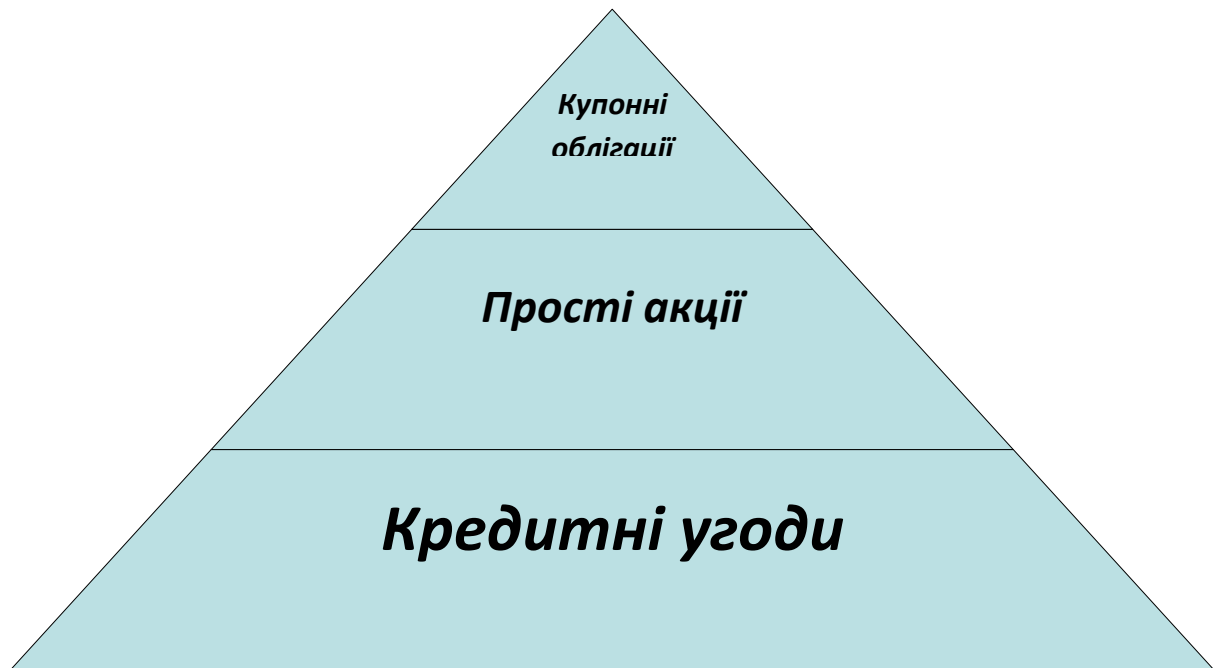


Рис. 5.13. Ієрархія фінансових інструментів, що використовуються для фінансування в корпоративному секторі економіки України

Джерело: розроблено автором

В підсумку, можна дійти парадоксального висновку щодо порушення співвідношення між різними джерелами залучення капіталу українськими корпораціями та фінансовими інструментами, за допомогою яких цей капітал залучається. Зокрема, в ієрархії фінансових інструментів акції розглядаються пріоритетно порівняно з облігаціями, тоді як в ієрархії джерел фінансування спостерігається інша ситуація.

На наш погляд, це значною мірою характеризує як диспропорції вітчизняного корпоративного сектору, так і недоліки розвитку ринку капіталів.

Акції розглядаються як важливий та невід'ємний фінансовий інструмент, що застосовується для залучення капіталів у корпоративний сектор, проте виключно за дотримання певних умов:

1. Приватне розміщення акцій серед обмеженого кола осіб, як правило, вже існуючих мажоритарних акціонерів.

2. «Квазіпублічне» розміщення акцій, яке де-факто є публічним, проте існуючі мажоритарні акціонери мають значні переваги в доступі до продажу акцій нового випуску. При цьому вони навіть зафіксовані на рівні національного законодавства у вигляді переважних прав акціонерів [103]:

- власника простих акцій придбавати у процесі приватного розміщення товариством прості акції пропорційно частці належних йому простих акцій у загальній кількості емітованих простих акцій;

- власника привілейованих акцій придбавати у процесі приватного розміщення товариством привілейовані акції цього або нового класу, якщо акції такого класу надають їх власникам перевагу щодо черговості отримання дивідендів чи виплат у разі ліквідації товариства, пропорційно частці належних акціонеру-власнику привілейованих акцій певного класу в загальній кількості привілейованих акцій цього класу.

3. Обсяг випуску акцій фактично дає можливість існуючим великим власникам зберегти або навіть збільшити розмір наявного в них пакета акцій (у тому числі за рахунок «розмивання» пакетів інших акціонерів).

Водночас в інструментарній структурі корпоративного фінансування в Україні практично не використовуються такі типи інструментів фондового ринку:

- привілейовані акції;
- конвертовані облігації;
- дисконтні облігації;
- похідні цінні папери з ознаками опціону (райти тощо).

Привертає увагу фактично повна відмова українських корпорацій від використання в управлінні структурою капіталу привілейованих акцій, випуски яких є одиничними.

Зауважимо, що до змін у законодавстві 2006 р. в Законі України «Про цінні папери та фондову біржу» були зафіксовані норми, що виплата дивідендів за привілейованими акціями провадиться в розмірі, зазначеному в акції, незалежно від розміру одержаного товариством прибутку у відповідному році, а в разі недостатності прибутку акціонерне товариство для виплати дивідендів за привілейованими акціями має використати кошти резервного фонду та інше майно товариства.

На той час фахівці цілком слушно зазначали, що «цей пункт закону фактично порушує співвідношення між ризиком та дохідністю цінних паперів... Для конкретного підприємства зобов'язання за привілейованими акціями прирівнюються до зобов'язань за його облігаціями. В той же час, згідно податкового законодавства проценти за облігацією ми відносимо до витрат підприємства, а дивіденди за привілейованими акціями платимо з прибутку» [47].

Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» вказані правові колізії було виправлено. Зокрема, у ньому визначено [106]:

- привілейовані акції надають їх власникам переважні порівняно з власниками простих акцій права на отримання частини прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів та на отримання частини майна акціонерного товариства у разі його ліквідації, а також надають права на участь в управлінні акціонерним товариством у випадках, передбачених статутом і законом, який регулює питання створення, діяльності та припинення акціонерних товариств;
- акціонерне товариство розміщує привілейовані акції різних класів (з різним обсягом прав), якщо така можливість передбачена його статутом. У такому разі у проспекті їх емісії зазначається черговість отримання дивідендів і виплат з майна ліквідованого товариства для кожного класу привілейованих

акцій, розміщених акціонерним товариством, яка встановлюється статутом товариства;

- частка привілейованих акцій у статутному капіталі акціонерного товариства не може перевищувати 25 %.

Як бачимо, в Україні вже створені законодавчі передумови для використання акціонерними товариствами привілейованих акцій у фінансуванні. При цьому зміст норми законодавства у своїй переважній частині відповідає загальноновживаній світовій практиці.

На наш погляд, основні проблеми випуску привілейованих акцій в Україні криються в особливостях реалізації дивідендної політики акціонерними товариствами. Незважаючи на те, що в будь-якому випадку виплата дивідендів за простими та привілейованими акціями *розглядається як право, а не обов'язок акціонерного товариства*, саме виплата дивідендів є пріоритетним стимулом для інвесторів, які бажають придбати такі фінансові інструменти [200].

В умовах, коли більшість українських акціонерних товариств повністю ігнорують дивіденди у своїй фінансовій діяльності, відсутні передумови для розвитку цього виду пайових фінансових інструментів.

Основні покупці привілейованих акцій — інвестори, які орієнтуються на отримання стабільних, але, можливо, навіть невисоких дивідендних доходів [247; 172]. Прошарок таких інвесторів в Україні існує, проте для більшості з них доступним напрямом інвестицій залишаються виключно банківські депозити, а не інструменти фондового ринку. Також треба визнати, що вітчизняні корпорації об'єктивно не хочуть використовувати у своїй емісійній діяльності інструменти, які передбачають необхідність фіксованих виплат з чистого прибутку.

Аналогічний висновок можна зробити щодо конвертованих облігацій та дисконтних облігацій. Зокрема, законодавством України щодо цих видів цінних паперів встановлені такі норми (табл. 5.6).

**Законодавче регулювання процесу випуску та обігу окремих видів
облігацій в Україні**

Об'єкт регулювання	Положення законодавства
Визначення облігації	Облігація - цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником грошей визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом емісії (для державних облігацій України - умовами їх розміщення) строк та виплатити доход за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом емісії
Дисконтні облігації	Дисконтні облігації - облігації, що розміщуються за ціною, нижчою ніж їх номінальна вартість. Різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації, яка виплачується власнику облігації під час її погашення становить доход (дисконт) за облігацією. Погашення відсоткових та дисконтних облігацій здійснюється виключно грошима.
Конвертовані облігації	Проспект емісії облігацій, емісія яких здійснюється акціонерним товариством, може передбачати можливість їх конвертації в акції акціонерного товариства (конвертовані облігації).

Джерело: складено автором за [106].

Аналізуючи положення законодавства щодо випуску конвертованих облігацій, слід насамперед звернути увагу на те, що визнається тільки можливість їх випуску акціонерним товариством, тоді як більшість практичних аспектів випуску та обігу конвертованих облігацій віднесено на рівень проспекту емісії, тобто детермінуються відповідними управлінськими рішеннями акціонерного товариства.

Водночас основна проблема для випуску таких цінних паперів в Україні – відсутність заінтересованості з боку акціонерних товариств, які не бажають залучати капітал на ринкових засадах та застосувати публічне розміщення своїх пайових і боргових фінансових інструментів.

Звернемо увагу також на те, що в національному законодавстві практично відсутні норми, які регулювали б випуск корпораціями та обіг цінних паперів з ознаками опціону — райтів і т. п. Разом з тим навіть за умови змін у законодавстві розраховувати на активізацію цього сегмента фондового ринку не варто з причин, аналогічних для конвертованих облігацій.

Виходячи з цього необхідно видається реалізація таких заходів, які дали б можливість розширити коло фінансових інструментів, використовуваних українськими акціонерними товариствами (табл. 5.7).

Таблиця 5.7

Напрямки розвитку окремих сегментів фондового ринку (за типами інструментів) в Україні

Сегмент	Напрямки розвитку
Ринок привілейованих акцій	Стимулювання змін в дивідендній політиці акціонерних товариства. Переорієнтація мажоритарних власників на отримання класичних доходів від володіння акціями, а не «доходів від контролю». «Детінізація» економіки України.
Ринок конвертованих облігацій	Створення ефективних механізмів захисту прав міноритарних акціонерів на фондовому ринку України. Впровадження законодавчих норм, щодо випуску та обігу окремих типів фінансових інструментів в Україні
Ринок корпоративних цінних паперів з ознаками опціону	

Джерело: розроблено автором

Чому вітчизняні корпорації відмовляють використовувати акції як «класичний» інструмент фінансування своєї діяльності? В результаті

опрацювання результатів анкетування було отримано наступні відповіді (табл. 5.8).

Таблиця 5.8

Фактори відмови підприємств репрезентативної вибірки від використання акцій в якості джерела фінансування

№ з.п.	Фактор	Частка респондентів
1	Можливість «ворожого» поглинання внаслідок додаткового розміщення пайових цінних паперів	83,3 %
2	Ймовірна поява «сторонніх» акціонерів, що збільшить витрати на контроль за діяльністю АТ	83,3 %
3	Відсутність у існуючих мажоритарних власників ресурсів для збереження власної частки в акціонерному капіталі	66,7 %
4	Недостатня ефективність вітчизняного ринку акцій на сучасному етапі	50,0 %
5	Відсутність потреби у залученні додаткових ресурсів з зовнішніх джерел	16,6 %
6	Інше	16,6 %

Джерело: систематизовано автором

Як бачимо з даних табл. 5.8, більшість факторів, що зумовлюють відмову менеджменту підприємств репрезентативної вибірки від використання акцій прямо чи опосередковано пов'язані з рівнем корпоративного управління та можливістю «ворожого» поглинання. Відповідно, на часі розробка заходів, спрямованих на удосконалення системи корпоративного управління в Україні (див. детальніше п.п. 5.3).

Не менш складні завдання стоять і в контексті розвитку біржового сегмента ринку корпоративних цінних паперів. Насамперед вони пов'язані з необхідністю подолання негативних тенденцій щодо зосередження торгівлі на неорганізованому ринку та фрагментарності вітчизняного біржового ринку.

Невисока довіра до біржових механізмів торгівлі цінними паперами в Україні поєднується зі значною загальною фрагментарністю біржового ринку, яка знаходить своє відображення, як у існуванні значної кількості організаторів торгівлі, так і у нерівномірних пропорціях розподілу торгів між різними організаторами торгівлі (табл. 5.9).

Таблиця 5.9

Кількість організаторів торгівлі на фондовому ринку України у 2006-2014 рр., од.

<i>Тип організатора торгівлі</i>	<i>Період</i>								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Фондові біржі	8	7	10	10	10	10	10	10	10
Торгівельно-інформаційні системи	2	2	1	-	-	-	-	-	-

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [199]

Протягом 2006-2014 рр. на українському фондовому ринку функціонувало щонайменше 9 організаторів торгівлі (у 2007 році), в інших роках існувало 10 і більше організаторів торгівлі. До 2009 року вони були представлені і фондовими біржами і торгівельно-інформаційними системами, проте, зміни в законодавстві призвели до зникнення останнього виду організаторів торгівлі – на цей час в Україні мають право функціонувати виключно фондові біржі.

Нерозвиненість біржової торгівлі впливає на капіталізацію і ліквідність ринків цінних паперів у цілому, позбавляючи підприємства можливостей для залучення фінансових ресурсів через механізми ринку капіталів, змушуючи звертатися лише до системи банківського кредитування, а слабка концентрація торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами на

регульованих ринках ставить під сумнів наявність в країні систем ціноутворення, здатних визначити справедливую вартість фінансового ресурсу.

Як результат, в Україні, існує невідповідність фактичних та укладених обсягів торгів цінними паперами. Структура розподілу торгів за окремими біржами в Україні виглядає наступним чином (рис. 5.14).

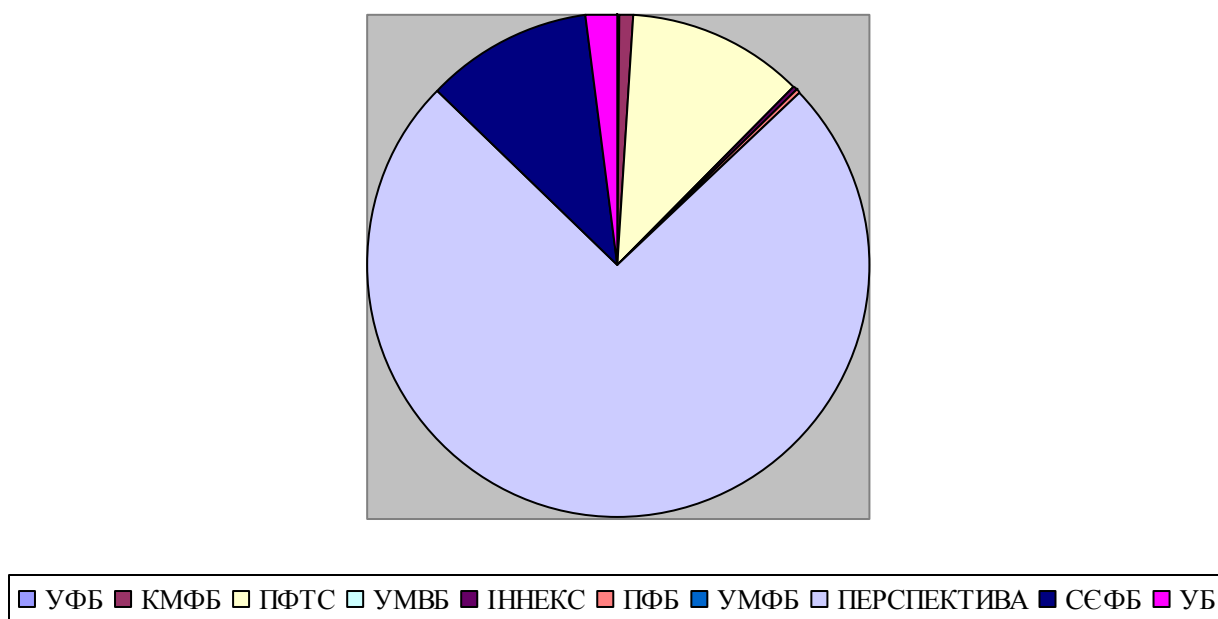


Рис. 5.14. Структура біржових торгів цінними паперами у 2015 році в розрізі окремих фондових бірж, %

Джерело: систематизовано автором за даними НКЦПФР [199]

Також звернемо увагу, що протягом тривалого періоду часу тільки фондовій біржі «ПТФС» вдавалося зберігати лідируючі позиції за показником обсягів торгів в структурі організованого ринку. При цьому у 2005-2008 рр. лідерство цієї біржі було майже абсолютним – 85-90 % усього обсягу угод. У 2009-2014 рр. ситуація кардинально змінюється – більшу частину торгів концентрують вже три провідні майданчики – ФБ «ПФТС», ФБ «Перспектива», Українська біржа на яких укладалося 90-96 % угод. В 2014 році знову виявилася тенденція до зростання обсягів торгів на одній біржі – ФБ «Перспектива». У 2015 році вказані тенденції збереглися.

Як уже зазначалося, підприємства нафтопереробної галузі, що функціонують як публічні корпорації, не представлені своїми цінними паперами в котирувальних листках організаторів торгівлі. Варто підкреслити, що не в останню чергу це пояснюється і жорсткістю вимог, які висуваються біржами.

Так, для акцій, що претендують на перший рівень лістингу, в Україні встановлені такі параметри: емітент існує не менше п'яти років; власний капітал емітента не менше 1 000 000 000 грн.; річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 1 000 000 000 грн. (крім банків); середнє значення ринкової капіталізації емітента становить не менше 1 000 000 000 грн.; мінімальна частка акцій у вільному обігу становить не менше 25%, при цьому у двох інвесторів сумарно може бути не більше ніж 50% від цієї частки; кількісний склад акціонерів емітента - не менше 500 акціонерів; кількість незалежних членів наглядової ради емітента становить принаймні 25% кількісного складу ради; у емітента запроваджено посаду корпоративного секретаря; наглядова рада емітента запровадила посаду внутрішнього аудитора (створила службу внутрішнього аудиту); емітент проводить щорічну аудиторську перевірку відповідно до міжнародних стандартів аудиту за участю незалежного зовнішнього аудитора (не менше трьох років); емітент розкриває фінансові звіти українською та англійською мовами; емітент дотримується принципів корпоративного управління та міжнародних стандартів складання фінансової звітності; емітент уклав договір з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій.

Порівнюючи наведені вимоги з характеристиками підприємств нафтопереробки, можна зробити висновок, що більшість із них не відповідає багатьом критеріям (табл. 5.10).

Таблиця 5.10

**Відповідність підприємств нафтопереробки окремим
критеріям щодо і рівня лістингу на українських біржах**

Назва підприємства	Критерій					
	Термін існування	Чисті активи	Дохід від реалізації робіт, послуг	Прибутковість	Кількість біржових угод	Структура акціонерів
ПАТ «НПК – Галичина»	✓	✓	✓	–	–	✓
ПрАТ «ЛІНІК»	✓	✓	✓	–	–	–
ПАТ «Одеський НПЗ»	✓	–	–	–	–	–
ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	✓	✓	✓	✓	–	–
ПАТ «Укртатнафта»	✓	✓	✓	–	–	✓
ПрАТ «Херсонський НПЗ»	✓	✓	–	–	–	✓
Загальна кількість	6	5	4	1	0	3

Джерело: складено автором за даними підприємств (без урахування поділу підприємств нафтопереробки на публічні та приватні).

Дані табл. 5.10 підтверджують, що жодне з підприємств нафтопереробки не відповідає критеріям, установленим для акцій I рівня лістингу. Насамперед невідповідність спостерігається щодо хронічної збитковості галузі та відсутності біржових угод з цінними паперами емітентів. Більше того, справа навіть не у жорстких вимогах з боку бірж, а у більшій мірі – в небажанні самих корпорацій розміщувати свої акції на фондових біржах.

Звернемо увагу на такий факт – жодна вітчизняна біржа не встановлює додаткових вимог щодо транспарентності для емітентів акцій, тоді як на розвинених ринках така практика є звичною (табл. 5.11).

Кількісні та якісні критерії лістингу європейських фондових для IPO

LSE ⁵	Deutsche Borse	WSE
Free float – 25 % Мінімальна ринкова капіталізація – 700 000 ф. ст. Наявність підтвердженої аудитором фінансової звітності Наявність документації, що підтверджує факт позитивної рентабельності 75 % бізнесу (не вимагається⁶) Контроль над більшістю активів протягом 3 років Підтвердження достатнього обсягу оборотного капіталу на протязі 12 місяців з дати публікації проспекту емісії (ні) Спонсор (ні)	Free float – 25 % Мінімальна ринкова капіталізація – 1,25 млн. євро. Мінімальна кількість акцій у випуску – 10000 Компанія повинна існувати не менше 3 років, при цьому необов'язково в чинній організаційно-правовій формі Звітність: для емітентів з ЄС – МСФЗ, для емітентів з інших країн – МСЗФ або інший прийнятний варіант Звітність за 3 роки, що попередні здійсненню IPO	Free float – 15 % усіх акцій повинні належати міноритарним акціонерам, кожен з яких повинен володіти не більше 5 % голосуючих акцій Наявність проспекту емісії на англійській мові, який повинен бути затверджений в одній із країн ЄС та доступний інвесторам перед початком розміщення Фінансова звітність, затверджена аудитором, за останні 3 роки Компанія не повинна знаходитися в процесі процедури банкрутства Вартість акцій не повинна бути нижчою 15 млн. євро

Джерело: систематизовано автором за даними фондових бірж.

Аналізуючи розвиток корпоративних фінансів в Україні на сучасному етапі, слід звернути увагу на посилення тенденцій до виходу вітчизняних емітентів на зарубіжні фондові ринки.

З 2008 р. відбувалося невпинне зниження кількості розміщень цінних паперів українських емітентів на міжнародних фондових майданчиках, яке досягло свого мінімального значення і для депозитарних розписок, і для IPO та PP у 2009 р., коли в Україні спостерігалось значне погіршення макроекономічної ситуації. І хоча в 2010–2011 рр. відбувалося певне відновлення, все ж говорити про повноцінний докризовий рівень розвитку за

⁵ Для категорії лістингу «преміум»

⁶ В дужках дані для категорії лістингу «стандарт»

кількістю розміщень не варто, оскільки вже у 2012 р. було зафіксовано тільки одне IPO, а у 2013-2015 рр. – жодного.

При цьому роль біржового сегмента в залученні капіталу в корпоративний сектор була надзвичайно низькою, про що свідчать дані про обсяг торгів на первинному ринку (рис. 5.15).

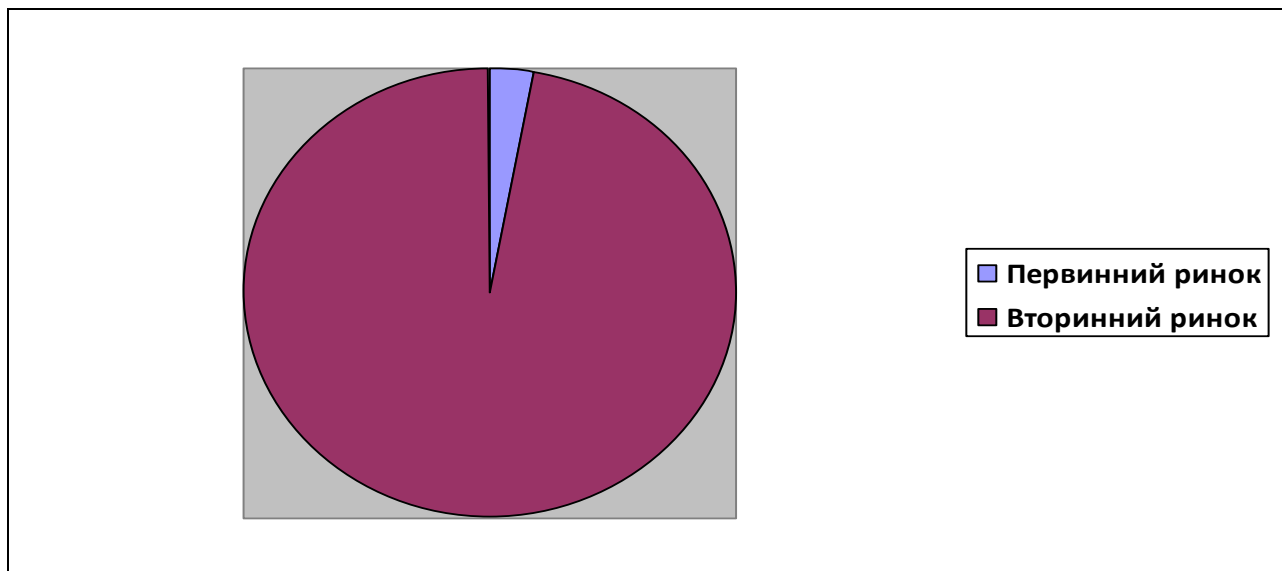


Рис. 5.15. Розподіл операцій на біржовому сегменті між первинним та вторинним ринком у 2010-2015 рр., середнє за період, %

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [199].

Фактично фондові біржі на сучасному етапі відіграють мінімальну роль у залученні капіталу в корпоративний сектор. Якщо для облігаційних випусків інколи відбувається первинне розміщення на ринку, то для акцій така практика майже не використовується.

Зрозуміло, що така ситуація негативно характеризує роль фондового ринку (зокрема, біржового) у фінансуванні корпоративного сектору та зовсім не відбиває реальних потреб у капіталі та потенціалу його залучення за допомогою фондових бірж. Численні обґрунтовані рекомендації фахівців, законодавчі новації не дали змоги вирішити проблему фрагментарності.

У цілому можна погодитися з думкою окремих фахівців, які вважають, що в активізації біржової торгівлі в Україні необхідно виходити з того, що

ефективність діяльності фондових бірж як суб'єктів інфраструктури в Україні залежатиме від еволюції стратегічних підходів у корпоративному фінансовому менеджменті. Тільки заінтересованість провідних вітчизняних корпорацій у забезпеченні ефективного вторинного ринку власних цінних паперів (насамперед, акцій) створить передумови для зростання ліквідності та ємності біржового ринку [180]. Водночас у цьому контексті необхідно зважати на невинну інтеграцію України до глобального економічного середовища, що визначає необхідність урахування інших регуляторних підходів, які брали б до уваги і міжнародний досвід.

Основні напрями розвитку біржового сегмента фондового ринку полягають у такому (рис. 5.16).

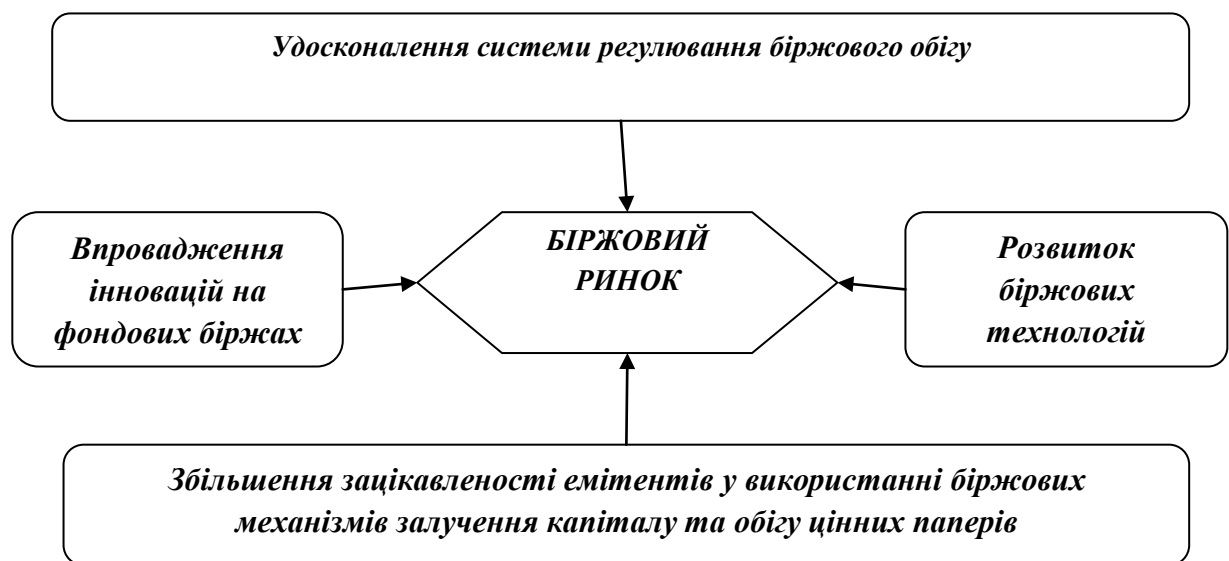


Рис. 5.16. Основні напрямки розвитку біржового сегменту фондового ринку України

Джерело: систематизовано автором

На нашу думку, цілком правильно ідентифікує цей процес С. Хоружий з погляду системи управління обігом цінних паперів, «...яка включає сукупність скоординованих на міжнародному і національному рівнях нормативно-правових вимог, установлених державою в процесі державного регулювання, та

правил, установлених учасниками ринку в процесі самоуправління, щодо упорядкування взаємодії учасників біржової торгівлі цінними паперами між собою та з учасниками торгової і післяторгової інфраструктури, а також включає необхідну систему нагляду і контролю за дотриманням учасниками встановлених норм та застосування заходів впливу в разі порушення таких норм [268].

Важливе завдання — розвиток фінансової інфраструктури в Україні, до якої входить значна кількість елементів [241]. Проте, на наш погляд, особливу увагу в цьому питанні слід звернути на розширення кола фінансових інституцій, що інвестують наявні у них ресурси в корпоративні цінні папери. На сучасному етапі розвитку, по суті, склалася ситуація, коли:

- банківські установи домінують в інституційній структурі фінансового ринку України, але віддають перевагу нарощуванню кредитного портфеля, а не інвестиціям у корпоративні інструменти;
- небанківські фінансові інститути не мають достатнього обсягу ресурсів для інвестицій у корпоративні цінні папери;
- фізичні особи як потенційні інвестори володіють мінімальним обсягом ресурсів.

Необхідно суттєво підвищити рівень інвестицій у корпоративні цінні папери небанківських фінансових інституцій, передусім інвестиційних фондів та недержавних пенсійних фондів.

Разом з тим не варто забувати, що ці види інституційних інвесторів надають трансформаційні послуги на фінансовому ринку, відповідно вирішення такого складного завдання об'єктивно пов'язане з активізацією попиту на послуги з боку насамперед населення. Реалізація зазначених завдань стане потужним стимулом для посилення взаємодії корпорацій з учасниками фондового ринку.

5.3. Подолання інформаційної асиметрії як визначальна умова розвитку вітчизняної моделі корпоративного управління

Проблема корпоративного управління без перебільшення є однією з найгостріших у практиці не тільки вітчизняних корпоративних фінансів. Світові фінансові кризи надзвичайно чітко та періодично висвітлюють недостатню ефективність механізмів захисту майнових і немайнових прав інвестора навіть у тих країнах, де модель корпоративного управління формувалася протягом століть. В Україні, де акціонерні товариства функціонують трохи більше 20 років, численні прогалини в корпоративному праві на практиці часто призводять до абсолютно нераціональної поведінки окремих акціонерів та менеджерів.

На наш погляд, надзвичайно складно точно оцінити існуючу корпоративну культуру й рівень захисту прав інвесторів у країні, де загальна правова культура населення залишається дуже низькою. Існуючи в специфічних умовах, українська модель корпоративного управління «відбиває» всі особливості, притаманні транзитивній економіці. Її становлення відбувається складно, що не в останню чергу пов'язано з небажанням окремих акціонерів діяти відповідно до загальновизнаних стандартів.

Утім доволі складна ситуація в корпоративному управлінні сьогодні поступово виправляється. Слід визнати, що в кінці 90-х років минулого століття та на початку XXI ст. ігнорування окремих прав акціонерів значною мірою було «звичною» практикою. Її застосування стало однією з причин суттєвого зниження довіри населення до корпоративного сектору взагалі та корпоративних цінних паперів зокрема.

В умовах диспропорційного розподілу активів унаслідок приватизації більшість населення України скептично оцінили як її результати, так і подальше функціонування корпоративного сектору вітчизняної економіки. У

свою чергу, ця ситуація на довгі роки сформувала негативну оцінку акцій як потенційного об'єкта інвестицій. Зрозуміло, що виправлення цієї ситуації потребує вагомих кроків з боку держави, у тому числі з погляду підвищення рівня захисту прав інвесторів.

Зазначимо, що ефективність корпоративного управління в рамках окремої країни можна оцінювати з кількох позицій:

- по-перше, з погляду дотримання вимог законодавства щодо самих корпорацій та їх цінних паперів. У цьому зв'язку необхідно також брати до уваги «повноту» законодавства, зокрема наявність у ньому достатніх норм щодо захисту прав інвесторів;
- по-друге, з позиції впливу на фінансові відносини в корпоративному секторі, особливо щодо забезпечення реалізації переваг корпоративної форми організації бізнесу;
- по-третє, як процес упровадження найкращих світових стандартів корпоративного управління навіть у тому разі, якщо вони мають рекомендаційний характер.

На останній чинник звернемо особливу увагу. Він, на наш погляд, повною мірою характеризує місце корпорацій у сучасному глобальному економічному середовищі, а також роль корпоративного управління в глобальному розвитку. Розробники стандартів корпоративного управління, які спираються на найкращу практику, апріорі сприймають той факт, що всі групи стейкхолдерів корпорації зацікавлені у їх використанні. Саме це, зрештою, сприяє реалізації визначальної переваги корпорацій — акумуляції значних капіталів через випуск акцій.

Дослідження, проведене Міжнародною фінансовою корпорацією, свідчить про те, що базовими характеристиками корпоративного управління, які визначають мотиви інвестицій іноземних інвесторів на ринках акцій країн, що розвиваються, такі (рис. 5.17):

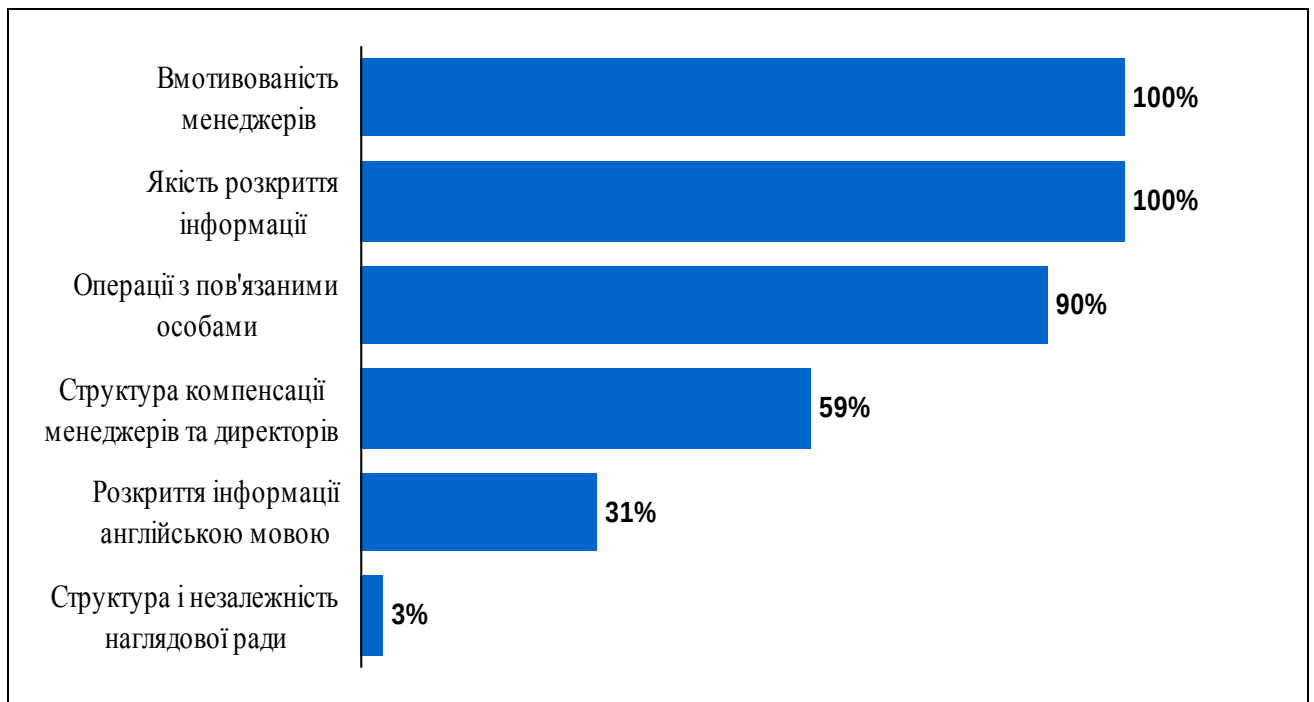


Рис. 5.17. Основні негативні характеристики корпоративного управління в країнах, що розвиваються

Джерело: складено автором за [451]

Як видно з даних рис. 5.17, найважливішими з погляду іноземних інвесторів є три блоки питань — виплата винагороди менеджерам і, відповідно, їх мотивація під час прийняття та реалізації управлінських рішень; транспарентність діяльності корпорацій; операції з пов'язаними особами. Звернемо увагу на те, що вирішення усіх трьох проблемних блоків питань пов'язане не тільки з удосконаленням законодавчої бази, а й з підвищенням загального рівня правової культури в українському суспільстві.

Існують труднощі і щодо кількісної оцінки рівня корпоративного управління. Певною мірою тенденції у цій сфері можна окреслити на основі звітності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, яка характеризує звернення громадян щодо порушень їхніх прав на ринку цінних паперів⁷ (рис. 5.18).

⁷ Зауважимо, що наведені дані характеризують загальну кількість звернень без урахування порушень у кожному конкретному випадку та можливості відмови від звернення навіть у разі наявності порушення.

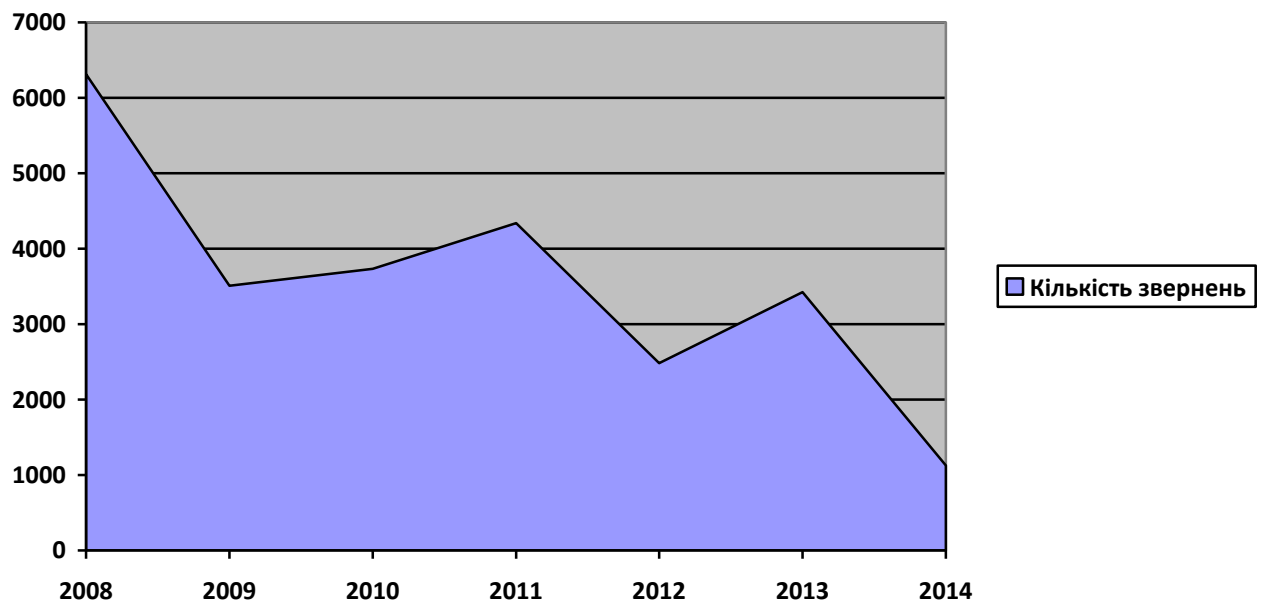


Рис. 5.18. Кількість звернень громадян до НКЦПФР щодо порушення їх законних прав та інтересів на ринку цінних паперів

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР.

Утім навіть на основі наведених даних та аналізу, здійсненого вітчизняними вченими щодо цього питання, можна зробити невтішний висновок про недостатній рівень корпоративного управління в Україні, численні порушення прав інвесторів, зрештою, про деструктивний вплив цих явищ на корпоративні фінанси [129; 173].

При цьому фахівці НКЦПФР визнають, що більшість звернень певною мірою стосуються питань, пов'язаних з оприлюдненням інформації про діяльність акціонерного товариства або з вчиненням інших неправомірних дій через використання інформаційної асиметрії. Для підприємств репрезентативної вибірки кількість скарг до НКЦПФР виглядає наступним чином (рис. 5.19).

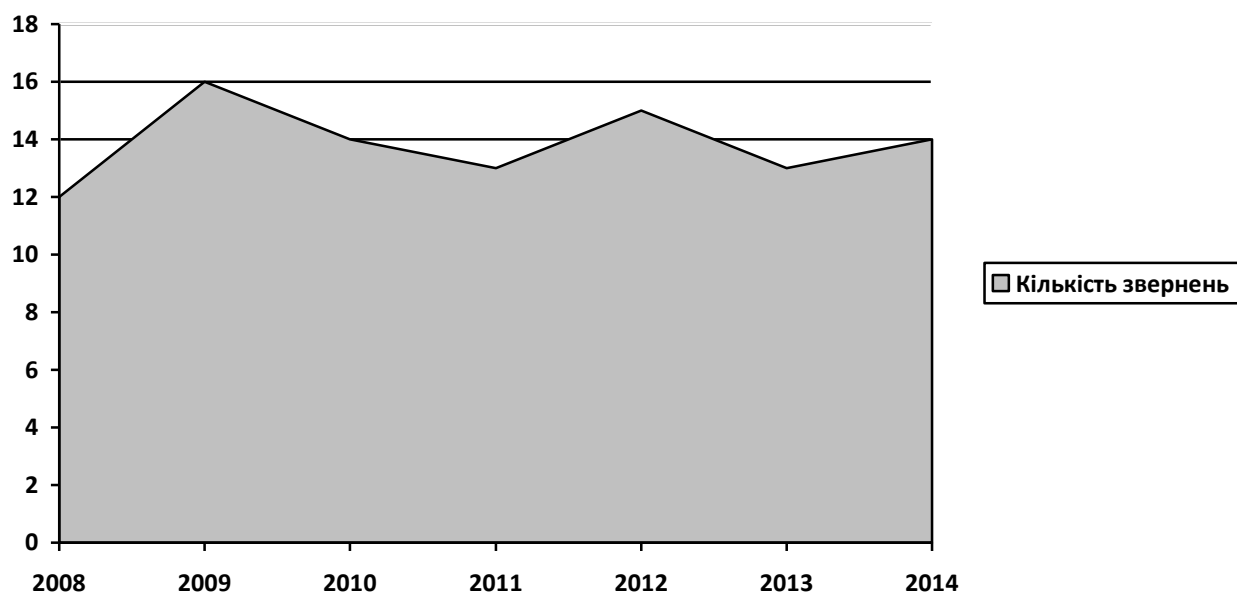


Рис. 5.19. Кількість звернень громадян до НКЦПФР щодо порушення їх законних прав та інтересів посадовими особами підприємств репрезентативної вибірки

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР.

Мусимо також визнати, що прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» не дало бажаного позитивного ефекту для розвитку корпоративного сектору, хоча і стало помітним кроком у покращенні ситуації в цій сфері. Суттєво покращилися підходи до регулювання системи оприлюднення інформації у корпоративному секторі України через упровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності: фінансова звітність та консолідована фінансова звітність складаються за міжнародними стандартами фінансової звітності публічними акціонерними товариствами, банками, страховиками починаючи з 1 січня 2012 р., кредитними спілками — з 1 січня 2014 р.; підприємствами, які провадять господарську діяльність за такими видами, як надання фінансових послуг (крім страхування та пенсійного забезпечення), а також недержавне пенсійне забезпечення, починаючи з 1 січня 2013 р.

На основі аналізу інформації, що оприлюднюється українськими корпораціями відповідно до законодавчих вимог, можна оцінити рівень їх транспарентності. Зазначимо, що наведені дані дають уявлення скоріше про канали розповсюдження інформації, проте вони ніяким чином не дають можливість оцінити повноту інформації, що розповсюджується.

Результати оцінювання нафтопереробних підприємств в Україні наведені в аналітичній табл. 5.12.

Таблиця 5.12

**Види та канали поширення корпоративної фінансової інформації
нафтопереробними корпораціями України, %**

Вид інформації	На загальних зборах	Преса, загальнодоступна інформаційна база даних ¹	Для ознайомлення безпосередньо в АТ	На запит акціонера	Власна інтернет-сторінка
1. Фінансова звітність, результати діяльності	50,0	83,3	83,3	66,7	83,3
2. Інформація про акціонерів із 10 % та більше статутного капіталу	16,7	83,3	33,3	33,3	33,3
3. Інформація про склад органів управління	66,7	83,3	83,3	66,7	33,3
4. Статут та внутрішні документи	50,0	-	83,3	66,7	33,3
5. Протоколи загальних зборів акціонерів після їх проведення	33,3	-	83,3	66,7	16,7
6. Розмір винагороди посадових осіб АТ	33,3	33,3	50,0	33,3	16,7

Джерело: складено автором за даними річних звітів акціонерних товариств

Примітка. 1. Загальнодоступна інформаційна база Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та результати опитування менеджерів корпорацій

За даними, наведеними в таблиці, можна зробити окремі важливі висновки щодо рівня транспарентності діяльності нафтопереробних підприємств в Україні:

1. Більшість акціонерних товариств дотримуються вимог щодо інформації, яка оприлюднюється в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР про ринок цінних паперів (зокрема, щодо надання періодичної звітності). Слід визнати, що державі вдалося досягти значного прогресу в цій сфері — створене законодавче, методичне та організаційне підґрунтя для оприлюднення інформації акціонерними товариствами. Водночас виникає питання щодо достатності існуючих вимог стосовно змісту корпоративної інформації, зафіксованих у національному законодавстві України, з погляду різних стейкхолдерів.

2. Рівень транспарентності корпоративного сектору істотно знижується, якщо аналізувати добровільний режим розкриття інформації, а також стосовно питань, які характеризують суперечності корпоративного управління та рівень агентського конфлікту між різними суб'єктами.

3. Менеджмент більшості акціонерних товариств розуміє важливість налагодження ефективної фінансової комунікації як з погляду дотримання вимог законодавства, так і з позиції корпоративного розвитку. Разом з тим таке розуміння набуває своєрідних форм у практичній діяльності — найбільш ефективними каналами поширення інформації вважаються відповіді на запити акціонера та її безпосереднє надання акціонерові в акціонерному товаристві. При цьому мова йде про ту інформацію, що не становить комерційну таємницю.

Найбільш показовою є ситуація щодо оприлюднення інформації, яка стосується розміру винагороди, що виплачується посадовим особам акціонерного товариства. Так, лише три підприємства надають таку інформацію у разі особистого звернення до акціонерного товариства, одне — за допомогою Internet-сторінки, через інформаційну базу НКЦПФР інформацію поширюють два нафтопереробні підприємства. Зазначена тенденція, на наш погляд, зовсім не відповідає загальновизнаній світовій практиці та свідчить

про існування стереотипів щодо принципів управління вітчизняними АТ і можливостей подолання агентського конфлікту.

По суті, ми стикаємося тут з низьким рівнем корпоративної культури, який до того ж свідчить про негативні тенденції на вітчизняному ринку праці. При цьому визнаємо, що питання виплати винагороди менеджерам є одним із найскладніших у теорії та практиці корпоративного управління. Різниця у формах отримання економічних вигід від діяльності корпорації стає першопричиною для появи корпоративних конфліктів та агентських проблем. Жодна із запропонованих західною практикою моделей (наприклад, прив'язка винагороди до результатів діяльності корпорації, опціони і т. п.) не довела своєї абсолютної ефективності.

На підприємствах нафтопереробної галузі України винагорода членів наглядової ради формується досить спрощено (рис. 5.20).

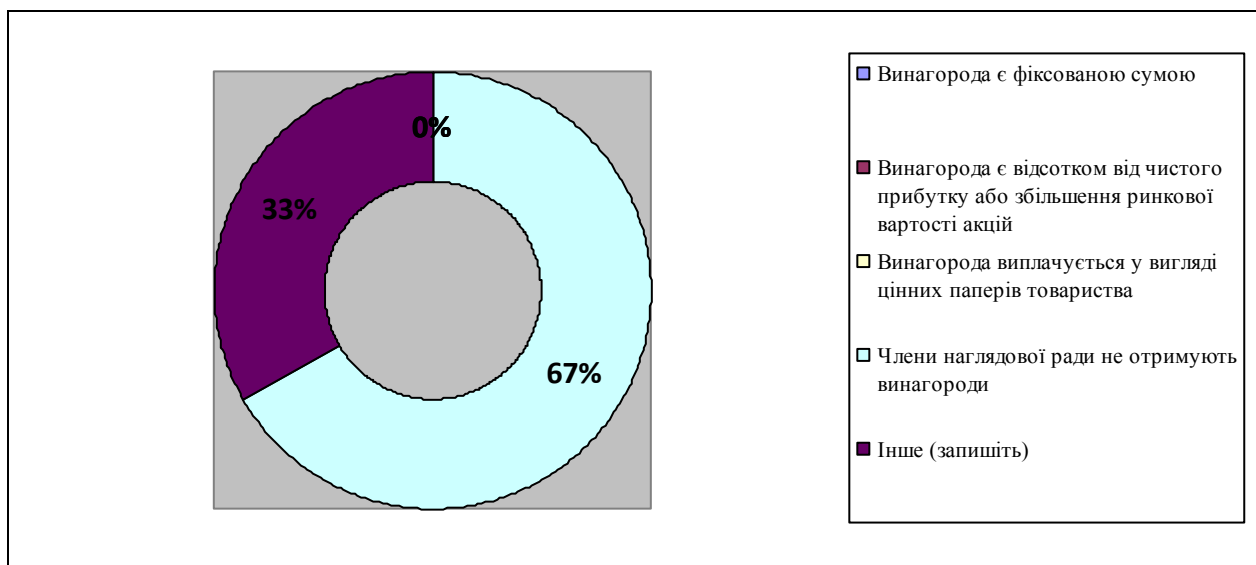


Рис. 5.20. Формування винагороди членів наглядової ради підприємств нафтопереробної галузі України

Джерело: розраховано автором за даними підприємств

Як бачимо з даних рис. 5.20, у більшості випадків члени наглядової ради взагалі не отримують винагороди за свою діяльність, два підприємства

вказали, що винагорода цієї групи посадових осіб визначається за рішенням загальних зборів акціонерного товариства.

Варто підкреслити, що жодна вітчизняна корпорація не використовує прямої «прив'язки» винагороди членів спостережної ради до результатів діяльності АТ.

Зважаючи на фактичну відсутність практики випуску корпоративних цінних паперів з ознаками опціонів в Україні (наприклад, райтів), можна зробити висновок, що переважна більшість вітчизняних АТ не розглядає цей принцип формування оплати праці членів наглядової ради.

Менеджерам нафтопереробних підприємств під час анкетування було запропоновано підтвердити (спростувати) наявність мотивації щодо оприлюднення певної інформації (рис. 5.21).

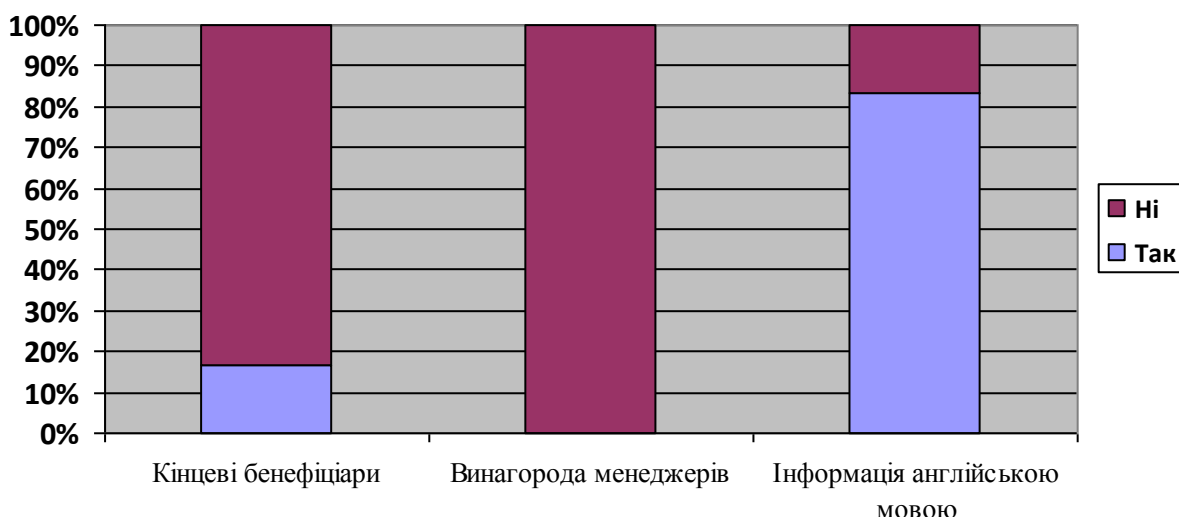


Рис. 5.21. Наявність/відсутність мотивації у менеджерів нафтопереробних підприємств щодо оприлюднення окремих видів інформації

Джерело: систематизовано автором за даними анкетування підприємств

Привертає увагу недостатній рівень прозорості щодо оприлюднення інформації про великих власників акцій. Фактично підприємства нафтопереробки, надаючи інформацію про акціонерів з 10 % і більше

статутного капіталу, обмежуються виключно виконанням вимог законодавства в Україні.

На наш погляд, така обмежена інформація не дає можливості оцінити фактичну структуру власності, рівень монополізації в окремих галузях тощо.

Для забезпечення принципу рівноправності акціонерів дуже важливою в корпоративному управлінні є присутність в органах управління незалежних менеджерів. Зауважимо, що на рівні як дослідників, так і національних законодавств різних країн єдиного трактування поняття «незалежний менеджмент» не існує [278]. На наш погляд, ці розбіжності є об'єктивними і пояснюються такими причинами:

- по-перше, існуванням двох основних та кількох перехідних моделей корпоративного управління із суттєвими відмінностями в механізмах менеджменту корпорацій;
- по-друге, неоднорідністю критеріїв цілеутворення в різних агентів виробництва;
- по-третє, труднощами в процесах детермінації формальних і неформальних зв'язків між менеджментом та іншими суб'єктами корпоративного управління.

Менеджер, що обирається в органи управління, повинен враховувати інтереси всіх акціонерів. За таких умов головна ідея використання інституту незалежних директорів — прийняття ними рішень відповідно до інтересів усієї корпорації, а не окремого акціонера або їх групи.

Відповідність конкретної особи сукупності критеріїв незалежності, зафіксованих на рівні законодавства країни, не означає, що саме вона повинна бути обраною на вказану посаду. Треба визнати, що в процесі обґрунтування управлінських рішень «принцип незалежності» менеджерів є значною мірою абстракцією, яка пояснюється реалізацією класичного та неокласичного підходів в економічній науці щодо процесу прийняття рішень.

На практиці виникають труднощі, пов'язані насамперед із фіксацією ознак «незалежності» для таких менеджерів і створенням умов для прийняття ними управлінських рішень на користь корпорації. Більше того, застосування механізму «незалежних» менеджерів не виключає виникнення агентських проблем та реалізації неефективних рішень.

Звіт про корпоративне управління, який є складовою річного звіту публічного акціонерного товариства в Україні, дає можливість оцінити окремі параметри, що характеризують якісний склад наглядової ради (табл. 5.13).

Таблиця 5.13

Кількісний склад наглядової ради на підприємствах нафтопереробної галузі

	ПАТ «НК – Галичина»	ПрАТ «ЛІНІК»	ПАТ «Одеський НПЗ»	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта»	ПрАТ «Херсонський НПЗ»
Кількість членів наглядової ради	7	1	4	5	11	3
Кількість представників акціонерів, що працюють у АТ	0	0	1	0	0	0
Кількість представників держави	0	0	0	0	0	0
Кількість представників акціонерів, що володіють більше 10 % акцій	0	1	0	5	6	3
Кількість представників акціонерів, що володіють менше 10 % акцій	7	0	0	0	5	0
Кількість представників акціонерів - ЮО	0	1	0	5	0	3

Джерело: складено автором за даними річних звітів підприємств

Загалом якісні й кількісні показники щодо структури наглядової ради дають можливість опосередковано оцінити вплив міноритарних акціонерів на

процеси прийняття та реалізації управлінських рішень на рівні акціонерного товариства в Україні.

Оцінюючи такі показники для підприємств нафтопереробної галузі, можна зробити такі висновки:

- незважаючи на те, що підприємства нафтопереробки України пройшли у своєму розвитку приватизаційний етап і, відповідно, мають у своєму складі акціонерів-працівників, роль цієї групи власників у формуванні органів управління під час постприватизаційного перерозподілу власності була фактично нівельована. Так, тільки ПАТ «Одеський НПЗ» вказало на те, що представники акціонерів-працівників є в наглядовій раді, в інших підприємствах ця група акціонерів відповідно до звітності в діяльності органів управління участі не бере;

- домінуючі позиції в складі наглядових рад підприємств нафтопереробки займають представники юридичних осіб-акціонерів, що володіють більше ніж 10 % акцій. Дана ситуація є цілком природною для вітчизняного корпоративного сектору — мажоритарні акціонери намагаються нівелювати вплив інших суб'єктів корпоративного управління під час прийняття рішень. Саме такий розподіл управлінських повноважень, на наш погляд, створює передумови для отримання «доходів від контролю»;

- попри те, що до складу підприємств нафтопереробної галузі входять підприємства, в яких є корпоративні права держави, жодне з них не вказало на наявність представників держави серед членів наглядової ради;

- у складі наглядових рад ПАТ «НПК – Галичина» та ПАТ «Укртатнафта» є представники міноритарних акціонерів. Проте існуюча система розкриття інформації про склад органів управління не дає можливості оцінити ступінь «незалежності» таких менеджерів.

Зауважимо, що створена в Україні модель корпоративного управління не тільки не запобігає порушенням прав акціонерів, а й безпосередньо сприяє їм, що посилює негативний вплив інших чинників. Так, дослідники корпоративних

фінансів визнають, що в реальній економіці доволі поширені випадки, коли інформація розподіляється серед економічних агентів нерівномірно, а окремі стейкхолдери навіть заінтересовані в асиметрії інформації й намагаються отримати з цього певні вигоди.

Інституційні ж механізми, які запобігали б поширенню практики неефективного корпоративного управління, заснованої на неповноті інформації, в Україні ще занадто слабкі. Доволі високою є кількість акціонерних товариств, у яких проведені позачергові загальні збори акціонерів. Така тенденція свідчить про існування неординарних подій у господарській діяльності вітчизняних акціонерних товариств.

Порівняно із загальною кількістю корпорацій, що оприлюднили інформацію про свою діяльність, незначним є перелік АТ, які планують включити власні цінні папери до лістингу фондових бірж. Останній факт є досить симптоматичним і свідчить про загальну тенденцію щодо формування підходів до організації діяльності акціонерних товариств, передусім публічних.

Так, однією з основних передумов розподілу власності й управління в корпоративних фінансах є професійні якості менеджерів. Це питання прямо пов'язане з установленням критеріїв, які можуть бути використані при виборі управлінців, а також з так званими репутаційними ризиками. Адже саме незалежні менеджери є тими представниками менеджменту, які здатні суттєво змінити ставлення до корпоративного управління загалом та транспарентності - зоркемаю

Аналіз вимог, що їх висувають корпорації нафтопереробної галузі до представників наглядових рад, подано нижче (табл. 5.14). Існує вкрай неоднозначна позицію щодо професійних якостей та компетенцій членів наглядових рад. Зокрема, абсолютна більшість підприємств (чотири з шести) віддають перевагу особистим якостям (чесність та відповідальність) і відсутності конфлікту інтересів, тоді як галузеві знання як чинник вибору визнають тільки два акціонерні товариства з шести.

**Вимоги щодо професійних компетенцій та особистих якостей членів
наглядових рад**

	ВАТ «НК – Галичина»	ПрАТ «ЛІНІК»	ПАТ «Одеський НПЗ»	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта»	ПрАТ «Херсонський НПЗ»
Галузеві знання і досвід роботи в галузі	-	-	-	+	+	-
Знання у сфері фінансів і менеджменту	-	-	-	+	+	-
Особисті якості (чесність, відповідальність)	-	-	+	+	+	+
Відсутність конфлікту інтересів	-	-	+	+	+	+
Граничний вік	-	-	-	-	-	-
Відсутні будь-які вимоги	-	+	-	-	-	-
Інше	+	-	-	-	-	-

Джерело: складено автором за даними річних звітів підприємств

На наш погляд, становить інтерес питання щодо наявності серед позитивних відповідей таких, як «Відсутні будь-які вимоги» та «Інше». Це свідчить не тільки про формалізм під час заповнення річного звіту, а й про наявність (опосередковано) «особливих» критеріїв, які застосовують у процесі обрання членів органів управління.

Тенденція до концентрації пакетів акцій адекватно відображається і в розподілі повноважень між різними органами управління в АТ — у внутрішніх документах акціонерні товариства намагаються не тільки врахувати вимоги законодавства, а й забезпечити високий рівень контролю за діяльністю домінуючої групи власників над підприємством (табл. 5.15).

**Компетенції різних органів управління АТ щодо прийняття
управлінських рішень у сфері корпоративних фінансів**

	Загальні збори акціонерів	Наглядова рада	Виконавчий орган
Визначення основних напрямів діяльності (стратегії)	5	3	1
Затвердження планів діяльності (бізнес-планів)	3	4	1
Затвердження річного фінансового звіту або балансу чи бюджету	5	1	0
Обрання та відкликання голови правління	2	2	0
Обрання та відкликання членів правління	2	3	0
Обрання та відкликання голови наглядової ради	5	0	0
Обрання та відкликання членів наглядової ради	5	0	0
Обрання та відкликання голови та членів ревізійної комісії	5	0	0
Визначення розміру винагороди для голови та членів правління	1	4	0
Визначення розміру винагороди для голови та членів наглядової ради	5	0	0
Прийняття рішення про притягнення до майнової відповідальності членів правління	3	3	0
Прийняття рішення про додатковий випуск акцій	5	0	0
Прийняття рішення про викуп, реалізацію та розміщення власних акцій	5	0	0
Затвердження аудитора	2	3	1
Затвердження договорів, щодо яких існує конфлікт інтересів	3	2	1

Джерело: складено автором за даними річних звітів підприємств

Загалом можна зробити висновок, що низький рівень побудованої системи корпоративного управління в Україні є незаперечним фактом, як і її деструктивний вплив на корпоративні фінанси. У таких умовах подальший розвиток корпоративного сектору можливий виключно в разі здійснення

державою та іншими суб'єктами корпоративного управління, що передбачає такі заходи:

1. Забезпечення максимально можливого рівня захисту прав міноритарних акціонерів як на рівні законодавства, так і за допомогою інших інституційних чинників. Інвестор, незалежно від обсягу сконцентрованого у нього пакета акцій, має стати ключовою особою на ринку акцій.

В цьому контексті слід, на наш погляд, насамперед змінити систему оприлюднення інформації акціонерними товариствами в Україні. Зокрема, слід реалізувати наступні зміни в чинному законодавстві (табл. 5.16).

Таблиця 5.16

**Існуючі та запропоновані вимоги щодо інформації про емітентів
цінних паперів**

Існуючий склад інформації про емітента	Запропонований склад інформації про емітента
1. Повне найменування, код за ЄДРПОУ, місцезнаходження, види діяльності, прізвище, ім'я, по батькові керівника; 2. Перелік випусків цінних паперів, за якими видані свідоцтва НКЦПФР; 3. Зареєстровані проспекти емісії цінних паперів емітента при публічному (відкритому) розміщенні; 4. Перелік власників значних пакетів (10 відсотків і більше) акцій. 5. Річна, квартальна та особлива інформація про емітента цінних паперів; 6. Інформація про іпотечні цінні папери та сертифікати фонду операцій з нерухомістю; 7. Інформація в повідомленні про проведення загальних зборів 8. Перелік правопорушень на ринку цінних паперів; 9. Перелік офіційних друкованих видань Комісії з публікаціями інформації про емітента цінних паперів; 10. Біржовий курс.	- Повне найменування, код за ЄДРПОУ, місцезнаходження, види діяльності, прізвище, ім'я, по батькові керівника; - Перелік випусків цінних паперів, за якими видані свідоцтва НКЦПФР; - Зареєстровані проспекти емісії цінних паперів емітента при публічному (відкритому) розміщенні; - Перелік власників значних пакетів (10 відсотків і більше) акцій. - Річна, квартальна та особлива інформація про емітента цінних паперів; - Інформація про іпотечні цінні папери та сертифікати фонду операцій з нерухомістю; - Інформація в повідомленні про проведення загальних зборів - Перелік правопорушень на ринку цінних паперів; Біржовий курс (станом на кінець місяця).

Джерело: авторська розробка

Звернемо увагу на то факт, що чинним законодавством передбачено оприлюднення інформації про емітентів цінних паперів. Проте існуючий склад інформації потребує актуалізації в контексті забезпечення прав акціонерів. Як бачимо, доцільно вилучити з існуючого переліку інформацію про офіційні друковані видання НКЦПФР, в яких оприлюднено інформацію про емітента, оскільки це фактично дублює канали поширення інформації. Окрім того, критично важливо змінити режим розкриття інформації про біржовий курс на щомісячний. Адже динамічні біржового ринку цінних паперів суттєво знижує цінність такої інформації навіть через кілька днів після оприлюднення.

Суттєвих змін повинно зазнати і законодавство щодо розкриття інформації емітентами цінних паперів (фактично мова йде про усі без винятку акціонерні товариства в Україні). Зокрема, пропонується забезпечити:

- розкриття особливої інформації про емітента цінних паперів на сторінці в мережі Інтернет - протягом двох робочих днів після дати вчинення дії;
- поширити обов'язок здійснювати розкриття регулярної квартальної інформації в порядку, передбаченому законодавством, на: по-перше, публічні акціонерні товариства; по-друге, на усі акціонерні товариства, що мають державну частку у 10 % і більше у статутному капіталі станом на перше число звітного кварталу;
- віднести до особливої інформації емітента цінних паперів відомості про: прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 15 % статутного капіталу; прийняття рішення про викуп власних акцій (крім акцій корпоративних інвестиційних фондів інтервального та відкритого типу); факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі; одержання позики або кредиту на суму, що перевищує 15 % активів емітента; зміну складу посадових осіб емітента; зміну власників акцій, яким належить 10 і більше % голосуючих акцій; рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв; рішення вищого органу емітента про зменшення статутного

капіталу; порушення справи про банкрутство емітента, винесення ухвали про його санацію; рішення вищого органу емітента або суду про припинення або банкрутство емітента;

2. За рахунок зростання рівня захисту прав міноритарних акціонерів, на наш погляд, можна не тільки подолати тенденції до концентрації акціонерної власності, а й певною мірою сприяти її «подрібненню», оскільки дрібні акціонери зможуть сповна реалізувати свої права.

3. Зниження деструктивного впливу «тіньового» сектору економіки на корпоративні фінанси в Україні, відновлення ролі дивідендів та курсових різниць як визначальних видів доходів від інвестицій у пайові цінні папери.

4. Посилення контролю над діяльністю менеджерів з боку як держави, так і інших стейкхолдерів. Створення умов для ефективного функціонування «ринку статусу» для менеджерів, що забезпечить зв'язок між результатами їхньої діяльності й отримуваними винагородами.

Також, на наш погляд, слід змінити систему оприлюднення інформації АТ державного сектору економіки. Оптимальним виглядає варіант за якого ключовими споживачами фінансової інформації для таких підприємств є наступні групи суб'єктів (рис. 5.22).

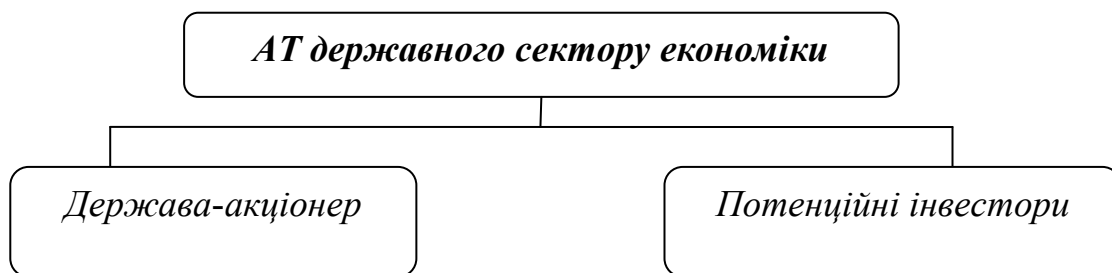


Рис. 5.22. Ключові споживачі фінансової інформації АТ державного сектору економіки

Джерело: розроблено автором

Для забезпечення вищого рівня транспарентності АТ державного сектору економіки необхідно:

1. Актуалізувати систему фінансових та нефінансових показників, що оприлюднюється в обов'язковому порядку. На наш погляд, такими показниками повинні бути (табл. 5.17).

Таблиця 5.17

Ключові показники діяльності АТ державного сектору економіки

№ з.п.	Показник	Режим оприлюднення	Головний споживач інформації
1	Сукупна доходність акціонерів (TSR)	Щорічно	<i>Держава-акціонер</i>
2	Конкурентна позиція АТ на ринку відповідних товарів (послуг)	2 рази на рік	
3	Санкції, що накладаються на менеджмент АТ у разі невиконання умов трудового договору	За фактом укладання трудового договору з менеджментом	
4	Єдиний реєстр членів правління та членів наглядової ради АТ державного сектору економіки	За фактом виникнення	
5	Кінцеві-бенефіціари, що представляють акціонерів, відмінних від держави	Щорічно	<i>Потенційні інвестори</i>
6	Винагорода, що сплачується членам правління та членам наглядової ради	Щорічно	
7	Ключові умови (характеристики) кредитних договорів та/або інших боргових фінансових інструментів	За фактом виникнення	
8	Пов'язані особи та інсайдери	Щоквартально	
9	Основні контрагенти (не менше 10 % від обсягу реалізації товарів, робіт, послуг)		

Джерело: розроблено автором

2. Посилити вимоги щодо механізму оприлюднення інформації підприємствами державного сектору економіки – в тому числі на рівні контрактів, укладених з менеджерами.

3. Встановити жорсткий контроль за фінансовою комунікацією підприємств державного сектору економіки – в тому числі персональну відповідальність управлінців.

4. В контрактах менеджерів, що входять до органів управління підприємств державного сектору економіки, передбачити накладення санкцій за порушення ними встановленого режиму оприлюднення інформації.

Разом з тим повноцінна реалізація виділених заходів можлива виключно тоді, коли суттєві зміни відбудуться і на вітчизняному ринку капіталів, насамперед на біржовому ринку акцій.

5.4. Актуалізація державної фінансової політики в контексті розбудови корпоративних фінансів в Україні

Питання державної підтримки провідних галузей вітчизняної економіки (а відповідно і найбільших корпорацій, що функціонують у цих галузях) є складним та неоднозначним. Сучасна фінансова наука, як і практика використання різних фінансових важелів різними країнами, не дає підстав для однозначних висновків щодо необхідності та меж державного втручання в економіку і стимулювання підприємницької діяльності.

За більш ніж 20 років незалежності державі з цілого ряду причин не вдалося створити дієвих механізмів стимулювання провідних галузей вітчизняної економіки. У результаті поглиблюється технологічне відставання в промисловості, акцент державної політики спрямовується на підтримку експортноорієнтованих галузей, розвиток яких визначається переважно

екстенсивним використанням ресурсів. Фактично слід визнати, що на сучасному етапі розвитку виражена промислова політика в Україні відсутня.

Енергетична безпека держави є надзвичайно важливою складовою загальної економічної безпеки держави. На сьогоднішній день, Україна в змозі задовольняти лише 20% власних потреб у нафті вітчизняного ринку. Це формує високий рівень залежності від імпорту даного виду сировини з інших країн світу, створює загрози для національної безпеки та суттєво підриває фінансову стабільність держави.

Як показав проведений вище аналіз, взаємовідносини між корпоративним сектором в Україні та державою були переважно конфліктними. На перший погляд, в такому конфлікті інтересів держава завжди мала та матиме перевагу, адже в її руках знаходяться потужні регуляторні інструменти, в тому числі, фінансові важелі – податки, бюджетні витрати і т.д.. Проте, економічна історія не раз засвідчувала - подібний конфлікт як правило призводить до програшу обох сторін, або виграш однієї з них нівелюється численними негативними факторами.

Цілком аргументовано можна стверджувати, що на сучасному етапі розвиток капіталізму супроводжується випереджаючим накопиченням капіталу у фінансовій сфері порівняно з сферою виробництва. Детальний аналіз останніх криз дав можливість окремим економістам, зокрема, В. Михайліну, виділити їх подібні механізми [163]:

- по-перше, вони виникали з певним часовим лагом після заходів, спрямованих на фінансову лібералізацію;
- по-друге, фінансова лібералізація об'єктивно була пов'язана з кредитним бумом та виникненням фінансових «бульбашок»;
- по-третє, найбільш явними наслідками кризи є різке скорочення ліквідності банківських систем та, відповідно, зменшення обсягів кредитування нефінансових корпорацій.

Зрозуміло, що один із механізмів нівелювання деструктивного впливу криз – виважена державна політика підтримки стратегічних галузей економіки.

Кожна криза супроводжується фінансовими ускладненнями, а в окремих випадках – і банкрутством провідних корпорацій, які, часто вважалися флагманами відповідних національних економік. В питанні взаємодії держави та корпорацій слід звернути увагу ще на одну тенденцію, що почала проявлятися з середини 50-х років минулого століття.

Вона полягає в тому, що, якщо раніше об'єктом промислової політики держави були цілі галузі національної економіки, то в подальшому акценти змістилися – держава почала використовувати доступні їй інструменти (в т.ч. – і фінансової політики) для стимулювання розвитку та підтримки конкретних корпорацій, насамперед, експортноорієнтованих.

Подібна політика була орієнтована на появу в окремих національних економіках т. з. «національних лідерів економіки», які реалізували конкурентну стратегію держави на внутрішньому, і, що саме головне – на міжнародному ринках. В 90-х рр. XX ст. поступово зростає роль держави у створенні сприятливого інституційного середовища для розвитку корпорацій, проте, значення підтримки «корпорацій-лідерів» залишається доволі високим.

Прикладом таких змін може слугувати «нова промислова політика», яка реалізується в країнах Європейського Союзу і спрямована на досягнення наступних цілей:

- зростання компаній, посилення їх конкурентної активності та інноваційної спрямованості;
- інтенсифікація інвестицій;
- поява нових робочих місць.

Остання фінансова криза глобального рівня 2008-2009 рр. здатна трансформувати підходи до державної фінансової політики через розуміння хибності окремих стереотипів, що панували в корпоративному секторі протягом останніх десятиліть.

Одним із чинників, що суттєво знижує ефективність функціонування корпоративного сектору в українській економіці, є несприятливе макроекономічне середовище. Зокрема, привертають увагу тенденції в динаміці індексу конкурентоспроможності, який дає можливість порівняти різні складові бізнес-середовища в різних країнах (рис. 5.23).

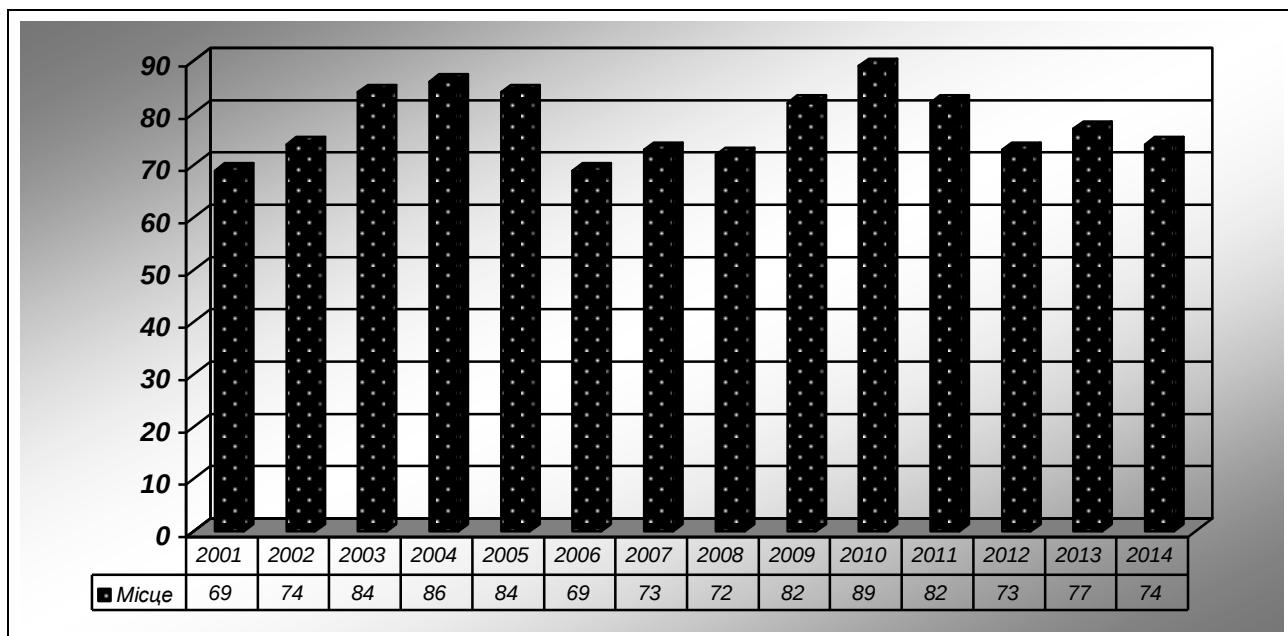


Рис. 5.23. Місце України у глобальному індексі конкурентоспроможності у 2001–2014 рр.

Джерело: складено за даними Міністерства економічного розвитку та торгівлі України.

В Україні підтримка промисловості в цілому та її окремих галузей є доволі часто не предметом реалізації державної політики, а результатом лобістських зусиль потужних фінансово-промислових груп. Результативність використання різноманітних форм державної підтримки галузей в Україні надзвичайно низька.

Як бачимо, Україна, як правило, знаходиться в районі 60-70 місць, що об'єктивно низько характеризує загальні умови ведення бізнесу в нашій країні та не відповідає її економічному потенціалу. В той же час, привертає увагу волатильність показника України – це також є прямим свідченням

несприятливої ситуації з погляду середовища для здійснення підприємницької діяльності.

Втім, наслідки більшості реформ, реалізованих в Україні, є в достатній мірі дискусійними, як і реалізовані на цей час заходи підтримки розвитку промисловості.

Насамперед, звернемо увагу на те, що державна промислова політика в Україні протягом тривалого періоду орієнтована на збереження існуючої структури виробництва товарів та надання послуг, не сприяє структурним змінам та впровадженню інновацій (рис. 5.24):

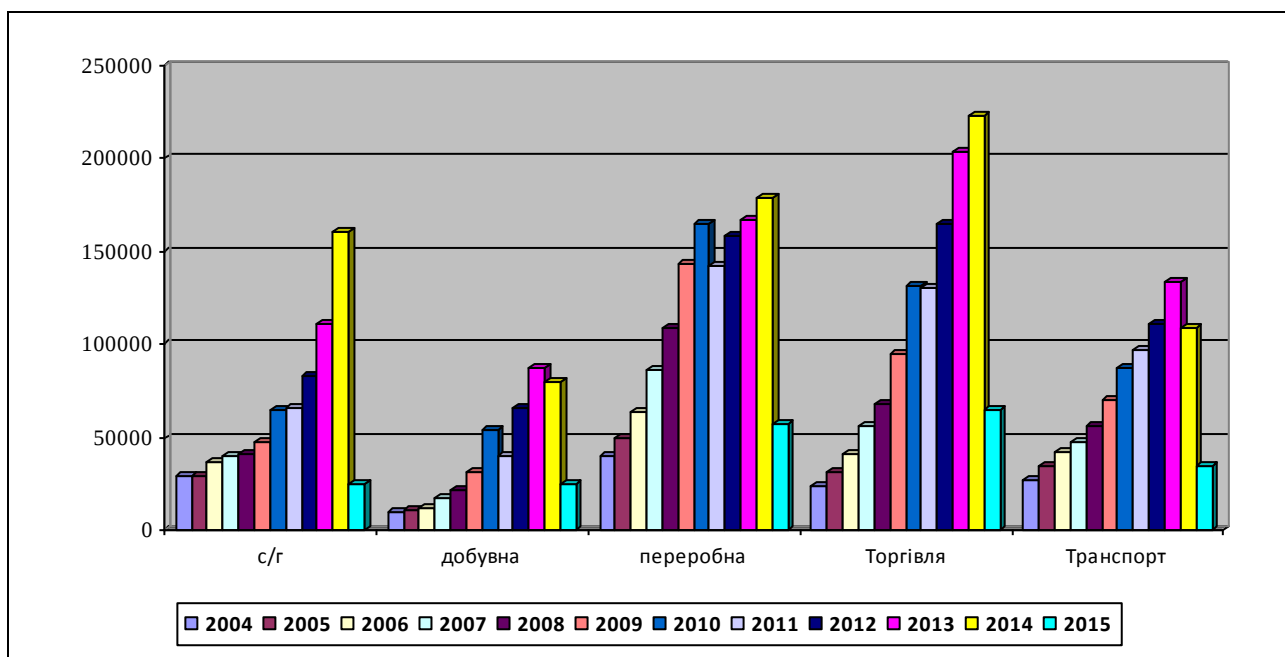


Рис. 5.24. Валова додана вартість вироблена в окремих секторах економіки України у 2004-2015 рр., млн. грн.

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України

Як видно з 5.24, структурі національної економіки переважають галузі, які добувають сировину або випускають продукцію з низьким ступенем обробки. Насамперед, це експортноорієнтовані та пов'язані з ними галузі (металургія, хімічна промисловість, сільське господарство), функціонування яких в значній мірі залежить від тенденцій глобальних ринків.

Так, частка переробної промисловості у створенні ВВП коливається в межах 14-18 %; поступово зростає роль торгівлі у формуванні валової доданої вартості – у 2011-2012 року показники цього сектору перевищили навіть показники переробної промисловості (15-20 %). Втім, досвід 2008 рр. надто явно виявив хибність орієнтації на такі галузі – падіння попиту на їх продукцію на світовому ринку не тільки погіршило стан окремих галузей, а й призвело до масштабної економічної кризи в Україні.

Тому корпоративний сектор вітчизняної економіки характеризується значною уразливістю до зовнішніх шоків, і така позиція зберігатиметься і в майбутньому, оскільки в середньостроковій перспективі змінити тенденції в експорті не вдасться (рис. 5.25).



Рис. 5.25. Частка окремих товарних позицій в загальній структурі експорту з України, %

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України

Протягом тривалого періоду часу домінуючі позиції в експортній діяльності займає металургійна промисловість (яка відображається за кодом

«Недорогоцінні метали та вироби з них»), підприємства якої формують 30-32 % сукупного експорту; по-друге, наступні місця за рангом займають хімічна промисловість (в основному – виробництво мінеральних добрив) та сільського господарства, частка якого невпинно зростає.

Частка високотехнологічного експорту в загальній структурі експорту України є досить низькою (до 3 %), тоді як для Німеччини - 9,9%, Сінгапуру - 13,6%, Швейцарії - 22,4%.

В той же час, на рівні програмних документів декларується необхідність змін у структурі виробництва (5.18).

Таблиця 5.18

Потенційні показники структурних зрушень в економіці України до 2017 р.

Галузь	Структура виробництва	
	2007	2017
Металургія та оброблення металу	24,4%	13,9%
Машинобудування	12,9%	19,6%
Хімічна і нафтохімічна промисловість	6,7%	8,6%
Виробництво деревини та виробів з деревини	0,7%	1,2%
Легка промисловість	1,0%	2,9%
Харчова промисловість та перероблення сільськогосподарських продуктів	14,8%	17,4%
Добувна промисловість	8,8%	6,9%
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	15,1%	14,7%
Інші галузі	15,7%	15,0%

Джерело: [102]

Вже на цей час зрозуміло, що задекларована на рівні цільової програми структура промислового виробництва у 2017 році не буде досягнута, а домінування галузей з низьким рівнем збережеться і надалі. Зазначимо, що серед головних проблем, що заважають розвитку вітчизняної економіки виділяються [102]:

- недостатній рівень конкурентоспроможності вітчизняної промислової продукції внаслідок використання застарілих технологій та значного зносу основних засобів;
- обмежений доступ підприємств базових галузей промисловості до кредитних ресурсів через високі відсоткові ставки комерційних банків, особливо на довгостроковий період для технічного переозброєння;
- зниження попиту на продукцію вітчизняних товаровиробників на внутрішньому ринку;
- несвоєчасне відшкодування податку на додану вартість підприємствам - експортерам вітчизняної продукції;
- підвищення цін на енергоносії, частка яких у структурі собівартості продукції надто висока, особливо у металургійній та хімічній галузях виробництва;
- значна експортоорієнтованість промислових виробництв;
- несприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура.

Як це не дивно, значна частина виділених проблем обумовлена неефективними діями держави. В той же час, слід зазначити, що в умовах формування інформаційної економіки в Україні державі так і не вдалося суттєво змінити власні підходи до транспарентності.

В той же час ще раз підкреслимо, що фінансова комунікація на рівні «корпоративні фінанси – державна фінансова політика» в економічно розвинених, демократичних країнах базується на фактичній рівнозначності вимог до зазначених суб'єктів – нормативні положення щодо транспарентності корпорацій поєднуються з аналогічними вимогами до прозорості діяльності публічного сектору.

Мова йде про поступове та невпинне формування інституту публічності в демократичному суспільстві, який не тільки спонукає усіх без винятку фінансових агентів дотримуватися законодавства щодо розкриття інформації, а

й забезпечує рівень транспарентності понад нормативний. В Україні макрофінансова політика часто є результатом лобіювання вузькокорпоративних інтересів.

Взаємодія корпорацій та урядових органів відбувається за допомогою різних форм GR, що дає можливість досягти найбільшого ступеня реалізації інтересів перших і змушує останніх враховувати їх при розробці політики та прийнятті нормативно-правових актів. Зокрема, в розвинених країнах активно використовується спонсорська допомога на користь політичних партій на виборах, залучаються професійні лобістські організації та представники наукових кіл, фінансуються PR та рекламні кампанії, ін. Все це дозволяє корпораціям впливати як на позицію пересічних громадян, так і на політику цілих урядів.

В Україні спостерігається абсолютно відмінна ситуація – вплив крупних суб'єктів бізнесу (насамперед, провідних фінансово-промислових груп) існує, при цьому, він як правило приховується і доволі часто реалізується за допомогою протизаконних методів. В той же час, провідні вітчизняні фінансово-промислові групи використовують широкий спектр методів впливу на державну політику, проте часто вдаються до маніпулювання суспільною думкою, залежно від політичних уподобань.

Відповідно на сучасному етапі можна говорити про використання GR-менеджменту на рівні провідних українських корпорацій, проте з суттєвими відмінностями від закордонної практики, насамперед, в частині цілеутворення – доволі часто мова йде не про синхронізацію стратегій держави та корпорацій, а повне ігнорування інтересів держави.

Подальший розвиток GR-менеджменту в Україні слід пов'язувати в першу чергу з розвитком інформаційного суспільства в нашій країні, посиленням прозорості державної політики та транспарентності корпоративного сектору.

На наш погляд, саме відсутність виваженої політики багато в чому і визначила значні диспропорції у розвитку підприємств нафтопереробки. Більше

того, саме за позицією «Енергетичні матеріали; нафта та продукти її перегонки» спостерігаються найбільш суттєві дисбаланси у зовнішній торгівлі України, формується значний рівень залежності вітчизняної економіки від експортних потоків енергоносіїв (табл. 5.19).

Таблиця 5.19

**Структура зовнішньої торгівлі України енергетичними матеріалами у
2010-2015 рр., тис. дол. США**

№ з.п.	Період	Експорт	% до загального обсягу	Імпорт	% до загального обсягу
1	2010	4109234,2	6,1	22831956,0	26,7
2	2011	2130782,5	5,4	14638726,5	32,2
3	2012	3661425,1	7,1	19602725,2	32,3
4	2013	5691092,3	8,3	28605294,4	34,6
5	2014	3639741,1	5,3	26192812,6	30,9
6	2015	249762,0	1,3	5981328,5	33,0

Примітка. 1. Дані за 2015 рік – січень-червень.

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України

Настільки суттєві дисбаланси у зовнішній торгівлі нафтою та продуктами нафтопереробки суттєво впливають на діяльність корпорацій цієї галузі в Україні, визначають високий рівень її залежності від динаміки світових ринків. В умовах фактичної відсутності політики підтримки галузі це призводить до стрімкого скорочення як виробничих потужностей, так і фінансового потенціалу, погіршення соціальних параметрів діяльності і т. ін..

Звернемо увагу і на той факт, що прогнози діяльності нафтопереробки за базовим сценарієм свідчать про збереження значної залежності галузі від експортних потоків. Зокрема, якщо орієнтуватися на прогнозні значення

балансу нафти до 2030 р., видно, що на кінець прогнозного періоду експорт нафти буде відсутнім, тоді як її імпорт – 9,8 млн. т.

На даний час існує декілька сценаріїв динаміки попиту на нафтопродукти, у кожному з яких попит та споживання визначаються двома групами чинників: зовнішніх, атакож внутрішніх. При цьому прогнозується зростання споживання нафти і суттєве збільшення обсягів її видобутку в Україні (табл. 5.20).

Таблиця 5.20

Баланс нафти в Україні до 2030 р., млн. т.

Статті балансу	2010 (факт)	Прогноз			
		2015	2020	2025	2030
Прибуткова частина					
I. Ресурси, всього	11,3	12	12	12,8	14,6
1. Видобуток нафти і газового конденсату	3,6	2,8	2,4	2,4	4,5
2. Імпорт нафти	7,5	9,0	9,4	10,2	9,8
3. Залишки нафти у сховищах на початок періоду	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Витратна частина					
II. Розподіл ресурсів- усього	11,3	12	12	12,8	14,6
1. Споживання нафти нетто, у тому числі:	11	11,7	11,6	12,5	14,3
2. Втрати при зберіганні, розподілі, транспортуванні	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
3. Споживання нафти брутто – всього	11,1	11,8	11,7	12,6	14,4
4. Експорт нафти	0	0	0	0	0
5. Залишки у сховищах на кінець періоду	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2

Джерело: [].

При цьому, на наш погляд, об'єктивних передумов для зростання обсягів переробки нафти в Україні на сучасному етапі немає. Галузь фактично позбавлена державної підтримки, і в умовах значного рівня експортної залежності, має низький потенціал розвитку, поступаючись на внутрішньому ринку навіть виробникам з інших країн. Окрім того, на ринку нафтопродуктів

суттєвим фактором залишається і наявність значних обсягів контрафактної продукції.

Окрім того, протягом тривалого періоду відбувається і зниження ресурсного потенціалу, зокрема кількості працівників та вартості основних засобів (табл. 5.21).

Таблиця 5.21

Кількість працюючих на акціонерних товариствах-нафтопереробних заводах у 2010-2013 рр., тис. грн.

№ з.п.	Назва підприємства	РОКИ				
		2010	2011	2012	2013	2014
1	ВАТ «НК – ГАЛИЧИНА»	1459	1438	1456	1456	990
2	ПрАТ «ЛІНІК»	3743	3631	3286	3286	2463
3	ПАТ «Одеський нафтопереробний завод»	612	572	562	562	504
4	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	1743	1751	1742	1742	1183
5	ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта»	4572	4440	4516	4516	4250
6	ПрАТ «Херсонський нафтопереробний завод»	596	587	424	424	199

Джерело: складено автором за даними підприємств

Дані табл. 5.21 свідчать про невпинне скорочення кількості працюючих на усіх без виключення підприємствах нафтопереробної галузі України. У відсотковому значенні найбільше зменшення відбулося на ПрАТ «Лінік» та ПрАТ «Херсонський НПЗ». При цьому зауважимо, що подібне скорочення ніяким чином не пов'язане з модернізацією технологічного циклу виробництва, а у повній мірі характеризує стагнацію галузі за останнє десятиріччя.

Неоднозначні висновки можна зробити на основі аналізу показника вартості основних засобів – його динаміка свідчить про неможливість у

сучасних умовах підприємствами нафтопереробки забезпечити розширене відтворення (рис. 5.26).

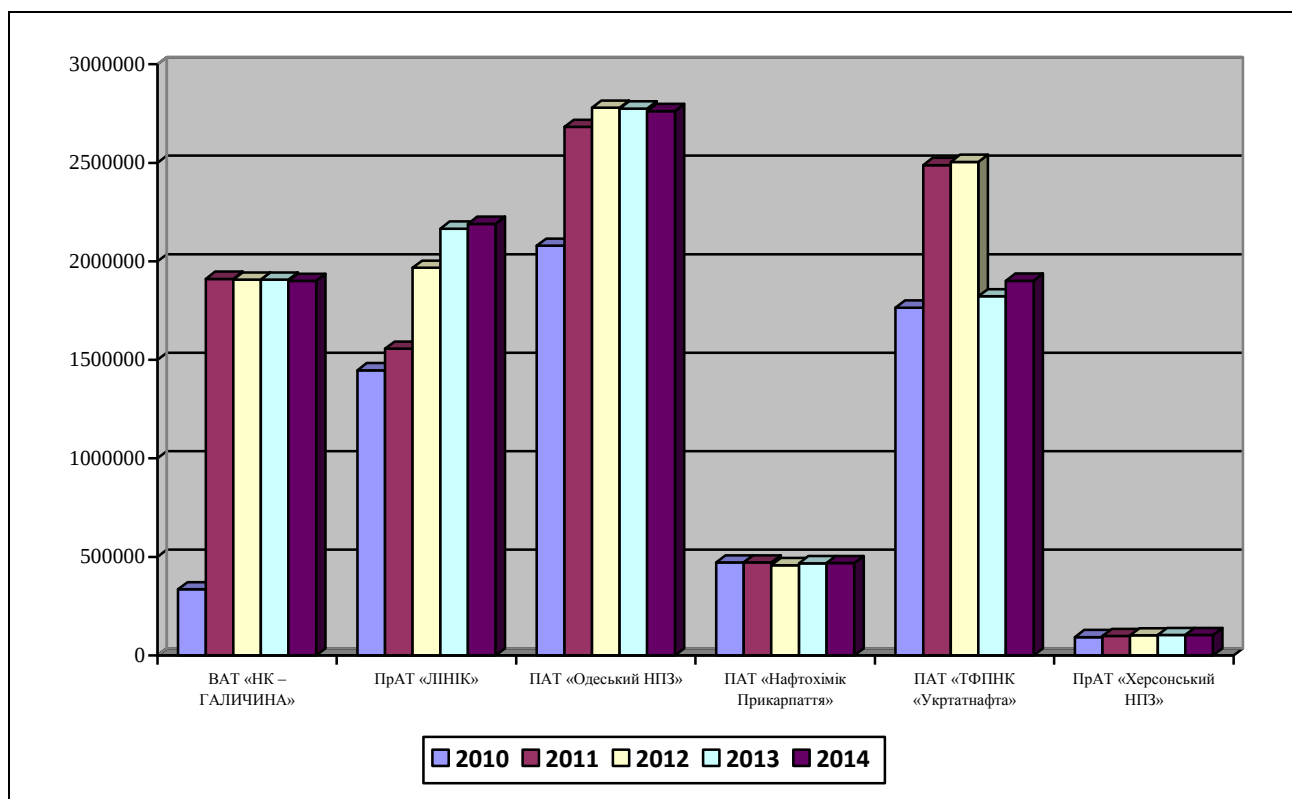


Рис. 5.26. Вартість необоротних активів підприємств нафтопереробки України у 2010-2014 рр., тис. грн.

Джерело: складено автором за даними підприємств

Складні та невизначені за своїм спрямуванням тенденції у формуванні виробничого та людського потенціалу корпорацій нафтопереробки, несприятливі умови з позиції конкуренції на внутрішньому ринку, відсутність виваженої державної політики щодо галузі призводять до скорочення показників виробництва та обсягів реалізації продукції у 2010-2014 рр..

Деякі підприємства протягом тривалого періоду часу фактичного припинили виробництво нафтопродуктів, здійснювали виробництво зі значними перервами тощо. Фактично, слід визнати, що галузь нафтопереробки в Україні не здатна розвиватися в існуючих умовах конкурентного ландшафту, є непривабливою з точки зору вкладення інвестицій та вимагає активної переорієнтації державної промислової політики.

Спостерігається надзвичайно низький рівень результативності діяльності – як з погляду власників, так і з позиції загальних тенденцій, що існують в економіці України (рис. 5.27 та рис. 5.28).

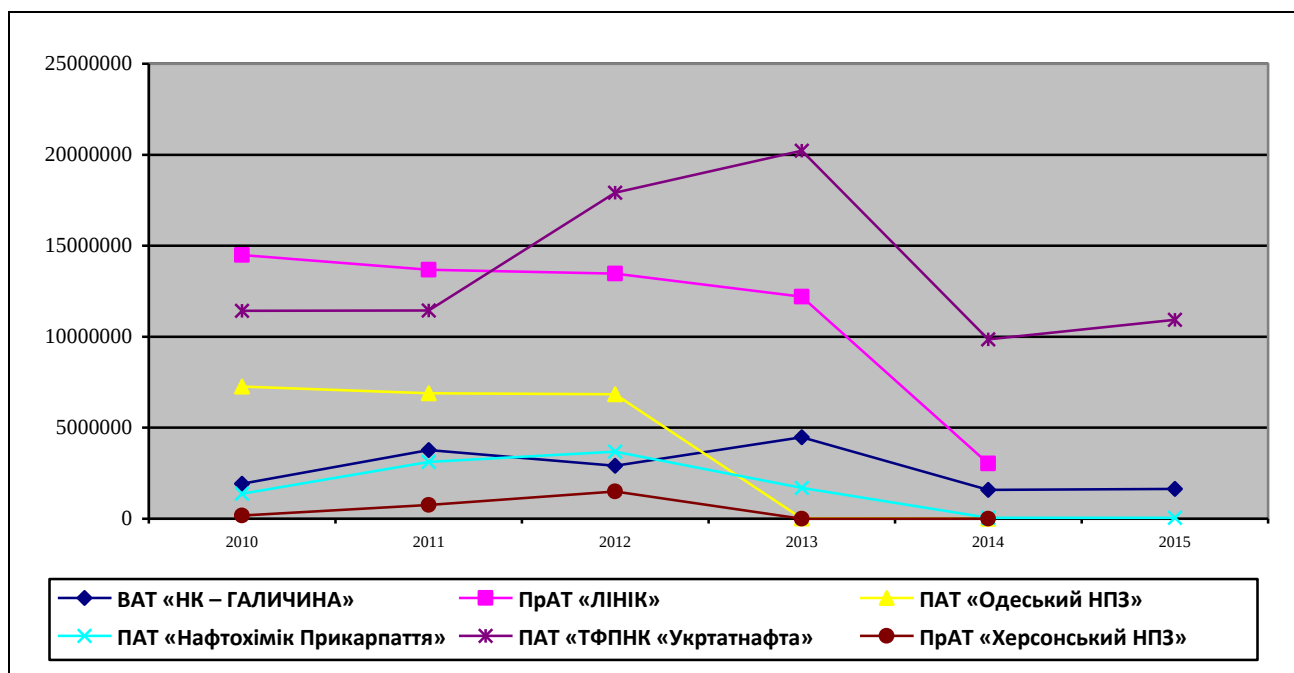


Рис. 5.27. Обсяг реалізації підприємств нафтопереробки України у 2010-2015 рр., тис. грн.

Джерело: складено автором за даними підприємств

Окрім того, як зазначено в різноманітних стратегічних документах, надалі нафтопереробна галузь зіткнеться з загостренням конкуренції через поширення альтернативних видів палива.

До 2020 р. світовий попит на біопаливо (біоетанол, біодизель) складе близько 10% загального обсягу споживання моторного палива. Це підкріплюється офіційними державними програмами, ухваленими в різних країнах світу. Євросоюз ставить собі за мету до 2020 р. перейти на використання як мінімум 10-відсоткових сумішей біопалива; Канада планує до 2015 р. використовувати паливо з 10-відсотковим вмістом біоетанолу, а США – з 15-відсотковим. Бразилія, де частка споживання біоетанолу вже зараз становить більше 25% загального обсягу споживання моторних палив,

ставить за мету в 2013–15 рр. здійснити перехід на використання палива з 5-відсотковим вмістом біодизеля [].

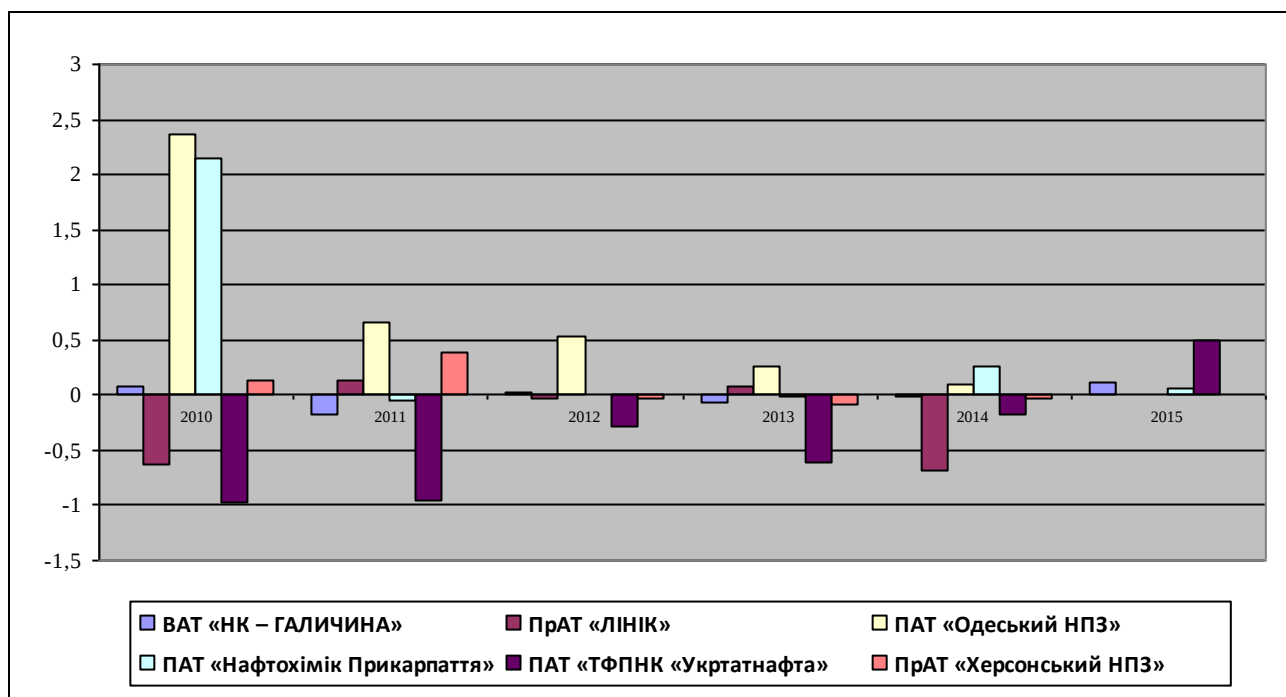


Рис. 5.28. Динаміка показника ROE підприємств нафтопереробки України у 2010-2015 рр.

Джерело: складено автором за даними підприємств

Домінування корпоративної форми організації бізнесу в сучасній глобальній економіці не в останню чергу базується на значних перевагах, пов'язаних з широкими можливостями формування капіталу з зовнішніх джерел. Саме завдяки цій ознаці, провідні корпорації перевершили за своїм фінансовим потенціалом навіть окремі держави.

В підсумку, зважаючи на невітішні прогнози, на наш погляд, можна навести наступні аргументи щодо необхідності використання державою доступних інструментів фінансової політики для підтримки корпорацій, що функціонують в галузі нафтопереробки в Україні:

1. Стратегічний характер галузі з позиції глобальної конкурентної позиції України та її впливу на економічні процеси на внутрішньому ринку. Починаючи з перших років незалежності перед Україною постали складні

завдання щодо реформування власної економіки. Їх вирішення багато в чому залежить від можливості зменшення рівня залежності від експорту енергоносіїв, насамперед, з Російської Федерації. Фактично, на сучасному етапі розвитку питання енергетичної незалежності України перейшло з розряду суто економічних до геополітичних.

2. Сучасний стан галузі нафтопереробки посилює рівень залежності української економіки від експорту енергоносіїв. Окрім того, він чинить додатковий інфляційний тиск на економічні процеси всередині країни. Транспортні витрати є складовою собівартості значної кількості товарів, робіт та послуг (рис. 2.29).

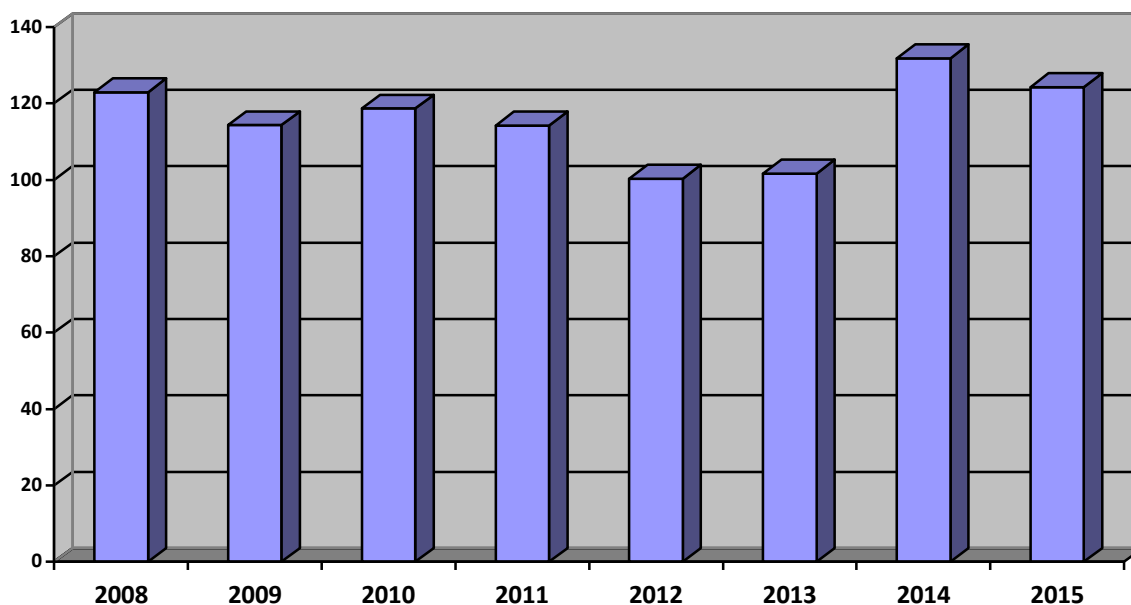


Рис. 5.29. Індекси цін виробників промислової продукції в Україні у 2008-2015 рр., %

Джерело: [].

3. Відмова від використання фінансових важелів підтримки галузі потенційно може призвести до ще більшого скорочення обсягів виробництва нафтопродуктів в Україні. В підсумку, це призведе до значних ускладнень в

реалізації стратегії зменшення залежності української економіки від експорту енергоносіїв.

4. Усі без виключення підприємства галузі є акціонерними товариствами. Фактично, за більш ніж два десятиліття реформ державою не створено інституційних передумов для реалізації переваг корпоративної форми організації бізнесу. Насамперед, спостерігається стагнація у інвестиційній сфері – корпорації не здатні залучати інвестиції з зовнішніх джерел, тоді як обсяг внутрішніх є незадовільно низьким.

У таких умовах подальший розвиток корпоративного сектору можливий виключно в разі здійснення державою та іншими суб'єктами корпоративного управління, що передбачає такі заходи:

1. Забезпечення максимально можливого рівня захисту прав міноритарних акціонерів як на рівні законодавства, так і за допомогою інших інституційних чинників. Інвестор, незалежно від обсягу сконцентрованого у нього пакета акцій, має стати ключовою особою на ринку акцій.

2. За рахунок зростання рівня захисту прав міноритарних акціонерів, на наш погляд, можна не тільки подолати тенденції до концентрації акціонерної власності, а й певною мірою сприяти її «подрібненню», оскільки дрібні акціонери зможуть сповна реалізувати свої права.

3. Зниження деструктивного впливу «тіньового» сектору економіки на корпоративні фінанси в Україні, відновлення ролі дивідендів та курсових різниць як визначальних видів доходів від інвестицій у пайові цінні папери.

4. Посилення контролю над діяльністю менеджерів з боку як держави, так і інших стейкхолдерів. Створення умов для ефективного функціонування «ринку статусу» для менеджерів, що забезпечить зв'язок між результатами їхньої діяльності й отримуваними винагородами.

У 2014 р. менше 50% внутрішнього попиту на світлі нафтопродукти задовольнялося за рахунок продукції українських нафтопереробних заводів (НПЗ). Основними країнами, що поставляли дизель в Україну, виступали Росія

та Білорусія (приблизно по 45% сукупного обсягу імпорту), бензин – Білорусія, Литва і Румунія (44%, 22% і 12% сукупного обсягу імпорту відповідно).

Пріоритетними цілями держави в нафтопереробній галузі є збільшення ВВП України в довгостроковій перспективі, у тому числі за рахунок створення робочих місць і стимулювання виробництва продукції з високою доданою вартістю, підвищення енергетичної незалежності України та зниження шкідливого впливу на навколишнє середовище.

Для того щоб досягти цих цілей, державі необхідно стимулювати розвиток нафтопереробної галузі до конкурентоспроможного рівня в розмірі, необхідному для задоволення потреб внутрішнього ринку. Першочерговим завданням є нарощування потужностей вторинної і третинної переробки найбільш великими та сучасними заводами для збільшення виходу світлих нафтопродуктів до 80-85%.

Основними завданнями держави в регулюванні нафтопереробної галузі є відповідно до затверджених програмних документів є []:

1. Забезпечення рівних умов конкуренції для нафтопродуктів вітчизняної переробки й увезених з інших країн, що дозволить знизити рівень залежності від імпорту нафтопродуктів.

Вирівнювання конкурентного середовища є необхідною умовою функціонування вітчизняної нафтопереробної галузі та підвищення її конкурентоспроможності й може бути досягнуте за рахунок комбінації заходів:

Введення імпортних мит на нафтопродукти (для окремих країн, видів/якості палива) на адресу країн, які використовують заходи субсидування власної нафтопереробки (у тому числі за допомогою експортних мит), для компенсації виникаючої неконкурентної переваги;

2. Часткове зниження податкового навантаження на вітчизняні нафтопереробні компанії (у розмірі додаткових надходжень від імпортних мит) для обмеження зростання цін на нафтопродукти й мінімізації негативного соціального впливу.

Підтримка розвитку й підвищення конкурентоспроможності української нафтопереробної галузі для збільшення глибини переробки та виробництва нафтопродуктів усередині країни. Перерахований вище комплекс заходів підтримки має бути об'єднаний в єдину програму модернізації найбільших і найсучасніших заводів із метою підвищення конкурентоспроможності та збільшення виходу світлих нафтопродуктів.

Всі наведені суперечності вимагають вирішення також і в контексті проведення приватизації у 2015-2016 рр. Зазначимо, що в планах – масштабний розпродаж пакетів акцій, що зараз належать державі (зокрема, Кабінетом Міністрів України планується продати 342 підприємства). Зрозуміло, що без врахування набутого досвіду (як правило негативного) суспільство зіткнеться з цілим рядом проблем, і на етапі продажу пакетів, і у постприватизаційному періоду.

На наш погляд, слід акцентувати увагу на наступних змінах:

- застосування чіткого та обґрунтованого підходу у виборі пакетів акцій підприємств, які будуть пропонуватися інвесторам. На наш погляд, в цьому контексті слід насамперед звернути увагу на ті підприємства, де держава володіє менше ніж 25 % акцій. Як показує досвід, в абсолютній більшості випадків держава не має реального впливу на управлінські рішення на рівні таких підприємств, відповідно, не має можливості реалізувати свої майнові права. Оскільки механізм «золотої акції» в Україні не реалізовано, від таких пакетів акцій необхідно позбутися;

- пошук розумного балансу інтересів між фіскальними цілями держави та розвитком підприємств у постприватизаційному періоді. Зрозуміло, що в умовах жорсткого бюджетного дефіциту існує спокуса максимізації ціни продажу та ігнорування інших факторів, проте, такий шлях є недостатньо ефективним і тому від нього доцільно відмовитися. В цьому контексті слід особливу увагу звернути на необхідність забезпечення рівної конкуренції під час приватизації;

- економічна безпека держави під час приватизації – на рівні провідних урядовців неодноразово підкреслювалося необхідність встановлення різноманітних обмежень, які б не дозволили сконцентрувати контроль над стратегічно важливими підприємствами інвесторам з Росії. Проте, на наш погляд, така позиція є щонайменше вразливою – мова повинна йти про широкі критерії відбору інвесторів (в тому числі – і з врахуванням геополітичних факторів). Адже на цей час цілком можливе встановлення опосередкованого контролю над вітчизняними підприємствами.

- вибір часу приватизації – надзвичайно складне питання, адже в умовах військового конфлікту вкрай складно розраховувати на вдалий продаж за максимальною ціною. Проте, і зволікати з приватизацією не треба – за відсутності інвестицій в подальшому інтерес до вітчизняних підприємств може тільки знижуватися.

В підсумку, саме реалізація зазначених змін здатна суттєво змінити сутність приватизаційних процесів в Україні, підвищити їх ефективність, як з погляду держави, так і з позиції самих підприємств.

Висновки до розділу 5

Інтеграція України в глобальний економічний простір визначає необхідність суттєвих трансформацій у функціонуванні корпоративного сектору взагалі та корпоративних фінансів зокрема. Тільки за рахунок використання потенціалу великих корпорацій, які є основою вітчизняної промисловості, можна забезпечити швидкість та ефективність економічних реформ.

Разом з тим модернізаційна стратегія корпоративних фінансів в Україні визначає необхідність докорінних змін у прагматичній площині їх

функціонування. Насамперед це стосується оптимізації корпоративного управління. Протягом більш ніж двох десятиліть свого існування модель корпоративного управління в Україні не тільки не сприяла економічному розвитку, а й суттєво перешкоджала йому, оскільки основні її механізми були спрямовані на задоволення інтересів вузького кола осіб. Тому марними видаються намагання класифікувати українську модель корпоративного управління за загальновизнаними підходами. Вона особлива і відповідно до цього вимагає свого переформатування в інтересах як суспільства, так і самих корпорацій.

Однією з важливих передумов розвитку підприємництва в Україні має стати виважена та науково обґрунтована податкова політика. Держава повинна відійти від намагання задовольнити власні фіскальні інтереси під час оподаткування корпоративного сектору — податки можуть стати ефективним інструментом стимулювання підприємницької діяльності в Україні. Разом з тим на сучасному етапі часто домінує суто фіскальний підхід, який, проте, не дає бажаного ефекту навіть з погляду формування ресурсів у розпорядженні держави. Сучасний стан нафтопереробної галузі змушує ставити питання про необхідність перегляду податкової політики держави щодо цих підприємств: в умовах гострої залежності від імпорту енергоносіїв податкові важелі стимулювання нафтопереробки можуть сприяти підвищенню енергетичної безпеки нашої держави.

Водночас будь-які заходи не будуть ефективними за умови збереження існуючого рівня корпоративного управління. Численні порушення прав акціонерів — звичне явище для українських акціонерних товариств, а низька корпоративна культура — суттєва перешкода на шляху залучення інвестиційних ресурсів у корпоративний сектор.

Держава зобов'язана:

- ✓ по-перше, сприяти «подрібненню» пакетів акцій через захист прав міноритарних акціонерів;

✓ по-друге, сформувати стимули для змін в економічній поведінці мажоритарних власників та менеджерів.

Вирішення важливих проблем у сфері корпоративних фінансів в Україні прямо пов'язане з розвитком фондового ринку. У цьому зв'язку пріоритетними є три взаємозалежні напрями:

- розширення кола фінансових інструментів, які можуть використовуватися українськими акціонерними товариствами для залучення капіталу на фондовому ринку;
- активізація біржового сегмента вітчизняного ринку капіталів, концентрація торгівлі на організованому ринку;
- розвиток елементів фінансової інфраструктури, насамперед її інституційної складової — небанківських фінансових інституцій та стимулювання їх інвестицій у корпоративні цінні папери.

Сучасний стан нафтопереробних підприємств явно свідчить про необхідність державної підтримки галузі. Держава повинна сконцентрувати свої зусилля й забезпечити:

- сприятливі умови для функціонування корпоративного сектору економіки України взагалі (з урахуванням того, що всі нафтопереробні підприємства України є акціонерними товариствами);
- цілеспрямовану підтримку нафтопереробної галузі в частині: зменшення залежності від імпортних потоків, забезпечення впровадження енергоощадних технологій, створення сприятливих умов для експансії вітчизняних підприємств на внутрішньому ринку.

Загалом слід визнати, що на сьогодні перед державою стоять складні завдання щодо модернізації корпоративних фінансів в Україні, від вирішення яких багато в чому залежить успіх економічних реформ. Вживані до цього часу підходи поступово втрачають властиву їм низьку результативність. Відповідно

на часі – актуалізація взаємовідносин між державою та корпораціями з врахуванням розбудови в Україні інформаційної економіки.

Основні положення Розділу 5 висвітлені в наступних наукових працях автора [21; 23; 26; 30; 35; 36; 41].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано нове вирішення наукової проблеми що полягає у розвитку та розробці нових положень теорії, методології й удосконалення практики функціонування корпоративних фінансів в інформаційній економіці. Проведене дослідження дало змогу зробити такі висновки та обґрунтувати наступні рекомендації:

1. Розвиток корпоративних фінансів на глобальному рівні став наслідком пошуку такої організаційно-правової форми бізнесу, яка завдяки особливостям свого фінансового господарства мала б можливості об'єднувати капітали, здібності та вміння і відповідно розв'язувати економічні та соціальні завдання, що не можуть бути реалізовані суб'єктами підприємництва інших організаційно-правових форм. Акцент на необхідності аналізу корпорацій та корпоративних фінансів у зазначеному контексті дав можливість довести, що вихідною (первинною) категорією корпоративних фінансів є дохід. Дисертант установив, що дохід перетворився на визначальну спонукальну детермінанту, яка стимулює фінансових агентів об'єднуватися в корпорації. Багатогранність доходу як фінансової категорії дала змогу розглядати його як форму збереження та матеріалізації енергії індивідуума, що породжена його працею, здібностями тощо. Завдяки доходу та його проявам на рівні корпоративних фінансів відбувається формування такого логічного ланцюга: «діяльність та здібності людини – дохід – капітал – корпоративні фінанси». Саме дохід став інструментом, за допомогою якого реалізується процес формування, руху та розподілу капіталу корпорацій, відповідно в доході відображаються основні закономірності і протиріччя фінансового господарства корпорацій.

2. Проведено аналіз трансформації зовнішнього та внутрішнього фінансового середовища під впливом розвитку інформаційної економіки. Доведено, що в основі таких змін – посилення ролі та значення фінансового рахівництва як інституту, спрямованого на використання інформації та

інформаційних технологій у фінансовій діяльності. Відбувається процес інституалізації фінансового рахівництва, який відображається у формуванні: по-перше, спеціалізованих інституцій, котрі надають послуги зі збору та обробки фінансової інформації (зовнішнє середовище); по-друге, відповідного інструментарію збору та обробки фінансової інформації в корпоративному фінансовому менеджменті. Ускладнення, властиві економічній та фінансовій діяльності сучасних корпорацій в інформаційній економіці, привели до виділення в стратегічному наборі корпорацій корпоративної інформаційної стратегії, яка значною мірою обумовлює і ефективність корпоративного фінансового менеджменту (за рахунок фінансового рахівництва). Установлено, що основними напрямками синхронізації корпоративних фінансових стратегій із процесами, притаманними інформаційній економіці, є: фінансова діяльність корпорацій сектору ІКТ; трансформація каналів фінансової комунікації з фінансовими агентами; еволюція технологій фінансової комунікації під впливом інформаційних технологій (у тому числі через розвиток фінансового рахівництва).

3. Визначено, що фінансова стратегія провідних корпорацій світу у глобальному фінансовому середовищі включає: *по-перше*, існування чіткої ідеології щодо «залишкового принципу» використання акцій як зовнішнього джерела капіталу; *по-друге*, намагання максимально використати можливості фінансування за рахунок внутрішніх джерел; *по-третє*, значна увага приділяється динаміці біржового курсу акцій. Стосовно структури капіталу та дивідендної політики корпорації дотримуються кількох важливих принципів: максимальної прогнозованості фінансової політики для потенційних інвесторів; намагання забезпечити максимальну частку доходів акціонерів, що генерується через курсове зростання акцій; пріоритету боргового капіталу над акціонерним при залученні ресурсів із зовнішніх джерел; оптимальних значень боргового навантаження для забезпечення фінансової стійкості корпорації в умовах волатильності фондових ринків.

4. Встановлено, що детермінанти інформаційної економіки суттєво змінюють фінансові відносини між державою та корпораціями. Ідеологія домінування державних або корпоративних інтересів поступово змінюється на ідеологію синхронізації фінансової стратегії держави та фінансової стратегії корпорацій. Це веде до появи та поширення різноманітного інструментарію GR-комунікації, за допомогою якого держава та корпорації мають змогу досягти уніфікації власних інтересів у фінансових відносинах. При цьому мова йде про рівнозначність вимог щодо транспарентності на рівні як корпоративних фінансів, так і державної фінансової політики: посилюючи вимоги до транспарентності корпорацій держава в демократичних суспільствах намагається підвищити і прозорість прийняття та реалізації власних фінансових рішень. Тільки така інституційна рівнозначність є передумовою реалізації переваг, притаманних корпоративним фінансам в інформаційній економіці.

5. Доведено, що формування корпоративного сектору в Україні відбувалося під домінантним впливом зміни відносин власності у процесі приватизації. Це визначило такі інформаційні компоненти національної моделі корпоративного управління: інформаційна політика корпорацій орієнтована на переважне задоволення потреби в інформації великих власників; неможливо встановити кінцевих бенефіціарів для більшості корпорацій; дотримання виключно законодавчих вимог щодо оприлюднення інформації за відсутності власної інформаційної стратегії; відбувається посилення ролі інсайдерської інформації через функціонування фінансово-промислових груп; низькі репутаційні втрати для корпорацій з недостатнім рівнем транспарентності; наявність у структурі власності нерезидентів з офшорних зон; відбувається «закриття» акціонерного капіталу через функціонування ЗАТ та ПрАТ.

6. Обґрунтовано, що пріоритетними напрямками розвитку корпоративних фінансів в Україні в умовах інформаційної економіки є: оптимізація державної фінансової політики, у тому числі щодо оподаткування;

підвищення рівня транспарентності корпоративного сектору через зміну вимог до оприлюднення інформації корпораціями; формування передумов для нарощування процесів залучення капіталу з фінансового ринку; імплементація фінансового рахівництва у корпоративний фінансовий менеджмент; упровадження офіційних методів GR-комунікації у фінансову діяльність корпорацій. У дисертації обґрунтовано, що зазначені напрями мають бути реалізовані через низку заходів на рівні як макрофінансової політики, так і безпосередньо фінансового господарства корпорацій.

7. З метою удосконалення оподаткування корпорацій в Україні необхідно: відмовитися через застосування нульової ставки від практики оподаткування акцизним податком сировини, яка використовується для виробництва підакцизної продукції; включити до переліку податкових агентів зі сплати акцизного податку особу, котра безпосередньо здійснює продаж підакцизних товарів кінцевому споживачеві; включити до переліку операцій, звільнених від оподаткування, операції з постачання та ввезення на митну територію України устаткування, яке не має вітчизняних аналогів. Реалізація зазначених заходів дасть можливість: по-перше, уникнути необґрунтованого зростання цін на нафтопродукти; по-друге, впровадити загальносвітову практику адміністрування акцизного податку; по-третє, оновити технології виробництва пального в Україні.

8. Задля ефективної розбудови фінансового ринку в Україні необхідно: розширити коло фінансових інструментів, які можуть використовуватися українськими акціонерними товариствами для залучення капіталу на фондовому ринку (насамперед привілейованих акцій, конвертованих облігацій); активізувати біржовий сегмент вітчизняного ринку капіталів та сконцентрувати торгівлю корпоративними цінними паперами на організованому сегменті; забезпечити розвиток елементів фінансової інфраструктури (насамперед тих її складових, які забезпечують функціонування фінансового рахівництва у зовнішньому та внутрішньому

середовищах корпорацій); стимулювати інвестиції домогосподарств та інституційних інвесторів у корпоративні цінні папери. Рекомендовано для активізації банківського кредитування посилити вимоги до кредитної документації корпорації-боржника, що функціонує в рамках фінансово-промислової групи. Зокрема, доповнити існуючий перелік вимогою щодо оприлюднення інформації, яка наскрізно характеризує операційний та фінансовий цикли ФПГ. Це дасть можливість суттєво зменшити ризики кредитних операцій для банків.

9. Позитивні зміни в корпоративних фінансових стратегіях в Україні значною мірою залежать від упровадження фінансового рахівництва. На думку дисертанта, задля реалізації таких завдань доцільно: переглянути існуючий термін розміщення особливої інформації на web-сторінці корпорації; внести зміни до нормативно-правової бази – розширити коло корпорацій, на які накладається обов'язок щодо оприлюднення регулярної квартальної інформації; доповнити перелік особливої інформації про діяльність акціонерного товариства. Необхідно також переглянути систему фінансових індикаторів, що використовуються для аналізу фінансового стану корпорації. Рекомендовано відмовитися від інвестицій або мінімізувати їх, якщо чистий потік грошових коштів від інвестиційної діяльності від'ємний.

10. Доведено, що позитивні зміни у фінансовій комунікації корпорацій можливі виключно у разі трансформації підходів до прозорості процесу формування державної фінансової політики. На думку дисертанта, такі зміни повинні реалізуватися в трьох напрямках:

- ✓ по-перше, упровадження засад прозорості, притаманних демократичним суспільствам, у фінансову стратегію держави в Україні;

- ✓ по-друге, налагодження ефективної GR-комунікації в ланцюгу «корпоративний фінансовий менеджмент – фінансова стратегія держави» (через упровадження на рівні правління підрозділу, який відповідав би за розроблення та реалізацію офіційних інструментів GR-комунікації);

✓ по-третє, підвищення вимог до прозорості корпорацій із державною часткою власності через імплементацію розробленої системи показників фінансової комунікації, яка враховує потребу у фінансовій інформації акціонерів, інших акціонерів, передусім потенційних інвесторів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрютина, М. С. Финансовый анализ: учеб. пособие / М. С. Абрютина. - М. : ДИС, 2011. – 187 с.
2. Азаренкова Г. М. Фінанси підприємств : навч. посібник / Г. М. Азаренкова, Т. М. Журавель, Р. М. Михайленко. - 3-тє вид., виправл. і доп. - К. : Знання-Прес, 2009. - 299 с.
3. Алексеева М. Б. Основы теории систем и системного анализа : учеб. пособие / М. Б. Алексеева, С. Н. Балан. – СПб. : СПГИЭУ, 2002. – 55 с.
4. Андрущенко В. Л. Защита окружающей среды: финансовый аспект // В. Л. Андрущенко, А. П. Букин, В. М. Федосов // Финансы СССР. — 1976. — № 4. – С. 83–89.
5. Ансофф И. Стратегическое управление. – М.: Экономика, 1989. – 520 с.
6. Асаул А. Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний / А. Н. Асаул, М. П. Войнаренко, Н. А. Пономарева, Р. А. Фалтинский ; под ред. А. Н. Асаула. — СПб. : АНО «ИПЭВ», 2008. — 288 с.
7. Бабиченко В.В. Особенности оценки корпоративных ценных бумаг и принятия инвестиционных решений в условиях нестабильности рынков капитала / В.В. Бабиченко // Сборник научных трудов SWorld. – 2013. – Вып. 3, т. 35. – Иваново : МАРКОВА А.Д., 2013. – С. 23–30.
8. Бабіченко В. GR-менеджмент як складова корпоративної стратегії в інформаційній економіці / В.В. Бабіченко // Інвестиції: практика та досвід. – 2015. – № 22. – С. 51–53.
9. Бабіченко В. GR-управління: проблеми використання сучасними корпораціями / В.В. Бабіченко // Сучасні тенденції розвитку менеджменту і бізнес-адміністрування в Україні : матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м.

Херсон, 23–24 трав. 2014 р.) – Херсон : Вид. дім «Гельветика», 2014. – С. 107–110.

10. Бабіченко В. Актуальні проблеми корпоративного управління в Україні та шляхи їх вирішення / В.В. Бабіченко // Інноваційна економіка (РІНЦ). – 2014. – № 4(53). – С. 46–49.

11. Бабіченко В. Вартісно-орієнтоване управління корпораціями в умовах інформаційної асиметрії / В.В. Бабіченко // Формування соціально-економічного розвитку регіонів України : зб. тез наук. праць учасників Міжнар. наук.-практ. конф. / ГО «Центр екон. досліджень та розвитку». – Одеса : ЦЕДР, 2013. – С. 120–122.

12. Бабіченко В. Держава та корпорації: діалектична концепція відносин та можливості уніфікації інтересів / В.В. Бабіченко // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 8. – С. 73–77.

13. Бабіченко В. Дивіденди в інформаційній моделі вітчизняного фондового ринку [Електронний ресурс] / В.В. Бабіченко // Ефективна економіка. – 2015. – № 11. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua>.

14. Бабіченко В. Дивідендна політика корпорацій: виклики сучасного етапу [Електронний ресурс] / В.В. Бабіченко // Ефективна економіка. – 2014. – № 8. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua>.

15. Бабіченко В. До питання категорій корпоративних фінансів в сучасній економіці / В.В. Бабіченко // Вісник Одеського національного університету. – 2015. – Т. 20, вип. 1/1. – С. 120–123. – (Серія: Економіка).

16. Бабіченко В. До питання місця та ролі корпоративної інформації в глобальній економіці / В.В. Бабіченко // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 11–12. – С. 77–81.

17. Бабіченко В. Домінанта корпорацій в сучасній економіці: фінансові чинники / В.В. Бабіченко // Інвестиції: практика та досвід. – 2015. – № 6. – С. 43–46.

18. Бабіченко В. Домінування корпорацій в глобальному середовищі: переваги та протиріччя / В.В. Бабіченко // Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрями розвитку : зб. тез. Всеукр. наук.-практ. конф. – К. : Криниця, 2013. – С. 9.
19. Бабіченко В. Еволюція концептуальних положень теорії структури капіталу корпорацій в умовах інформаційної економіки / В.В. Бабіченко // Інноваційна економіка (INDEX COPERNICUS, PIIIC). – 2015. – № 5. – С. 29–33.
20. Бабіченко В. Економічні та правові засади розвитку корпорацій: глобальний вимір / В.В. Бабіченко // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – № 20. – С. 10–13.
21. Бабіченко В. Індивідуальні інвестори в стратегії розвитку акціонерних товариств в Україні / В.В. Бабіченко // Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання : матеріали VII Міжнар. наук.-практ. конф., 27 черв. 2013 р., м. Київ. – К. : МІБО КНЕУ; Ніжин: Аспект-Поліграф, 2013. – С. 14–16.
22. Бабіченко В. Інформаційна парадигма та трансформація наукових поглядів щодо корпоративних фінансів [Електронний ресурс] / В. Бабіченко // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2015. – Вип. № 8. – С. 923–926. – Режим доступу : <http://www.global-national.in.ua>.
23. Бабіченко В. Концептуальні основи формування інформаційної економіки в Україні [Електронний ресурс] / В.В. Бабіченко // Проблеми та перспективи розвитку науки на початку третього тисячоліття у країнах Європи та Азії : матеріали XX міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. (м. Переяслав-Хмельницький, 29–30 листоп. 2015 р.). – Режим доступу : <http://www.conferences.neasmo.org.ua/uk/art/2391>.
24. Бабіченко В. Корпоративні стратегії в глобальній економіці: місце інформаційної складової / В.В. Бабіченко // Агросвіт. – 2015. – № 22. – С. 54–58.

25. Бабіченко В. Парадигма вартісно орієнтованого підходу в сучасному корпоративному менеджменті / В.В. Бабіченко // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 9. – С. 63–67.

26. Бабіченко В. Підтримка корпоративного сектору в Україні: особливості, цілі та завдання / В.В. Бабіченко // Науковий вісник Херсонського державного університету. – 2014. – № 7. – С. 170–173. – (Серія: Економічні науки).

27. Бабіченко В. Постприватизаційна стратегія розвитку акціонерних товариств в Україні: аналіз інвестиційних альтернатив / В.В. Бабіченко // Економічний ріст в умовах державно-приватного партнерства : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 15–16 бер. 2013 р., м. Дніпропетровськ. – Дніпропетровськ : Вид. дім «Гельветика», 2013. – С. 81–82.

28. Бабіченко В. Проблеми розвитку нафтопереробних підприємств і оновлення їх основного капіталу / В.В. Бабіченко // Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки в умовах глобальної нестабільності : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 21–23 листоп. 2013 р. – Кременчук : КНУ ім. М. Остроградського. – С. 133–134.

29. Бабіченко В. Роль приватизації у становленні вітчизняного корпоративного сектору / В.В. Бабіченко // Інноваційні засади сталого розвитку національного господарства : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 21–22 листоп. 2014 р. : у 2 ч. / Поділ. держ. аграр.-тех. ун-т. – Кам'янець-Подільський : Вид. дім «Гельветика», 2014 р. – Ч. 2. – С. 35–38.

30. Бабіченко В. Специфіка бюджетування на ПАТ «Укртатнафта» / В.В. Бабіченко // Актуальні питання забезпечення стійкого розвитку національного господарства : матеріали Всеукр. наук. конф., 28–29 жовт. 2011 р. – Кременчук. – 2011. – С. 65–66.

31. Бабіченко В. Структура акціонерної власності в Україні в контексті диспропорцій розвитку корпоративного сектору / В.В. Бабіченко // Економіст (RePEc). – 2014. – № 6. – С. 4–6.

32. Бабіченко В. Структура капіталу корпорації та суперечності глобальної економіки / В. В. Бабіченко // Пріоритети розвитку економіки України та інших країн : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф., 29–30 листоп. 2013 р. / Чернігів. держ. технолог. ун-т. – Чернігів : Вид. дім «Гельветика», 2013. – С. 53–54.

33. Бабіченко В. Суперечності світового фондового ринку та проблеми реалізації корпоративних стратегій / В.В. Бабіченко // Вісник Одеського національного університету. – 2014. – Т. 19, вип. 3/3. – С. 200–203. – (Серія: Економіка).

34. Бабіченко В. Технічний та фундаментальний аналіз: використання у процесі інвестування / В.В. Бабіченко, І.Ю. Волошина // Ринок цінних паперів України. – 2012. – № 10. – С. 11–16.

35. Бабіченко В. Транспарентність корпоративного сектору: головні пріоритети сучасного етапу / В.В. Бабіченко // Актуальні проблеми соціально-економічного розвитку: регіональні особливості та світові тенденції: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 27–28 листоп. 2015 р.) – Одеса : ОНУ ім. І.І. Мечникова, 2015. – С. 145–147.

36. Бабіченко В. Трансформація корпоративних стратегій в умовах розбудови інформаційної економіки в Україні / В.В. Бабіченко // Сучасна економічна наука: теорія і практика : матеріали V Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф., 17 листоп. 2015 р. – Полтава : Полтав. НТУ, 2015. – С. 14–16.

37. Бабіченко В. Фінансова стратегія у системі управління фінансовими ресурсами підприємств / Л.М. Хоменко, В.В. Бабіченко, К.Б. Костюшко // Актуальні питання забезпечення стійкого розвитку національного господарства : матеріали Всеукр. наук. конф., 26–27 жовт. 2012 р. – Кременчук : Видавець ПП Щербатих О.В., 2012. – С. 144–146.

38. Бабіченко В. Фінансові аспекти розбудови національної моделі корпоративного управління / В.В. Бабіченко // Економіка та управління національним господарством: стан, тенденції та перспективи: матеріали II

міжнар. наук.-практ. конф. (28–29 трав. 2015 р., м. Одеса). – Одеса : ОНЕУ, 2015. – С. 84–85.

39. Бабіченко В.В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку : [моногр.] / В.В. Бабіченко. – К. : ИД «Виниченко», 2014. – 552 с.

40. Бабіченко В.В. Корпорації державного сектору: об'єктивні суперечності функціонування / В.В. Бабіченко // Економіка та держава. – 2015. – № 11. – С. 116–118.

41. Бабіченко В.В. Національна модель корпоративного управління та особливості залучення капіталу вітчизняними акціонерами товариствами / В.В. Бабіченко // Особливості ефективного управління підприємствами в умовах глобальних викликів : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. молодих учених та студентів (Чернівці, 22 бер. 2013 р.) / МОН України, Буков. держ. фін.-екон. ун-т. – Чернівці : БДФЕУ, 2013. – С. 247–248.

42. Бабіченко В.В. Приватизація в Україні: концептуальні підходи сучасного етапу / В.В. Бабіченко // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Серія: Економічні науки. – 2015. – Вип. 28, ч. 2. – С. 147–149.

43. Бабіченко В.В. Сучасні підходи до оподаткування корпоративного бізнесу в світі / В.В. Бабіченко // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 7–8. – С. 43–51.

44. Бабіченко В.В. Формування глобальної інформаційної економіки: роль корпоративного сектору / В.В. Бабіченко // Економіст (RePEc). – 2015. – № 10. – С. 20–23.

45. Бабіченко В.В. Формування фінансового середовища функціонування корпорацій: роль інформації [Електронний ресурс] / В. Бабіченко // Глобальні та національні проблеми економіки. – 2015. – Вип. № 6. – С. 651–655. – Режим доступу : <http://www.global-national.in.ua>.

46. Бакан Дж. Патологическая погоня за прибылью / Дж. Бакан ; пер. с англ. — М., 2007. — 345 с.

47. Баранов-Мохорт С. Правовий режим випуску та обігу привілейованих акцій в Україні / С. Баранов-Мохорт // Ринок цінних паперів України. — 2010. — № 5–6. — С. 69–74.
48. Бармашов К. С. Форматы и виды корпоративных изданий [Электронный ресурс] / К. С. Бармашов. — Режим доступа : http://www.barmashovks.ru/page95/for_izd/index.html.
49. Баюра Д. О. Конвергенція систем корпоративного управління в умовах глобалізації / Д. О. Баюра // Фінанси України. — 2008. — № 2. — С. 26–35.
50. Белл Д. Прихід постіндустріального суспільства // Сучасна зарубіжна соціальна філософія. Хрестоматія: Навч. посібник / Упоряд. Віталій Лях. — Київ: Либідь, 1996.
51. Белл Д. Социальные рамки информационного общества / Д. Белл. — М.: Экономика, 2004. — 308 с.
52. Берлин С. И. Теория финансов : учеб. пособие / С. И. Берлин. — М. : ПРИОР, 2000. — 256 с.
53. Бернард Медофф не инвестировал доверенные ему средства [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://lenta.ru/news/2009/02/21/securities/>.
54. Бельська Т. В. Глобалізація як фактор трансформації владно-суспільних відносин [Електронний ресурс] / Т. В. Бельська // Публічне управління: теорія та практика. - 2013. - Вип. 1. - С. 72-78.
55. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента / И. А. Бланк. — К. : Ника-Центр, 1999. — Т. 1. — 590 с.
56. Бляхман Л. С. Посткризисная динамика, постиндустриальный капитализм и критерий эффективности модернизации / Л. С. Бляхман // Проблемы современной экономики. — 2011. — № 1. — С. 8–17.
57. Бочаров В. В. Корпоративные финансы / В. В. Бочаров. — СПб. : Питер, 2001. — 592 с.

58. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов : учеб. / Р. Брейли, С. Майерс. — М. : Олимп-Бизнес, 2012. — 1008 с.
59. Бухгалтерський фінансовий облік ; за ред. Ф. Ф. Бутинця — [7-е вид.]. — Житомир : Рута, 2006. — 832 с.
60. Бюджетна система : підруч. — К. : Центр учбов. літератури ; Тернопіль : Екон. думка, 2012. — 871 [1] с.
61. Ван Хорн Дж. К. Основы финансового менеджмента / Дж. К. Ван Хорн, Дж. М. Вахович, мл. ; пер. с англ. — 11-е изд. — М. : Изд. дом «Вильямс», 2010. — 1225 с.
62. Вильямс Л. Долгосрочные секреты краткосрочной торговли / Л. Вильямс. — М. : Аналитика, 2001. — 312 с.
63. Винслав Ю. Развитие интегрированных корпоративных структур в России / Ю. Б. Винслав, В. Е. Дементьев, А. Ю. Мелентьев, Ю. В. Якушин // Российский экономический журнал. — 1998. — № 11—12. — С. 27—41.
64. Винслав Ю. Утверждая научные принципы управления интегрированными корпорациями /Ю. Винслав// Российский экономический журнал. — 2001. — № 10. — С. 3 - 26.
65. Виссарионов А. Государственный сектор российской экономики: контуры бюджетного регулирования / А. Виссарионов, И. Федорова // Проблемы теории и практики управления. — 2002. — № 1.
66. Вінник О. М. Акціонерне право : навч. посіб. / О. М. Вінник, В. С. Щербина ; ред. В. С. Щербина. — К. : Атіка, 2000. — 544 с.
67. Гаджинский А. М. Логистика : учеб. / А. М. Гаджинский. — 2-е изд. — М. : Информ.-внедрен. центр «Маркетинг», 1999. — 484 с.
68. Гайдар Е. Аномалии экономического роста / Е. Гайдар // Вопросы экономики. — 1996. — № 12. — С. 20—39.
69. Гальчинський А. Методологія аналізу економічної глобалізації: логіка оновлення / А. Гальчинский // Економіка України. — 2009. — № 1. — С. 4—18.

70. Гапонюк М. А. Власний капітал акціонерного товариства: полемічні питання теорії / М. А. Гапонюк, Б. С. Стеценко // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. праць. — К. : КНЕУ, 2012. — Вип. 19. — С. 22–29.
71. Герасименко А. Финансовая отчетность для руководителей и начинающих специалистов / А. Герасименко. — М. : Альпина Паблишер, 2009. — 440 с.
72. Глен А. Руководство по корпоративным финансам: Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Арнольд Глен ; пер. с англ. ; под. науч. ред. О. Б. Максимовой. — Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. — 748 с.
73. Глинкина С. П. Формирование частного сектора в экономике постсоциалистических стран / С. П. Глинкина. — М. : Эпикон, 2000. — 230 с.
74. Господарський кодекс України // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 40–44.
75. Грегори А. Стратегическая оценка компаний / А. Грегори. — М. : Квинто-Консалтинг, 2003. — 224 с.
76. Гриб С. В. Фінанси підприємств в таблицях та схемах : навч. посіб. / С. В. Гриб. — Львів : Магнолія, 2008. — 224 с.
77. Григорьев Л. Финансовая система и экономическое развитие / Л. Григорьев, Е. Гурвич, А. Саватюгин // Международная экономика и международные отношения. — 2003. — № 7. — С. 62–67.
78. Грідчина М. В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика) : навч. посіб. / М. В. Грідчина. — К. : МАУП, 2002. — 232 с.
79. Грідчина М. В. Управління фінансами акціонерних товариств : навч. посіб. / М. В. Грідчина. — К. : А.С.К., 2005. — 384 с.
80. Губачова О. М. Облік у зарубіжних країнах : навч. посіб. / О. М. Губачова. — К. : НМД Укоопосвіта, 1999. — 226 с.

81. Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество / Дж. Гэлбрейт ; пер. с англ. — М. : ООО «Изд-во АСТ» : ООО «Транзиткнига» ; СПб. : Terra Fantastica, 2004. — 602 с.
82. Давиденко Н. Проблеми розвитку корпоративних фінансів у контексті забезпечення фінансової безпеки аграрного бізнесу/ Економіка: реалії часу. Науковий журнал. — 2014. — № 5 (15). — С. 36-40.— Режим доступу до журн.: <http://economics.opu.ua/files/archive/2014/n 5.html>
83. Давиденко Н. Структуризація капіталу в системі фінансової безпеки підприємства/ Вісник Одеського національного університету. Серія "Економіка". — 2014. — Т.19. — Випуск ¾. — С. 8 – 11.
84. Давиденко Н. Фінансове планування як інструмент забезпечення фінансової стійкості підприємств/ Вісник Одеського національного університету. Серія "Економіка". — 2015. — Т.20. — Випуск 1. — С. 143 – 147.
85. Дамодаран А. Инвестиционная оценка : Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран ; пер. с англ. Д. Липинского и др. ; науч. ред. Е. Сквирская, В. Ионов. — 5-е изд. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1323 с.
86. Данілов О. Д. Фінанси підприємств у запитаннях і відповідях : навч. посіб. / О. Д. Данілов, Т. В. Паєнтко. — К. : КНТ, 2009. — 256 с.
87. Дементьев Н. П. Опасности длинных денег: накопительные пенсионные системы, ипотека и нынешний кризис в экономике США / Н. П. Дементьев // ЭКО. — 2010. — № 5. — С. 115–132.
88. Державна політика стабілізації фінансів підприємств [Текст] : монографія / [А. І. Даниленко, В. В. Зимовець, О. М. Кошик та ін.] ; за ред. А. І. Даниленка. - К. : ДУ "Ін-т екон. та прогнозування НАНУ", 2011. - 451 с.
89. Державна програма приватизації на 2012–2014 роки [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.golos.com.ua/userfiles/file/040212/ 14-15-u.pdf>.

90. Дєєва Н. Е. Проблеми становлення національної моделі корпоративного управління / Н. Е. Дєєва // Вісник економічної науки України. — 2008. — № 2. — С. 38–42.
91. Джането К. Управление знаниями. Руководство по разработке и внедрению корпоративной стратегии управления знаниями / К. Джането, Э. Уилер. — М. : Добрая книга, 2005. — 192 с.
92. Дженсен М. К. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности / М. К. Дженсен, У. Ф. Меклинг // Вестник Санкт-Петербург. ун-та. — 2004. — № 4. — С. 118–191. — (Серия : Менеджмент).
93. Диба М. І. Теоретико-методологічні засади дослідження інвестиційного процесу у фінансовій науці / М. І. Диба, Т. В. Майорова // Фінанси України. - 2013. - № 2. - С. 103-109.
94. Дикань В.Л. Стратегічне управління : навч. посібник - К.: "Центр учбової літератури", 2013-272с.
95. Друкер П. Посткапиталистическое общество / П. Друкер. — М. : Academia, 1999. — 438 с.
96. Економіка підприємства: Навч. посіб. для студ. вищ. закл. освіти / В. О. Протопопова, О. М. Полонський. - К. : ЦУЛ, 2002. - 220 с.
97. Економічна енциклопедія : в 3 т. / ред. кол.: С. В. Мочерний та ін. — К. : ВЦ «Академія», 2000. — Т. 2. — 770 с.
98. Економічна теорія. Політекономія : підруч. / В. М. Тарасевич, О. Ю. Бобровська, О. В. Давидов та ін. ; за ред. В. М. Тарасевича. — К. : Знання, 2012. — 206 с.
99. Емітенти [Електронний ресурс]. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України. Офіційний сайт. — Режим доступу: [www. smida.gov.ua](http://www.smida.gov.ua).

100. Енергетична стратегія України до 2030 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://energetyka.com.ua/normatyvna-baza/384-energetichna-strategiya-ukrajini-na-period-do-2030-roku>.
101. Ершов М. В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? / М. В. Ершов. — М. : Экономика, 2011. — 295 с.
102. Загальнодержавна цільова економічна програма розвитку промисловості на період до 2017 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2343-12>.
103. Закон України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://kodeksy.com.ua/pro_aktsionerni_tovaristva.htm.
104. Закон України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом» [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2343-12>.
105. Закон України «Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування» // Відомості Верховної Ради України. — 2011. — № 2–3. — Ст. 11.
106. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://kodeksy.com.ua>.
107. Закон України «Про банки і банківську діяльність» № 2121-III від 7.12.2000 [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.
108. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.
109. Закон України «Про інститути спільного інвестування». від 05.07.2012 № 5080-VI. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт].

Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

110. Закон України «Про інформацію» від 02.10.1992 № 2657-XII. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

111. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» № 1057-IV від 09.07.2003р. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

112. Закон України «Про організацію формування та обігу кредитних історій» № 2704-IV від 23.06.2005р. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

113. Закон України «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності» № 877-V від 05.04.2007р. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

114. Закон України «Про приватизацію державного майна». від 04.03.1992 № 2163-XII. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

115. Закон України «Про страхування» від 07.03.1996 № 85/96-ВР. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

116. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» № 2664-III від 12.07.2001р. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.

117. Закон України Про затвердження Національної стратегії розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2006–2015 роки: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3454-15>.

118. Закон України Про Основні засади розвитку інформаційного суспільства в Україні на 2007–2015 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3454-15>.

119. Захарченко А. Украинские НПЗ: все меньше шансов на выживание / Артем Захарченко // Энергетика Украины [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.uaenergy.com.ua/post/14424>.

120. Зейл К. Двенадцать причин для финансового кризиса / К. Зейл // Экономический журнал высшей школы экономики. — 2010. — Т. 14, № 1. — С. 122–133.

121. Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку [Текст] / В. В. Зимовець ; [відп. ред. А. І. Даниленко] ; НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. - К. : ІЕП НАНУ, 2010. - 355 с.

122. Золотогоров В. Г. Экономика: Энциклопедический словарь / В. Г. Золотогоров. — Минск : Интерпрессервис : Книж. дом, 2004. — 720 с.

123. Зонова О. Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски: учебное пособие [Электронный ресурс] : для студентов специальности 080105 □ Финансы и кредит / О. В. Зонова. — Электрон. дан. — Кемерово : ГУ КузГТУ, 2012.

124. История экономических учений : учеб. пособие / под ред. В. Автономова и др. — М. : ИНФРА-М, 2008. — 710 с.

125. Інформаційні системи і технології на підприємствах: Конспект лекцій (для студентів і слухачів ФПО та ЗН спеціальності "Економіка підприємства") -Укл. В.М. Охріменко, Т.Б. Воронкова. — Харків: ХНАМГ, 2006.- 185 с.

126. Карелин В. С. Финансы корпораций : учеб. / В. С. Карелин. — 2-е изд. — М. : ИТК «Дашков и К», 2006. — 620 с.

127. Кашанина Т. В. Корпоративное право : учеб. / Т. В. Кашанина. — М. : Норма–ИНФРА-М, 1999. — 815 с.
128. Кибенко Е. Р. Корпоративное право : учеб. пособие / Е. Р. Кибенко. — Х. : Эспада, 1999. — 480 с.
129. Коваленко Л. О. Удосконалення системи корпоративного управління у світлі нового законодавства / Л. О. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. — 2010. — № 1. — С. 115–122.
130. Ковальчук, С. В. Фінанси: навч. посібник / С. В. Ковальчук, І. В. Форкун. - Львів : Новий світ-2000, 2009. – 568 с.
131. Колосова Л. Корпоративне управління в умовах інформаційної економіки: проблеми та перспективи. – Юридичний журнал. – №12. – 2008. – С. 45-49
132. Корнейчук Б.Я. Информационная экономика. Спб. Питер. – 2006. – 400 с.
133. Корпоративная реформа и гармонизация корпоративного законодательства России и ЕС : [монография] / [А. Астапович, О. Бестужева, Д. Вайнштейн, М. Гутброд и др.]. — М. : Волтерс Клувер, 2007. — 168 с.
134. Корпоративне право України : підруч. / В. В. Луць, В. А. Васильєва, О. Р. Кібенко та ін. ; за заг. ред. В. В. Луця. — К. : Юрінком Інтер, 2010. — 379 с.
135. Коцько І. «Незалежний директор» — примха чи необхідність [Електронний ресурс] / І. Коцько // Круглий стіл. — Режим доступу : <http://www/kstil.com.ua>.
136. Кравченко В. Влияние институциональной среды на динамику стоимости корпоративного предприятия / В. Кравченко // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. — 2013. — № 1. — С. 178–181.
137. Крисоватий А. І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9.

138. Кругляк А. М. Приватизація як спосіб виведення економіки з кризового стану / А. М. Кругляк // Інвестиції: практика та досвід. — 2009. — № 1. — С. 38–41.
139. Круш П. В. Формування та розвиток моделі корпоративного управління в трансформаційній економіці / П. В. Круш, О. П. Кавтиш. — К. : Центр учбов. літератури, 2007. — 264 с.
140. Кудрин А. Последствия кризиса и перспективы социально-экономического развития России / А. Кудрин, О. Сергиенко // Вопросы экономики. — 2011. — № 3. — С. 4–19.
141. Кудряшов В.П. Курс фінансів: Навч. посіб. - К.: Знання, 2008. - 431 с.
142. Лукасевич И. Я. Два метода формирования отчёта о движении денежных средств / И. Я. Лукасевич. — [Электронный ресурс] — Режим доступа : http://www.elitarium.ru/2009/10/02/otchet_denezhnykh_sredstv.html.
143. Лазарева С. Ф. Економіка та організація інформаційного бізнесу: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 270 – 280.
144. Лапина С. Государственное предпринимательство в России (начало XX века) / С. Лапина, Н. Лелюхина // Вопросы экономики. — 1994. — № 8. — С. 70–78.
145. Лауреаты Нобелевской премии по экономике: автобиографии, лекции, комментарии. 1983–1996. — СПб. : Наука, 2009. — Т. 2. — 477 с.
146. Левковська Л. В. Функціонування корпорацій у національній економічній системі / Л. Левковська // Ефективна економіка – 2011. - № 6.
147. Лелюк Ю. М. Інтеграція інтернальних та екстернальних теорій циклу в контексті імпульсно-розповсюджувального підходу / Ю. М. Лелюк // Економіка та держава. - 2013. - № 1. - С. 22-24. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecde_2013_1_7

148. Лепейко Т. І. Фінанси підприємств : навч. посіб. = Finance of Enterprises : texbook / Т. І. Лепейко, О. М. Миронова, Т. П. Близнюк. — Х. : Вид-во ХНЕУ, 2010. — 248 с.
149. Либман А. М. Экономическая теория и социальные науки об экономике: некоторые направления развития / А. М. Либман. — М. : Ин-т экономики РАН, 2007.
150. Лукашов А. Защита от враждебного поглощения при IPO / А. Лукашов // Консультант. — 2005. — № 3. — С. 68–74.
151. Майминас Э. Информационное общество и парадигма экономической теории / Э.Майминас // Вопросы экономики .- 1997. - №11. — С.86-95.
152. Малик І. П. Тенденції розвитку інформаційної економіки в Україні / І. П. Малик // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. Сер. : Економіка і менеджмент. - 2013. - № 1. - С. 25-34.
153. Мартін Джон Д. VBM – управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів / Д. Джон Мартін, Дж. Вільям Петті ; пер. з англ. ; за наук. ред. О. Б. Максимової, І. Ю. Шарапової. — Дніпропетровськ : Баланс Бізнес Букс, 2006. — 272 с.
154. Марченко В. Кредитний механізм сприяння розвитку корпоративного сектора економіки // Формування ринкових відносин в Україні. — 2003. - №2 (21). — С. 12-15.
155. Международные стандарты оценки 2011 / под ред. Г. И. Микерина, И. Л. Артеменкова ; пер. с англ. — М. : Рос. общество оценщиков, 2013. — 412 с.
156. Мельвиль А. Ю. Становление транснациональной политической среды и «волны» демократизации / А. Ю. Мельвиль // Современные международные отношения и мировая политика : учеб. / отв. ред. А. В. Токунов. — М. : Просвещение, 2004. — С. 102–142.

157. Мельник О. О. Корпоративне право : навч.-метод. посіб. / О. О. Мельник. — К. : КНЕУ, 2008. — 225 с.
158. Мельниченко С. В. Інформаційні технології в туризмі: теоретичні та практичні аспекти / С. В. Мельниченко // Вісник Запорізького нац. ун-ту. Серія: Економічні науки. — 2010. — № 2 (6). — С. 129-138.
159. Менью Н. Г. Принципы экономики / Н. Г. Менью. — СПб., 1999. — 784 с.
160. Мескон М., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента: Пер. с англ. — М.: Дело ЛТД, 1992.
161. Мильнер Б. З. Управление знаниями. Эволюция и революция в организации / Б. З. Мильнер. — М. : ИНФРА-М, 2003. — 178 с.
162. Мировая экономика : учеб. пособие / ред. А. Корольчук. — 2-е изд., стереотип. — М. : Экоперспектива, 2003. — 240 с.
163. Михайлин Г. М. Особенности развития финансовой системы на современном этапе / М. Г. Михайлин // Вопросы экономических наук. — 2011. — № 6. — С. 8–15.
164. Михайлушкин А. Международная экономика / А. Михайлушкин, П. Шимко. — М. : Высш. шк., 2002. — 336 с.
165. Мовсесян А.Г. Транснационализация в мировой экономике/ А.Г. Мовсесян. — М: Континент, 2001. — 256 с.
166. Мостенська Т. Л. Корпоративне управління : навч. посіб. / Т. Л. Мостенська, В. О. Новак, М. Г. Луцький, Ю. Г. Симоненко. — К. : Каравела, 2008. — 384 с.
167. Непочатенко О. О. Фінанси підприємств : навч. посіб. / О. О. Непочатенко. — К. : Центр учбов. літератури, 2011. — 328 с.
168. Нижегородцев Р.М. Информационная экономика. Кн. 1: Информационная Вселенная: Информационные основы экономического роста/ Р. М. Нижегородцев. — М.: Кострома, 2002.

169. Николаева Т. П. Информационная экономика и тенденции ее развития: дис. ...д-ра экон. наук / Т. П. Николаева. – СПб., 1999.
170. Норт Д. Институції, інституційна зміна та функціонування економіки / Д. Норт ; пер. з англ. — К. : Основи, 2000. — 198 с.
171. Огляд ринків [Електронний ресурс]// Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Офіційний сайт. — Режим доступу: [http:// www.nfr.gov.ua](http://www.nfr.gov.ua). — Назва з екрана.
172. Олефір В. Окремі аспекти диференціації простих і привілейованих акцій / В. Олефір // Підприємництво, господарство і право. — 2013. — № 9. — С. 28–31.
173. Орлова Н. С. Корпоративне управління як основа розвитку ринкової економіки України / Н. С. Орлова // Економіка та держава : міжнар. наук.-практ. журн. — 2010. — № 3. — С. 72–73.
174. Павлов А.В. Логика и методология науки: Современное гуманитарное познание и его перспективы : учеб. пособие / А.В. Павлов. — М. : Флинта : Наука, 2010. — 344 с.
175. Павлова Л. Н. Финансы предприятий : учеб. / Л. Н. Павлова. — М. : Финансы : ЮНИТИ, 1998. — 639 с.
176. Педь І. В. Механізм впливу податків на заробітну плату, зайнятість та міжнародну міграцію робочої сили / І. В. Педь // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право : наук. журн. — 2010. — № 4–5. — С. 67–73.
177. Петренко Т. В. Трансформация экономической системы и эволюция парадигмы экономической науки // Вестник Астраханского государственного технического университета. Серия: экономика. 2012. № 2 (ДЕКАБРЬ). — С. 40–44.
178. Пидоймо Л.П., Бутурлакина Е.В. Сущность категорий «информационное общество», «информационная экономика» // Журнал «Современная экономика: проблемы и решения». № 4 (4). 2010. С. 112–117.

179. Пилипенко В.Е., Вишняк О.І., Куценко О.Д. та ін. Спеціальні та галузеві соціології: Навч. посіб. — К.: Каравела, 2003. — 304 с.
180. Пірс Т. Залучення капіталу шляхом розміщення акцій на фондових біржах / Т. Пірс, В. Бондарчук // Фінансовий ринок України. — 2011. — № 12. — С. 9–11.
181. Плетнев Д. А. Корпорация как способ организации материального производства / Д. А. Плетнев // Вестник Московского университета. — 2010. — № 6. — С. 36–45. — (Серия : Экономика).
182. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI. [Електронний ресурс]. - Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> - Назва з екрану.
183. Пожуєв В. І. Осмислення місця і ролі інформації у сучасному суспільстві / В. І. Пожуєв // Гуманітарний вісник Запорізької державної інженерної академії. - 2010. - Вип. 42. - С. 4-13.
184. Покровский И. А. История римского права / И. А. Покровский. — М., 1988.
185. Полищук Л. Корпоративная социальная ответственность или государственное регулирование: анализ институционального выбора / Л. Полищук // Вопросы экономики. — 2009. — № 10. — С. 4–22.
186. Полковников Г. В. Английское право о компаниях: Закон и практика / Г. В. Полковников. — М. : НИМП, 2000. — 240 с.
187. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів : Рішення НКЦПФР від 03.12.2013 № 2826.
188. Построение экспертных систем / под ред. Ф. Хейеса, Д. Уотермана, Д. Лената ; пер. с англ. — М. : Мир, 1987. — 441 с.
189. Прасолов І. М. Дивідендна політика акціонерного товариства: дискусійні питання теорії / І. Прасолов // Ринок цінних паперів України. — 2010. — № 11–12. — С. 3–9.

190. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 4 октября 2011 г. № 11-46/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://base.garant.ru/70105154/>.

191. Прокопенко Н. Концепція прогнозування індикаторів формування фінансового капіталу корпоративних підприємств / Н. Прокопенко, // Збірник наукових праць ЧДТУ. Серія: Економічні науки. – Черкаси, 2015 - № 40 – Ч. 4 – С. 84-87.

192. Прокопенко Н. С. Механізм фінансування діяльності закордонних підрозділів суб'єктів господарювання / Н. С. Прокопенко, //Економіка і управління. – Київ, 2014, - № 4. – С. 110-114.

193. Прокопенко Н. Фінансовий механізм формування та використання капіталу корпоративних підприємств / Н. Прокопенко, К. Прокопенко, А. Шлебат // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «економічні науки» Херсон, 2015. – Вип. 15, Ч. 2. – С. 101-105.

194. Птащенко Л. О. Управління корпоративними фінансами : навч. посіб. / Л. О. Птащенко. — К. : Центр учбов. літератури, 2008. — 296 с.

195. Пустовалов А. Р. Приватизация и национализация в Западной Европе / А. Р. Пустовалов. — СПб., 1999. — 295 с.

196. Пшик Б. Методологічні аспекти наукових досліджень у сфері фінансово-кредитних відносин / Б. І. Пшик// Фінансовий простір. - 2011. - № 1. - С. 131-136

197. Радзієвська В.М. Вибір банками інформації на ринку цінних паперів// Ринок цінних аперів України. — № 3-4. — 2006. — С. 29.

198. Радыгин А. Д. Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее / А. Д. Радыгин. — М. : Республика, 1994. — 159 с.

199. Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік [Електронний ресурс]. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. — Режим доступу: www.nssmc.gov.ua.

200. Рішення НКЦПФР «Про затвердження Порядку проведення перевірок діяльності емітентів цінних паперів». Від 04.09.2012 №1178. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws> – Назва з екрану.
201. Рикардо Д. Сочинения. Т. 2 : Начала политической экономии и налогообложения / Д. Рикардо. — М., 1935. — 295 с.
202. Ринк О. Социальные сети для финансовых коммуникаций / О. Ринк // Депозитариум. — 2011. — № 10 (104). — С. 13–15.
203. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції : [монографія] / за ред. В. М. Федосова. — К. : УІРФР, 2008. — 847 с.
204. Річний звіт Ford Motor Company [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://corporate.ford.com/doc/ar2012-2012%20Annual%20Report.pdf>.
205. Романовский М. В. Корпоративные финансы : учеб. / М. В. Романовский. — СПб. : Питер, 2013. — 592 с.
206. Росс С. Основы корпоративных финансов ; пер. с англ. / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан. — М. : Лаборатория базовых знаний, 2000. — 719 с.
207. Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М. : ИНФРА-М, 1996. — 304 с.
208. Рубцов Б. Б. Тенденции развития мировых фондовых рынков / Б. Б. Рубцов // Мировой фондовый рынок и интересы России ; отв. ред. Д. В. Смыслов. — М. : ИМЭМО РАН, 2003. — 56 с.
209. Рубцов Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование / Б. Рубцов / Век глобализации. — 2011. — № 2. — С. 73–98.
210. Рульєв В. А., Гуткевич С. О. Менеджмент. Навч. посіб. - К.: Центр учбової літератури, 2011. - 312 с.
211. Румянцева Е. Новая экономическая энциклопедия / Е. Румянцева. — М. : ИНФРА-М, 2005. — 724 с.

212. Рутгайзер В. М. Оценка стоимости бизнеса : учеб. пособие / В. М. Рутгайзер. — М. : Маросейка, 2007. — 448 с.
213. Рязанова Н. С. Новый взгляд на финансовое счетоводство информационного общества / Н. С. Рязанова // Бізнес Інформ. - 2015. - № 4. - С. 244-254.
214. Рязанова Н. С. Фінансове рахівництво : навч. посіб. / Н. С. Рязанова. — К. : Знання-Прес, 2002. — 246 с.
215. Рязанова Н. Теоретичні аспекти корпоративних фінансів: нові підходи / Н. Рязанова // Ринок цінних паперів України. - 2013. - № 1-2. - С. 3-10.
216. Саєнко М. Г. Стратегія підприємства : навч. посіб. / М. Г. Саєнко. — Тернопіль : Економічна думка, 2007. — 233 с.
217. Самбурский А. Метод управления стоимостью компании, основанный на концепции сбалансированной системы показателей / А. Самбурский, М. Ходоровский // Журнал экономической теории. — 2006. — № 2. — С. 76–88.
218. Селезньова Г. Стратегія підприємства. Навчальний посібник. — Харків: Вид. ХНЕУ, 2007.
219. Скиба М. Приватизація як інструмент структурних перетворень в економіці України: поняття, основні проблеми та шляхи їх вирішення / М. Скиба // Вісник Національної академії державного управління при Президентові України. — 2010. — № 4. — С. 125–133.
220. Слав'юк Р. А. Фінанси підприємств : підруч. / Р. А. Слав'юк. — К. : УБС НБУ : Знання, 2010. — 550 с.
221. Словарь современных экономических и правовых терминов / [авт.-сост. В. Шимов, А. Тур и др. ; под ред. В. Шимова, В. Каменкова]. — Минск : Амалфея, 2002. — 816 с.
222. Смирнов А. Д. Макрофинансы I: методология моделирования пузырей и кризисов / А. Д. Смирнов // Экономический журнал высшей школы экономики. - 2010. - Т. 14, № 3. - С. 275-310. ; Т. 14, № 4. - С. 401-439.

223. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. — М. : Эксмо, 2007. — 960 с. — (Серия : Антология экономической мысли).
224. Статистична інформація [Електронний ресурс]. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.
225. Статистика [Електронний ресурс]. Національний банк України. Офіційний сайт. — Режим доступу: www.bank.gov.ua.
226. Саакова Л.В. Сравнительный анализ теорий фирмы и сущность современной корпорации // Проблемы современной экономики/ №4 (36). — 2010.
227. Стеценко Б. Привілейовані акції в Україні: чи є перспективи? // Цінні папери України. — 2004. — № 47. — С. 12–13.
228. Стеценко Б. Якою повинна бути ціна публічності? / Б. Стеценко // Цінні папери України. — 2009. — № 45. — С. 4–5.
229. Стеченко Д. М. Методологія наукових досліджень: підручник/ Д. М. Стеченко. О. С. Чмир. — 2-ге вид., переробл. і доп. — К.: Знання, 2007. — 317 с.
230. Стеченко Д.М, Жигалкевич Ж.М., Тимошенко Н.Ю. Аспекти формування структури корпоративної стратегії / Електронний ресурс: Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2011_3/Stechenko_311.htm.
231. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции / Дж. Стиглиц. — М. : Мысль, 2003. — 302 с.
232. Суворов Н. С. О юридических лицах по римскому праву / Н. С. Суворов. — М., 2000. — 299 с.
233. Супрун Н. Проблеми адаптації національної моделі корпоративного управління до екзогенних інституційних параметрів / Н. Супрун // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. — 2009. — № 1. — С. 17–25.
234. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підруч. / В. М. Суторміна. — К. : КНЕУ, 2004. — 566 с.

235. Сущенко О. М. Сучасний стан та перспективи розвитку похідних цінних паперів світового ринку капіталів (Ч. 2 : Практ. аспект) / О. М. Сущенко, К. В. Павленко // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. праць / наук. ред. І. Г. Манцуров. — К., 2011. — Вип. 9 (124). — С. 52–61.
236. Таев, А. Г. Развитие финансовой среды предпринимательства на муниципальном мезоуровне: автореф. дис... канд. экон. наук : 08.00.10 / А. Г. Таев. – Волгоград, 2007 . – С. 5-6.
237. Тактаров Г.А. Финансовая среда предпринимательства и предпринимательские риски : учебное пособие / Г.А. Тактаров, Е.М. Григорьева. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : КНОРУС, 2015. — 256 с.
238. Талеб Н. Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости / Н. Н. Талеб ; пер. с англ. В. Сонькина, А. Бердичевского, М. Костионовой, О. Попова ; под ред. М. Тюниной. — М. : Изд-во Колибри, 2009. — 528 с.
239. Татарко А. Н. Социальный капитал: теория и психология исследования / А. Н. Татарко, Н. М. Лебедева. — М. : РУДН, 2009. — 233 с.
240. Теліженко О. Звіт про науково-дослідну роботу «Оптимізація структури капіталу підприємства». Сумський державний університет. - 2014р. — 141 с.
241. Теорія фінансів : підруч. / С. В. Бойко, Л. П. Гацька, В. В. Гошовська та ін. ; за заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. — К. : Центр учбов. літератури, 2010. — 574 с.
242. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями : учеб. / Т. В. Теплова. — М. : Высш. шк. экономики, 2000. — 504 с.
243. Терещенко Л.О., Матієнко-Зубенко І.І. Економічний аналіз //Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2004. — 187 с.
244. Терещенко О. О. Вартісно-орієнтований контролінг - інноваційний ресурс управління корпоративними фінансами / О. О. Терещенко, Д. Г. Савчук // Фінанси України. - 2011. - № 12. - С. 77-88.

245. Толковый словарь русского языка : 80000 слов и фразеологических выражений / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. – 4-е изд., доп. – М. : Азбуковник, 1999. – 944 с.
246. Тоффлер Э. Третья волна = The Third Wave, 1980 / Э. Тоффлер. — М. : АСТ, 2010. — 784 с.
247. Тьюлз Р. Фондовый рынок / Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз ; пер. с англ. — 6-е изд. — М. : ИНФРА-М, 2000. — 648 с.
248. Уильямсон О. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция / О. Уильямсон. — СПб. : Лениздат, 1996. — 702 с.
249. Українська Інтернет асоціація. Офіційний сайт [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.uia.com.ua
250. Уманців Ю. Формування української моделі корпоративного управління / Ю. Уманців // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. — 2010. — № 4. — С. 10–13.
251. Федеральный закон Российской Федерации «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.rg.ru/2010/07/30/insider-dok.html>.
252. Федосов В. Концептуальні питання теорії корпоративних фінансів / В. Федосов, Н. Рязанова // Ринок цінних паперів України. — 2013. — № 3/4. — С. 39–55.
253. Федосов В. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями : [монографія] / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін ; за наук. ред. В. Федосова. — К. : КНЕУ, 2002. — 387 с.
254. Федосов В. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями : [монографія] / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін ; за наук. ред. В. Федосова. — К. : КНЕУ, 2002. — С. 36.

255. Философский словарь / ред. И. Т. Фролов. —4-е изд. — М. : Политиздат, 1981. — 445 с.
256. Финансовая среда предпринимательства: понятие и сущность, структура. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://i.d-immf.ru/u/19/0baa24d4fd11e38905b621c55aa83f/>.
257. Финансовый менеджмент : учебник / коллектив авторов ; под ред. проф. Е.И. Шохина. - 4-е изд., стер. - М.: КНОРУС, 2012. - 480 с.
258. Финансы предприятий : учеб. / под ред. Н. В. Колчина. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2001. — 447 с.
259. Фишмен Дж. Руководство по оценке стоимости бизнеса / Джей Фишмен, Шэннон Пратт, Клиффорд Гриффит, Кейт Уилсон ; пер. с англ. Л. И. Лопатникова. — М. : ЗАО Квинто-Консалтинг, 2000. — 388 с.
260. Філіпенко А. С. Основи наукових досліджень. Конспект лекцій: навчальний по-сібник. — К.: Академвидав, 2004. — 208 с.
261. Філософський словник / За ред. В. І. Шинкарука. — 2-ге вид., перероб. і доп. — К.: Голов. ред. УРЕ, 1986. — 453 с.
262. Фінанси (теоретичні основи) : підруч. / М. В. Грідчина, В. Б. Захожай, Л. Л. Осіпчук та ін. ; за наук. ред. М. В. Грідчиної, В. Б. Захожая. — 2-ге вид., випр. і доп. — К. : МАУП, 2004. — 312 с.
263. Фінанси підприємств : підруч. / А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк та ін. ; кер. кол. авт. і наук. ред. А. М. Поддєрьогін. — 8-ме вид., перероб. та доп. — К. : КНЕУ, 2013. — 519 с.
264. Фінанси: Підручник / За ред. СІ. Юрія, В.М. Федосова. - К.: Знання, 2008.-611с.
265. Фоломкіна І.С. Класичні та альтернативні підходи до розробки корпоративної стратегії. Економічні науки / 6. Маркетинг і менеджмент. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.rusnauka.com/29_DWS_2009/Economics/53707.doc.htm

266. Хикс Джон. Теория экономической истории / Джон Хикс ; пер. с англ. Б. М. Болотина. — 2-е стереотип. изд. — М. : НП «Журнал “Вопросы экономики”», 2006. — 223 с.
267. Хоминич И. П. Финансовая глобализация // Банковские услуги. — 2002. — № 8. — С. 2—13.
268. Хоружий С. Складові системи управління обігом цінних паперів / С. Хоружий // Ринок цінних паперів України. — 2013. — № 7–8. — С. 81–88.
269. Худокормов А. Г. Экономическая теория: новейшие течения Запада : учеб. пособие / А. Г. Худокормов. — М. : ИНФРА-М, 2010. — 417 с.
270. Центрально-Восточная Европа во второй половине XX века : в 3 т. Т. 3 : Трансформация 90-х годов. — М. : Наука, 2002. — Ч. 1. — 461 с.
271. Цивільний кодекс України // Відомості Верховної Ради України. — 2003. — № 40–44.
272. Чемякин Ю. В. Корпоративные СМИ: секреты эффективности / Ю. В. Чемякин. — Екатеринбург : Изд. дом «Дискурс Пи», 2006. — 184 с.
273. Ченг Ф. Финансы корпораций: теории, методы и практика / Ф. Ли Ченг, Дж. И. Финнерти ; пер. с англ. — М. : ИНФРА-М, 2000. — 686 с.
274. Чепінога В. Г. Економічна теорія : підруч. / В. Г. Чепінога. — К. : Юрінком Інтер, 2011. — 656 с.
275. Чиркова Е. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? / Е. Чиркова. — М. : Олимп-Бизнес, 1999. — 279 с.
276. Читипаховян П. Стратегическое планирование в интегрированных корпорациях: факторы оргобеспечения // Российский экономический журнал. — 2002. — № 1. — С. 71.
277. Шарп У. Д. Инвестиции / У. Д. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бейли. — М. : ИНФРА-М, 1997. — 1024 с.
278. Шулин М. И. Предпринимательство: становление института независимых директоров в России / М. И. Шулин // Управление экономическими

системами [Електронний ресурс]. — Режим доступа : <http://uecs.mcnp.ru/modules.php?name=News&file=article &sid=16>.

279. Яблукова Р. Финансовый менеджмент: в вопросах и ответах: Учебное пособие/ Р. З. Яблукова. - М.: ТК Велби Изд-во Проспект, 2004. - 256 с.

280. Якубенко В. Базисні інститути у трансформаційній економіці : [монографія] / В. Якубенко. — К. : КНЕУ, 2004. — 252 с.

281. Ackoff R. L. Creating the Corporate Future / R. L. Ackoff. — N. Y. : Oxford University Press, 1994. — 279 p.

282. Akerlof G. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism / G. Akerlof // The Quarterly Journal of Economics. — 1970. — Vol. 84, Aug. — P. 488–500.

283. Andrade G. How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed / G. Andrade, S. N. Kaplan // NBER Working Paper 6145, 1997.

284. Arrow Kenneth J. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care / Kenneth J. Arrow // American Economic Review. — 1963. — No. 53 (5). — P. 941–973.

285. Atrill P. Financial Management for decision makers / Peter Atrill. — 5th ed. — Pearson Education Limited, 2009.

286. Babichenko V.V. Transparency of corporate business in Ukraine: issues and objectives / V.V. Babichenko // Modern Science – Moderni veda. – 2015. – № 1. – С. 9–14.

287. Bausch T. Value-at-Risk of carbon constraints — an input oriented approach of resource scarcity / Timo Busch, Paul Raschky // Wuppertal Papers. — 2004. — No. 144, June. — Wuppertal Institute for Climate, Environment and Energy, 2004.

288. Becht M. European Corporate Governance trading off Liquidity against Control / M. Becht // *European Economic review*. — 1999. — Vol. 43. — P. 1071–1083.
289. Beck T. Financing Patterns Around the World: the Role of Institutions / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic // *World Bank Policy Research Working Paper*. — 2002. — № 2905. — 54 p.
290. Becker Gary S. Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education / Gary S. Becker. — (1964, 1993, 3rd ed.). — Chicago : University of Chicago Press. — 412 p.
291. Becker Gary S. The Equilibrium Distribution of Income and the Market for Status / Gary S. Becker, M. Murphy Kevin, Iván Werning // *Journal of Political Economy*. — 2005. — Vol. 113, No. 2. — P. 282–310.
292. Bell D. The coming of post-industrial society: A venture of social forecasting / D. Bell. — N. Y. : Basic Books, 1973. — 507 p.
293. Benston George J. The Quality of Corporate Financial Statements and Their Auditors Before and After Enron. Policy Analysis / George J. Benston. — Washington D.C. : Cato Institute, 2003 (497): 12.
294. Bitcoin Security [Electronic resource]. — Mode of access : <http://btcsec.com/chto-takoe-bitcoin>.
295. Blair M. Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom / M. Blair // *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy* / Peter K. Cornelius and Bruce Kogut, eds.]. — Oxford : University Press, January 2003. — P. 53–82.
296. Bochner S. E. Guide to the initial public offering / S. E. Bochner, J. C. Avina. — 7 ed. — 2010.
297. Bollen J., Mao H., Zeng X. Twitter mood predicts the stock market. *Journal of Computational Science*. 2011 March; 2(1): pp. 1-8.
298. Chakravarty S. K. Cost Accounting and Financial Management / Samir Khumar Chakravarty. — New Dehli : New Age International, 2004. — 867 p.

299. Challenges in Designing Competitive Tax System. Tax reform Trends in OECD Countries. — P. : OECD Publishing, 2011. — 19 p.
300. Chen J. J. Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies / J. J. Chen // Economic Change and Restructuring. — 2004. — Vol. 38 (1). — P. 1–35.
301. CISCO [Electronic resource]. — Mode of access <http://www.cisco.com/c/en/us/solutions/collateral>.
302. Clarke R. G. Strategic Financial Management / R. G. Clarke, B. Wilson, R. H. Daines, S. D. Nadaned. — Homewood, Ill. : Irwin, 1988. — P. 7–10.
303. Coase R. The Problem of Social Cost / R. Coase // Journal of Law and Economics. — 1960. — No. 3. — P. 1–44.
304. Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing, O.J. (L 334). — P. 30–32.
305. Crowther D. A social critique of Corporate Reporting A semiotic analysis of corporate financial and environmental reporting / D. Crowther. — Hampshire : Ashgate, 2002.
306. De Larosiere J. Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU [Electronic resource] / J. De Larosiere et al. — Brussels, 2009, Febr. — Mode of access : URL : ec.europa.eu. ; Treasury. Framework for Regulatory Reform. — 2009. — March [Electronic resource]. — Mode of access : URL : www.treasury.gov.
307. Delroy A. The Fall of Andersen / Alexander Delroy, Greg Burns, Robert Manor, Flynn McRoberts and E. A. Torriero // Hartford Courant. — 2002. — 1 November.
308. Delawer General Corporational Law.
309. Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council of 13 October 2003 // Official Journal of the European Union. — 2003. — P. L275/37.
310. Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council of 13 October 2003 establishing the scheme for greenhouse gas emission allowance

trading within the Community and amending Council Directive 96/61/EC // Official Journal of the European Union. European Council. — 2003. — P. L 275/32–L.275/46.

311. Directive 2008/101/EC of the European Parliament and of the Council of 19 November 2008 // Official Journal of the European Union. — 2009. — P. L8/3–L8/21.

312. Dodd E. For whom are corporate managers trustees / E. Dodd // Harvard Law Review. — 1932. — Vol. XLV, No. 7, May 8. — P. 1145–1163.

313. Doing Business 2013. Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. 10th Edition. — Washington : Bank for Reconstruction and Development, 2013. — 282 p.

314. Donaldson G. Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity / G. Donaldson. — Boston : Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

315. Donaldson T. The Stakeholder of the Corporation: concepts, evidence, and implications / T. Donaldson, L. Preston // Academy of Management Review. — 1995. — Vol. 20, No. 1. — P. 65–91.

316. Dunning John H. Globalization, Trade and Foreign Direct Investment / John H. Dunning. — L. : Emerald Group, 1998. — 297 p.

317. Easterbrook F. International Corporate Differences: Markets or Law / F. Easterbrook // Journal of Applied Corporate Finance. — (23) 1997.

318. Elliot B. Financial accounting and reporting, 12th edition / Barry Elliot and Jamie Elliot. — Prentice Hall, London 2008, 879 p

319. Ettredge M. Dissemination of information for investors at corporate Web sites / M. Ettredge, V. Richardson, S. Scholz // Journal of Accounting and Public Policy. — 2002. — No. 21. — P. 357–369.

320. Fama E. F. Efficient Capital Markets: II / E. F. Fama // Journal of Finance. — 1991. — No. 46 (5). — P. 1575–1617.

321. Fama E. F. The Adjustment of Stock Prices to New Information / E. F. Fama, L. Fisher, M. Jensenand, R. Roll // International Economic Review. — 1969. — No. 10 (1). — P. 1–21.
322. Financial accounting basics. Электронный ресурс. – [Режим доступа]: http://www.tutorialspoint.com/accounting_basics/accounting_basics_tutorial.pdf
323. Financing political parties and election campaigns – guidelines. — Council of Europe Publishing, 2003. — 262 p.
324. Finviz [Electronic resource]. — Mode of access: <http://finviz.com>.
325. Fischer Black. Noise / Black Fischer // Journal of Finance. — 1985. — No. 41 (3). — P. 529–543.
326. Fleury M. Madoff victims count their losses / M. Fleury // Business. — 2009. — 19 Febr.
327. Forbes [Electronic resource]. — Mode of access <http://www.forbes.com/sites/scottdecarlo/2012/04/18/methodology-how-we-crunch-the-numbers/>.
328. FT 500 [Electronic resource]. — Mode of access: www.ft.com.
329. Future Global Shocks. Improving Risk Governance / OECD Review of Risk Management Policies. — OECD Publishing, 2011. — 139 p.
330. Garz H. Von Economics zu Carboneconomics — Value at Risk durch Klimawandel / H. Garz, C. Volk. — Düsseldorf : WestLB Panmure. — P. 11.
331. Gilbert Law Summaries. Corporations. Harcourt Brace Jovanovich Legal and Professional Publications, Inc., 1989. — P. I. 5.
332. Global IPO Market Shrinks [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/review/2012globalreview.pdf>.
333. Gordon M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices / M. J. Gordon // The Review of Economics and Statistics. — 1959. — Vol. 41, No. 2, Part 1. — P. 99–105.
334. Government finance statistics manual 2001 / Statistics Department. — [2nd ed.]. — Washington : IMF, 2001. — P. 11, 15.

335. Gray Ch. In search of ownership: privatization and corporate governance in transition economies / Ch. Gray // The World Bank Research Observer. — 1996. — No. 2. — P. 179–197.
336. Grossman S. Corporate financial structure and managerial incentives / S. Grossman, O. Hart // John J. McCall, ed.: The Economics of Information and Uncertainty. — Chicago : University of Chicago Press, 1982.
337. Grossman S. On the Impossibility of Information ally Efficient Markets / S. Grossman and J. Stiglitz // American Economic Review. — 1980. — No. 70 (3), June. — P. 393–408.
338. Hall J. H. Relationship Between the Market Value of a Company and Internal Performance Measureents [Electronic resource] / J. H. Hall, L. M. Brummer. — Mode of access : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=141189.
339. Hamel G., Prahalad C.K. Competingforthefuture. – Boston (Mass.): HarvardBusinessSchoolPress. – 2000.
340. Hamermesh R. G. Making Planning Strategic / R. G. Hamermesh // The Craft of General Management / Edited by Josef Bower. — Boston, Massachusetts : HBS Publications, 1991. — P. 135–137.
341. Hanouna P. Value of Corporate Control: Some International Evidence / P. Hanouna, A. Sarin, A. C. Shapiro // USC Finance and Business Econ. Working Paper No. 01-4.
342. Harris M. The Theory of Capital Structure / Milton Harris, Artur Raviv // The Journal of Finance. — 1991. — Vol. 46, No. 1. — P. 297–355.
343. Heller M. Capitalism, Institution, and the economic development / M. Heller. — L., 2009. — 312 p.
344. Herbert A. Simon. Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization / A. Simon Herbert. — 4th ed. — N. Y. : The Free Press, 1997.
345. Herbert A. Simon. March and the collaboration of Harold Guetzkow. Organizations / A. Simon Herbert, G. James. — N. Y. : Wiley.

346. Hosono Asahi. Joho sangyo ron. Information Industry Theory: Dawn of the Coming Era of the Ectodermal Industry / Hosono Asahi, Umesao Tadao – Tokyo.: VP, 1963, 156 p.].
347. Idowu S. O. Global Practices of Corporate Social Responsibility / Samuel O. Idowu, Walter Leal Fihlo. — Heidelberg : Springer-Verlag, 2009. — P. 113–115.
348. IMF [Electronic resource]. — Mode of access : www.imf.org.
349. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards / Basel Committee on Banking Supervision ; Bank for International Settlements. — 2006. — June. — P. 204–225.
350. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. — Washington, 2013, April.
351. Internet live Statistics [Electronic resource]. — Mode of access <http://www.internetlivestats.com/internet-users>.
352. Internet Live Statista Statista [Electronic resource]. — Mode of access: www.ilss.com
353. Ittner C. Assessing empirical research in managerial accounting: A value-based management perspective / C. Ittner, D. Larcker // JAE Rochester Conference, April, 2000.
354. Jane C. Linder Uncover Hidden Competitive Value Using Information Strategy [Электронный ресурс] : Режим доступа : [http://www.accenture.com/Global/Research and Insights/Outlook/By Alphabet/UncoverStrategy.htm](http://www.accenture.com/Global/Research%20and%20Insights/Outlook/By%20Alphabet/UncoverStrategy.htm).
355. Janes E. The European Miracle: Environments, Economies and Geopolitics in the History of Europe and Asia / E. Janes. — Cambridge, 1987.
356. Jensen M. C. The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview / M. C. Jensen, C. W. Smith // The modern theory of corporate finance. — N. Y. : McGraw-Hill Inc., 1984. — P. 2–20.

357. Jones C. P. Investments: Analysis and Management / C. P. Jones. — N. Y., 1985.
358. Kahneman D. Prospect theory: An analysis of decision under risk / D. Kahneman, A. Tversky // *Econometrica*. — 1979. — No. 47. — P. 313–327.
359. Kelly K. New Rules for the New Economy. Ten Radical Strategies for a Connected World / K. Kelly. — N. Y., 1998. — 191 p.
360. Khanna V. S. The Economic History of the Corporate Form in Ancient India [Electronic resource] / V. S. Khanna. — Mode of access : http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cb/Khanna_Ancient_India_informal.pdf.
361. Knight F. Risk. Uncertainty and Profit / F. Risk Knight // Boston, MA : Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co. — 1921.
362. Koch von M. Österreichs größte Steuerzahler / Von Mariam Koch und Angelika Kramer // *Format*. — 2012. — No. 39.
363. Kröger M. Ökostrom: Bahnfahren soll grüner werden / Michael Kröger // *Die Zeit* [Elektronische Ressource]. — Zugreifen : <http://www.spiegel.de/reise/deutschland/die-bahn-will-anteil-von-oekostrom-fuer-ice-verdreifachen-a-869986.html>.
364. Krugman P. R. Increasing returns, monopolistic competition, and international trade / P. R. Krugman // *Journal of International Economics*. — 1979. — No. 9. — P. 469–479.
365. Krugman P. R. Economics: Theory and Policy / P. R. Krugman, M. Obstfeld. — Prentice Hall, 2008. — 712 p.
366. Kuznets Simon S. C: Total Output and Production Structure, Simon S. Kuznets. — Cambridge, MA, 1971.
367. Kuznets Simon. Quantitative aspects of the economic growth of nations, VIII: The distribution of income by size / Simon Kuznets // *Economic Development and Cultural Change*. — 1963. — No. 11. — P. 1–92.

368. La Porta R. Legal Determinants of External Finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Finance*. — 1997. — Vol. LII, No. 3, July. — P. 1131–1150.
369. Lacey R. *Ford: The Men and the Machine* / R. Lacey. — Boston : Little Brown, 1986. — 778 p.
370. Lerbinger Otto. *Corporate public affairs: interacting with interest groups, media, and government* / Otto Lerbinger. — New Jersey : Lawrence Erlbaum Associates, Inc., 2008. — 477 p.
371. Libby R. Libby P. *Financial Accounting*. Электронный ресурс. — [Режим доступа]: <http://www.csus.edu/indiv/c/clarket/course1/chap001.pdf>
372. Lintner J. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations / J. Lintner // *Review of Economics and Statistics*. — 1962. — August. — P. 243–269.
373. Loretz S. *Corporate Taxation in the OECD in a wider Context* / Simon Loretz // WP 08/21. — Oxford : Oxford University centre for Business Taxation, 2008. — P. 3.
374. Ludwig Ronald. *Conversion of Existing Plans to Employee Stock Ownership Plans* / Ronald Ludwig // *American University Law Review*. — 2013. — Vol. 26, September.
375. Machlup F. *The Production and Distribution of Knowledge in the United States* / F. Machlup. — NJ.: Princeton, 1962. — 283 p.
376. MacKinlay A. Craig «Event Studies in Economics and Finance» / A. MacKinlay // *Journal of Economic Literature*. — 1997. — Vol. XXXV, March. — P. 13–39.
377. Madoff: Don't let Wall Street scam you, like I did [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.marketwatch.com/story/madoff-dont-let-wall-street-scam-you-like-i-did-2013-06-05>.

378. Magat R. Facebook IPO offers parallels with Ford's in 1956 [Electronic resource] / R. Magat. — Mode of access : <http://www.ft.com/cms/s/0/d90a187c-5806-11e1-bf61-00144feabdc0.html#axzz2kuzlqvKk>.
379. Main Science and Technology Indicators [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.oecd.org/science>.
380. Major I. Privatization in Eastern Europe. A Critical Approach / I. Major. — L. : Edward Elgar, 1994. — P. 54–55.
381. Markowitz H. M. Portfolio Selection / H. M. Markowitz // The Journal of Finance. — 1952. — No. 7 (1). — P. 77–91 ; Markowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments / H. M. Markowitz. — N. Y. : John Wiley & Sons, 1959. — (Reprinted by Yale University Press, 1970).
382. Masuda Y. The Information Society as Post-Industrial Society / Y. Masuda. — Washington, 1981. — 171 p.
383. Miller M. H. Debt and Taxes / M. H. Miller // The Journal of Finance. — 1977. — Vol. 32, No. 2.
384. Miller M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares / M. H. Miller, F. Modigliani // Journal of Business. — 1961. — No. 34. — P. 411–433.
385. Model Tax Convention on Income and on Capital. 22 July 2010. — P. : OECD Publishing. — 466 p.
386. Modigliani F. Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. — 1963. — June. — P. 433–443.
387. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. H. Miller // American Economic Review. — 1958. — June. — P. 261–297.
388. Modigliani F. The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital / F. Modigliani // Social Research. — 1966. — Vol. 33, No. 2. — P. 160–217.

389. Multinational Corporations in World Development. — N. Y. : Department of Economic and Social Affairs, United Nations, 1973. — P. 4–5.
390. Myers S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. Myers, N. Majluf // Journal of financial economics. — 1984. — Vol. 13. — P. 187–221.
391. Neson R. R. The agenda for growth theory: a different point of view / R. R. Neson // Cambridge Journal of Economics. — 1998. — No. 22.
392. New Industrial Policy, Business Updated. — 2005. — 23 Nov.
393. Nora, S. L'Informatisation de la Société / S. Nora. — Paris.: L'Indépendance, 1978. — 298 p
394. O'Connor A. How Social Media Consumer Brand Fan Count Predicts Stock Prices [Electronic resource]. — Mode of access — Режим доступу:<http://opportunitas.blogs.pace.edu/files>.
395. OECD Digital Economy Outlook 2015 [Electronic resource]. — Mode of access: www.oecd.org.
396. OECD Model Tax Convention: Revised Discussion Draft on Tax Treaty Issues Related to Emissions Permits and Credits (19 October 2012 to 15 January 2013). — OECD. — P. 10.
397. OECD Transfer Pricing Guidelines. — OECD, 2010. — P. 63–105.
398. Origins, History and Future of the Federal Reserve / Edited by Michael D. Bordo, William Roberds. — N. Y. : Cambridge University Press, 2013. — 431 p.
399. Porat M. The Information Society: Development and Measurement / M. Porat, M. Rubin. — Washington, 1978.
400. Porter M. E. Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility / M. E. Porter, M. R. Kramer // Harvard Business Review. — 2006. — Dec. — P. 78–92.
401. Public Offer Prospectus Directive [Electronic resource]. — Mode of access : http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

402. Rajan R. G. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century [Electronic resource] / R. G. Rajan, L. Zingales // OECD Economics Department Working Papers. — 2000, No. 265. — Mode of access : URL : www.oecd.org.
403. Riordan Michael. No Monopoly on Innovation / Michael Riordan // Harvard Business Review. — 2002. — Vol. 83.
404. Ritholtz Barry. Bailout Nation: How Greed and Easy Money Corrupted Wall Street and Shook the World Economy / Barry Ritholtz. — New Jersey : John Wiley&Sons, 2009. — P. 180–181.
405. Ross S. A. The determination of financial structure. The incentive signaling approach / S. A. Ross // Bell Journal of Economics. — 1977. — Vol. 8 (1). — P. 23–40.
406. Royal Holloway, University of London – Information Strategy 2005-2010 [Электронный ресурс] : Режим досту- пу : <http://www.rhul.ac.uk/FOI/Information-strategy.pdf>.
407. Rupert N. Ratings agencies suffer ‘conflict of interest’, says former Moody’s boss / N. Rupert // The Guardian. — 2011. — 22 August.
408. Samuelson P. Economics: An Introductory Analysis, with William D. Nordhaus (since 1985). — 19th ed. — McGraw–Hill, 2009.
409. Samuelson P. Foundations of Economic Analysis / P. Samuelson. — Harvard University Press, 1947. — (Enlarged ed. 1983).
410. Sargent T. J. Dynamic macroeconomic theory. — Harvard University Press, 1987. — 369 p.
411. SEC Charges CSFB with Abusive IPO Allocation Practices [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.sec.gov/news/headlines/csfbipo.htm>.
412. Shannon C. E. A Mathematical Theory of Communication / C. E. Shannon // Bell System Technical Journal. — 1948. — T. 27. — P. 379–423, 623–656.

413. Shannon C. Mathematical Theory of Communication / C. Shannon, W. Weaver. — Illinois : University of Illinois Press, 1963. — 126 p.
414. Sharpe William F. A Simplified Model for Portfolio Analysis / William F. Sharpe // Management Science.— 1963. — No. 9 (2). — P. 277–93. ; Sharpe William F. Capital Asset Prices — A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk / William F. Sharpe // Journal of Finance. — 1964 — No. XIX (3). — P. 425–42.
415. Shyam-Sander L. Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure / L. Shyam-Sander, S. C. Myers // Journal of Financial Economics. — 1999. — Vol. 51. — P. 219–244.
416. Simon H. A. Rationality as Process and as Product of Thought / H. A. Simon // The American Economic Review : Papers and Proceedings of the Ninetieth Annual Meeting of the American Economic Association. — 1978. — Vol. 68, No. 2. — P. 1–16.
417. Simula, H. and T. Ahola (2014), “A network perspective on idea and innovation crowdsourcing in industrial firms”, Industrial Marketing Management, no. 43, pp. 400-408.
418. Singh A. B. Public Sector Reform in India / A. B. Singh, Anurag Singh. — New Dehli : A.P.H. Publishing Corporation, 2004. — P. 27.
419. Skrabec Quentin R. The 100 most significant events in American business: an encyclopedia / Quentin R. Skrabec, Jr. — California : ABC-CKIO, LLC, 2012. — 321 p.
420. Smith Vernon L. An Experimental Study of Competitive Market Behavior / Vernon L. Smith // Journal of Political Economy. — 1962. — No. 70 (2). — P. 111–137.
421. Spence A. M. Job Market Signaling / A. M. Spence // Quarterly Journal of Economics (The MIT Press). — 1973. — No. 87 (3). — P. 355–374.
422. Statista [Electronic resource]. — Mode of access <http://www.statista.com/statistics>

423. Statistical Abstract of the USA. Equities, Corporate Bonds, And Municipal Securities-Holdings and Net Purchases, by Type of Investor [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.census.gov/compendia/statab/tables/07s1182.xls>.
424. Statistics [Электронный ресурс] // World Federation of Exchanges. Official site. - Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/> - Назва з екрана.
425. Stigler George J. The Economics of Information / George J. Stigler // Journal of Political Economy. — 1961. — No. 69 (3). — P. 213–225.
426. Stiglitz J. E. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade / J. E. Stiglitz. — N. Y. ; L. : W. W. Norton & Co., 2003. — 379 p.
427. Stiglitz J. F. Equilibrium in product markets with imperfect information / J. F. Stiglitz // The American economic review. — 1979. — Vol. 69. — P. 339–345.
428. Stock Markets Analysis [Electronic resource]. — Mode of access <http://amigobulls.com/articles>.
429. Stonier T. The Wealth of Information / T. Stonier. — L., 1983.
430. Taxation and trends in the European Union: Data for the Member States, Iceland and Norway. — Luxembourg : Publications Office for European Union, 2012. — P. 246.
431. Taxation, Innovation and Environment. OECD Green Growth Strategy. — OECD Publishing, 2010. — P. 32.
432. Taxing Wages 2011. — P. : OECD Publishing, 2012. — P. 12.
433. The Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, International Accounting Standards Board [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.iasplus.com/en/standards/other/framework>.
434. The Internet Crime Complaint Center [Electronic resource]. — Mode of access: www.iccc.com.

435. The Law of the market: Economists have long argued that legal systems have a big impact on investment. Until now, they have had a tough time proving it // The Economist. — 1997. — 19 April.
436. The Nature of the Firm, R. H. Coase, Wiley Online Library. Economica Volume 4, Issue 16. — November 1937. — P. 386–405.
437. Think Tanks Traditions. Policy research and the politics of ideas / edited by Diane Stone and Andrew Denham. — Manchester : Manchester University Press, 2004. — P. 22.
438. Thomas A. Shifting from Social Security Contributions to Consumption Taxes / Alastair Thomas, Fidel Picos-Sanchez // OECD Taxation Working Papers. — 2012. — No. 11. — P. 22–23.
439. Tian X. Managing International Business in China / Xiaowen Tian. — Cambridge : Cambridge University Press, 2005.
440. Tiits H. Carbon Risk in the Light of the Changing EU ETS / Helen Tiits // Master Degree Project. — Göteborg Universitet, 2009. — No. 97.
441. Tobin James. Money, Capital, and Other Stores of Value / James Tobin // American Economic Review. — 1961. — No. 51 (2). — P. 26–37.
442. Tobin, James and William C. Brainard . Asset Markets and the Cost of Capital // Richard Nelson and Bela Balassa, eds., Economic Progress: Private Values and Public Policy (Essays in Honor of William Fellner). — Amsterdam : North-Holland, 1977a. — P. 235–62.
443. Troubled Asset Relief Program. The Government's Exposure to AIG Following the Company's Recapitalization. Report to Congressional Committees. — United States Government Accountability Office, 2011. — P. 9.
444. Tversky A. Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty / A. Tversky, D. Kahneman // Journal of Risk and Uncertainty. — 1992. — No. 5. — P. 232–297.

445. Tversky A. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases / A. Tversky, D. Kahneman // Science. — 1974. — Vol. 185 (4157). — P. 1124–1131.
446. Twitter, Google Finance [Electronic resource]. — Mode of access : <https://www.google.com/finance>.
447. Twitter, Trading View [Electronic resource]. — Mode of access : <https://www.tradingview.com/e/cebvAR8R>.
448. U.S. Securities and Exchange Commission [Electronic resource]. — Mode of access : <http://www.sec.gov/>.
449. Ulrih H. Die Unternehmung als produktives soziales system / H. Ulrih // Grundlagen der allgemeinen Unternehmenslehre, 2. Ueberabr. Aufl. — Bern ; Stuttgart, 1968 / 1970.
450. Unctad. Word Investment Report [Electronic resource]. — Mode of access : www.unctad.org.
451. Vikramaditya Khanna and Roman Zyla 2012. Survey Says... Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies. [Electronic resource]. — Mode of access : http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/dbfd8b004afe7d69bcb6bdb94e6f4d75/IFC_EMI_Survey_web.pdf?MOD=AJPERES.
452. Vlastelica R. Second Twitter hoax in two days smacks another stock [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.reuters.com/article/us-sarepta-idUSBRE90T1CF20130130>
453. Weiss L. A. Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims / L. A. Weiss // Journal of Financial Economics. — 1990. — Vol. 27. — P. 255–311.
454. Weissenrieder F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? / F. Weissenrieder // FWC AB Study. — 1997. — No. 3.
455. Welch I. Capital Structure and Stock Returns / I. Welch // Journal of Political Economy. — 2004. — Vol. 112. — P. 106–131.

456. Westphalen M. H. Le communicator / M. H. Westphalen. — P. : Dunod, 2004. — P. 257.
457. Williams Jan R. Financial & Managerial Accounting / Jan R. Williams, Susan F. Haka, Mark S. Bettner, Joseph V. Carcello. — Boston : McGraw-Hill Irwin, 2008. — 1115 p.
458. Williamson J. P. The Investment Banking Handbook / J. P. Williamson. — N. Y., 1988. — 765 p.
459. World Economic Outlook Databases [Електронний ресурс] // International Monetary Fund. Official site. - Режим доступу: <http://www.imf.org/> - Назва з екрана.
460. Zetter L. Lobbying. The Art of Political Persuasion / Lionel Zetter. — Harriman House Ltd., 2011. — 454 p.

Найбільші втрати учасників піраміди Медоффа

Учасник	Розмір втрат, дол. США.
Хедж-фонд Fairfield Sentry Ltd	7,3 млрд.
Банківська група Grupo Santander	3,1 млрд.
Tremont Holdings Inc's Rye Investment Management	3 млрд.
Kingate Global Fund Ltd	2,8 млрд.
Банк HSBC	1 млрд.
Royal Bank of Scotland	600 млн.
Банк Південної Кореї	63 млн.

Джерело: систематизовано автором на основі даних ЗМІ

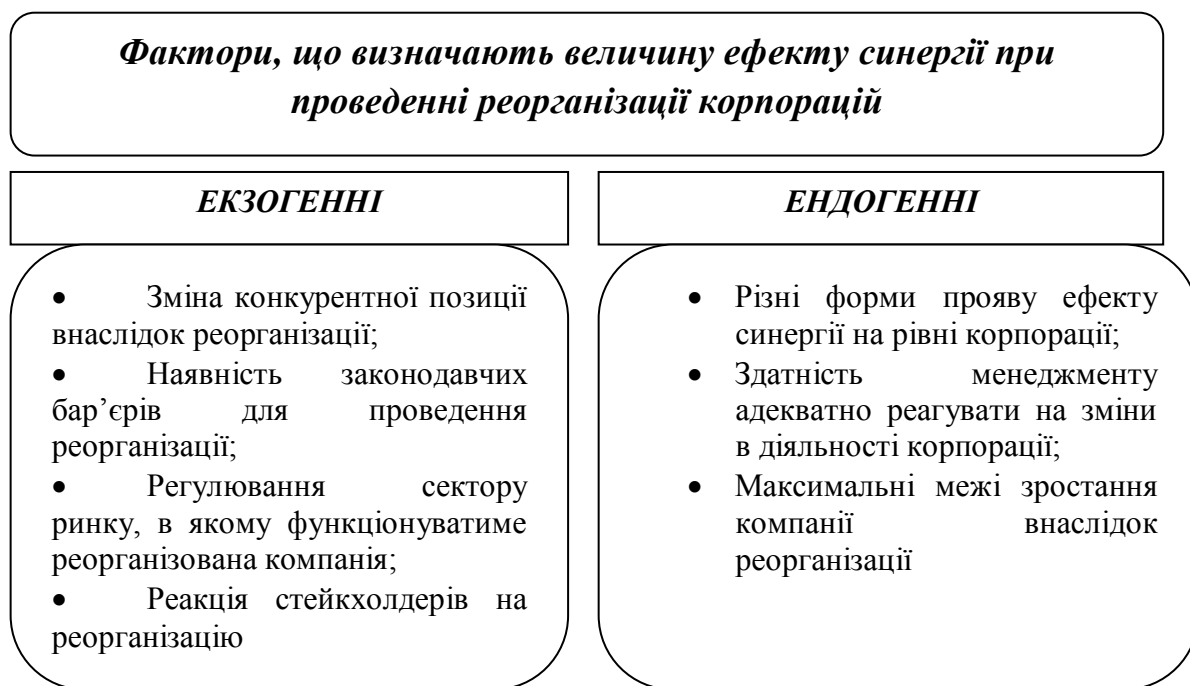


Рис. Б.1. Фактори прояву ефекту синергії при реорганізації корпорацій

**Найбільші злиття та поглинання корпорацій в кінці ХХ–на початку
ХХІ ст.**

№	Рік	Корпорація-покупець	Корпорація, яку купили	Вартість угоди, млрд. дол.
1	2000	America Online Inc.	Time Warner	186,2
2	1999	Vodafone Airtouch	Mannesmann	185,1
3	2003	Altria Group	Phillip Morris International	107,6
4	2009	Fortis, Banco Santander, Royal Bank of Scotland Group	ABN AMRO Holding	100,0
5	1999	Pfizer	Warner-Lambert	87,3
6	2006	AT&T Inc	BellSouth Corporation	83,1
7	1998	Exxon	Mobil	80,3
8	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	80,1
9	2001	Comcast Corporation	AT&T Broadband & Internet Svcs	76,1
10	2004	Sanofi-Synthelabo	Aventis	73,5

Міжнародні стандарти регулювання фінансових ринків

Область регулювання	Стандарт	Відповідальна організація
Транспарентність в сфері фінансової та грошово-кредитної політики	Кодекс транспарентності при проведенні грошової та фінансової політики (Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies)	МВФ
Транспарентність у сфері фінансової політики	Кодекс транспарентності фінансової політики (Code of Good Practices on Fiscal Transparency)	МВФ
Поширення інформації	Спеціальний стандарт поширення інформації (Special Data Dissemination Standard/General Data Dissemination System)	МВФ
Банкрутство	Банкрутство і права кредиторів (Insolvency and Creditor Rights)	Світовий банк
Корпоративне управління	Принципи корпоративного управління (Principles of Corporate Governance)	ОЕСР
Бухгалтерський облік	Міжнародні стандарти фінансової звітності (International Financial Reporting Standards / International Accounting Standards [IFRS/IAS])	Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності
Аудит	Міжнародні стандарти аудиту (International Standards on Auditing [ISA])	Міжнародна федерація бухгалтерів
Платіжна система і розрахунки	Основоположні принципи функціонування платіжних систем (Core Principles for Systemically Important Payment Systems)	Комітет з платіжних і розрахункових систем (CPSS)
	Recommendations for Securities Settlement Systems	CPSS / IOSCO
Цілісність ринку	40 рекомендацій Групи розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force)	Група розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей
	Спеціальні рекомендації запобігання фінансуванню тероризму (Special Recommendations Against Terrorist Financing)	
Банківський нагляд	Основоположні принципи ефективного банківського регулювання (Core Principles for Effective Banking Supervision)	Базельський комітет з банківського нагляду (BCBS)
Регулювання фондового ринку	Цілі і принципи регулювання фондових ринків (Objectives and Principles of Securities Regulation)	Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO)
Страховий нагляд	Основні принципи для страхових регуляторів (Insurance Core Principles)	Міжнародна асоціація регуляторів страхового ринку

Фінансові кризи за період 1907-2010 рр.

Події	Роки
Банківська паніка, США	1906-1907
Велика депресія, весь світ	1929-1933
Фінансова рецесія, США	1980
«Класична» фінансова криза	1987
Криза іпотечних фінансів	1989-1990
Банківська криза, країни Скандинавії	1991-1992
Фінансова криза, Південно-Східна Азія	1997
Фінансовий дефолт, Росія	1998
Фінансова криза і рецесія зростання, Японія	1990-2003
Боргова криза, Аргентина	2001
Dotcom криза, США	2002
Іпотечна та кредитна криза, США, країни світу	2007-2010

Джерело: [1].

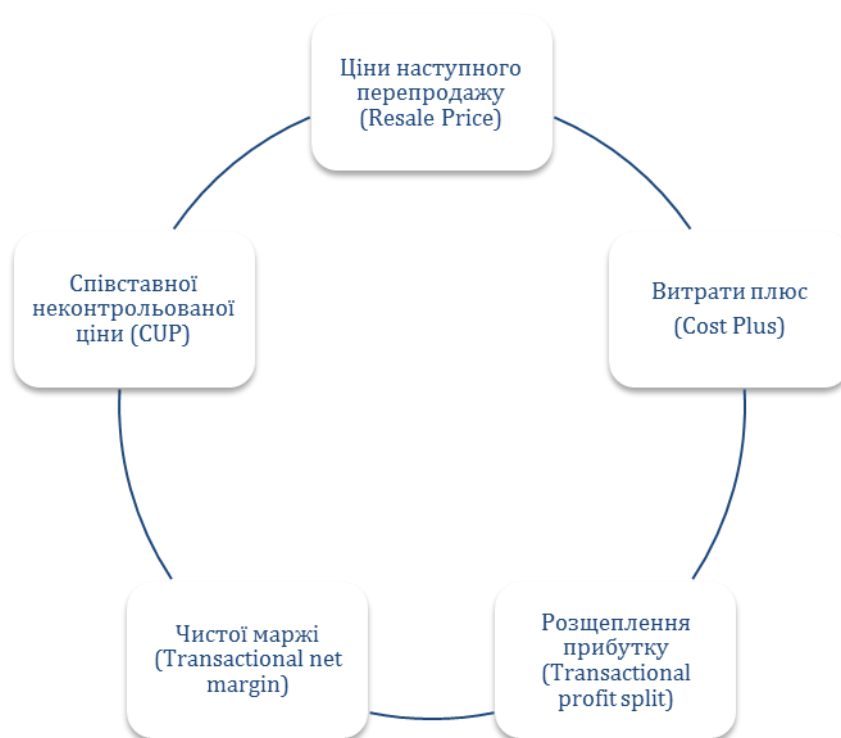


Рис. Ж.1. Методи аналізу трансфертного ціноутворення згідно з Керівництва по трансфертному ціноутворенню ОЕСР

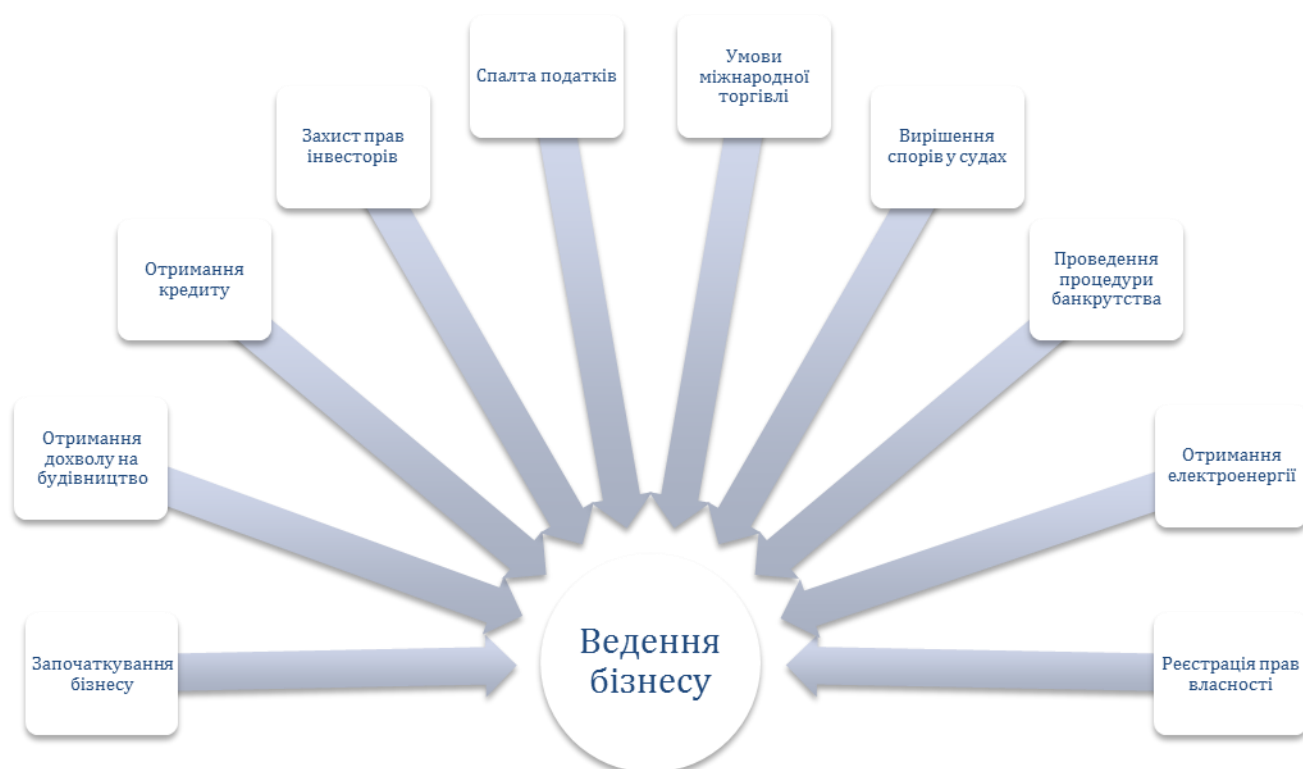


Рис. Ж.2. Складові рейтингу “Ведення бізнесу” Світового банку.

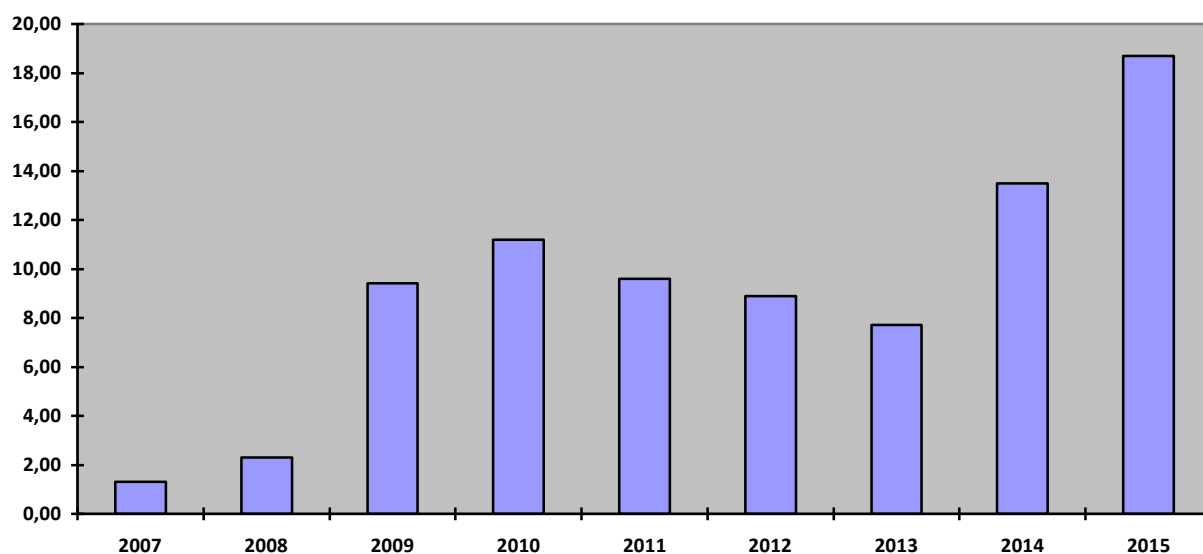


Рис. 3.1. Частка простроченої заборгованості за кредитами в банківській системі в 2007-2015 рр. ,%

Джерело: розраховано автором на основі даних НБУ.

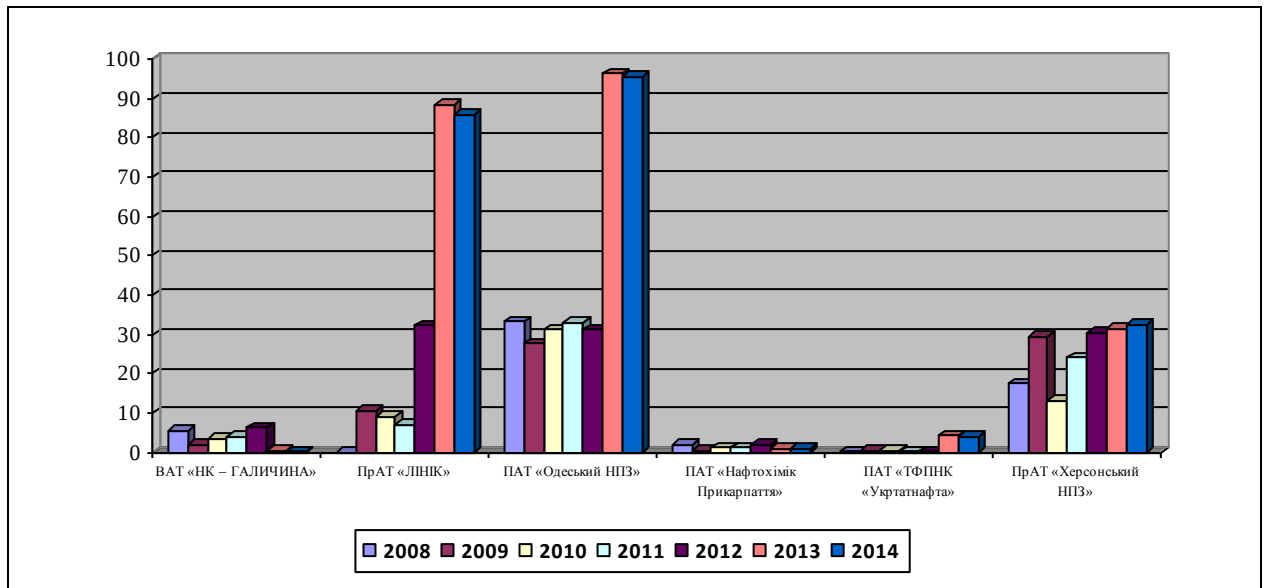


Рис. 3.2 Частка довгострокових зобов'язань у сукупних зобов'язаннях підприємств нафтопереробки України у 2008-2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними підприємств

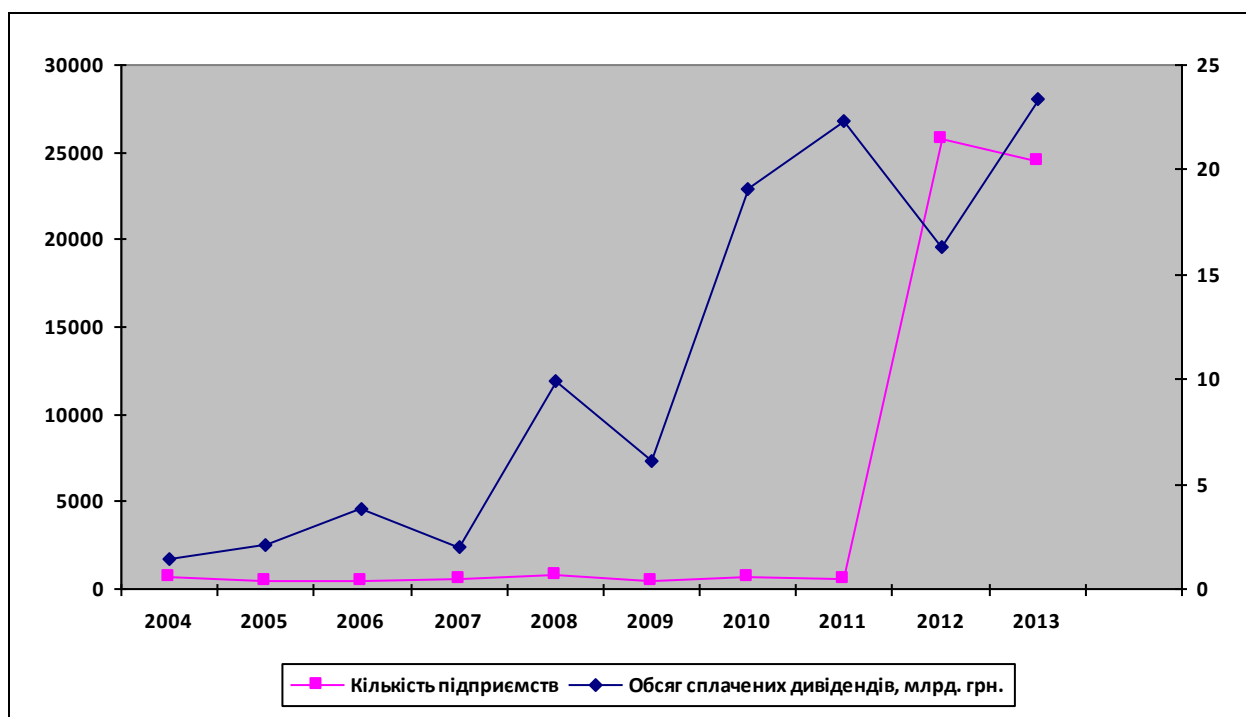


Рис. К.1. Характеристика дивідендної політики вітчизняних підприємств у 2004-2013 рр.

Джерело: систематизовано автором за даними НКЦПФР

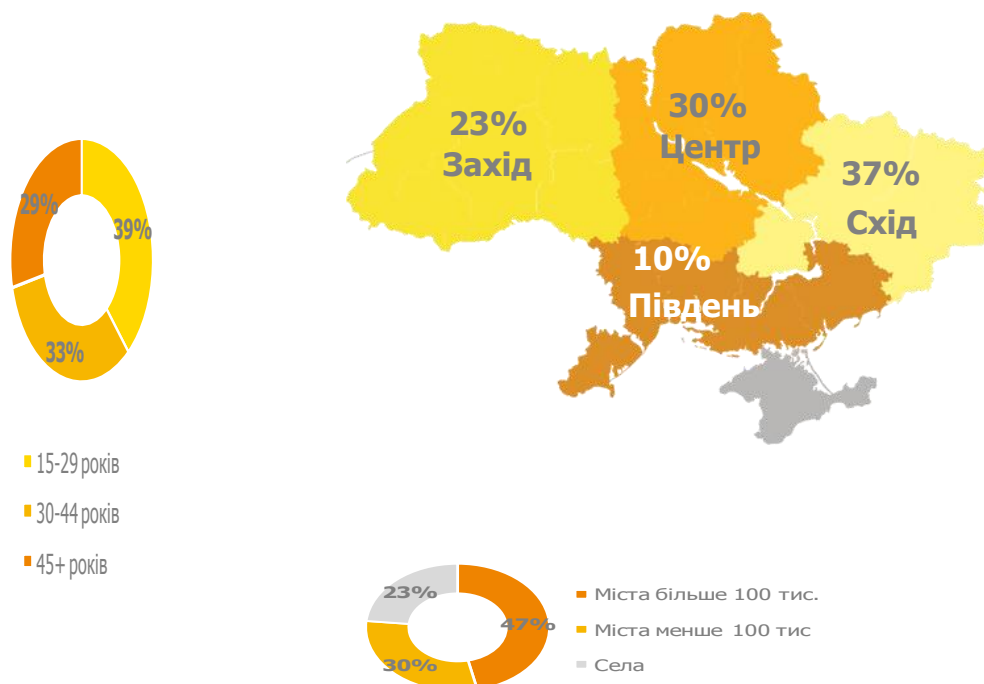


Рис. Л.1. Соціо-демографічний профіль користувачів мережі Інтернет в Україні, станом на лютий 2015 року

Джерело: побудовано автором за даними Інтернет Асоціації України

Таблиця Л.1

Обсяг ринку електронної комерції в Україні за сегментами в 2013-2014 роках, млн. дол.

Сегменти електронної комерції	2013	2014
Електроніка та побутова техніка	1000	750
Їжа, товари для дому	497	437
Авіаквитки	262	197
Одяг та взуття	150	131
Автотовари	28	30
Косметика та парфюмерія	25	27
Товари для дітей	10	10
Книги	10	9

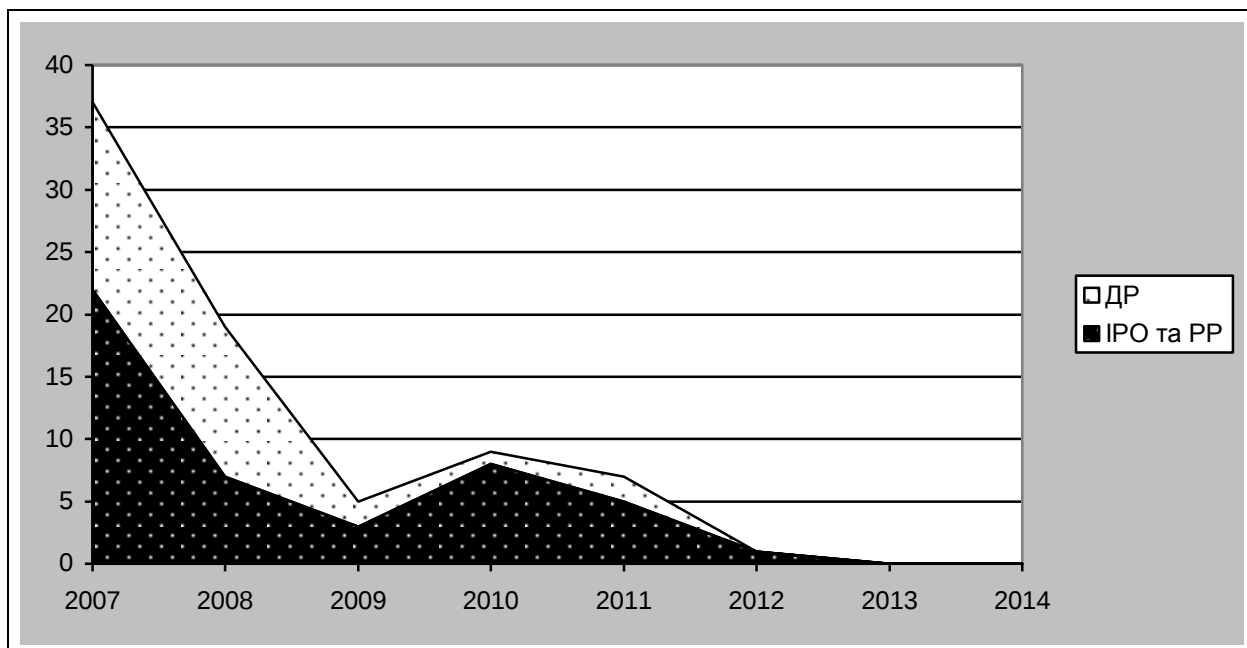


Рис. М.1. Динаміка випуску депозитарних розписок, IPO та PP українськими емітентами за 2007-2014 рр.

Джерело: складено автором за даними організаторів торгівлі



**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ,
ЩО ЗДІЙСНЮЄ ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ У СФЕРІ РИНКІВ
ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ
(НАЦКОМФІНПОСЛУГ)**

01001, м. Київ, вул. Б. Гринченка, 3, тел. 234-02-24, факс 235-77-54, Код ЄДРПОУ 38062828

06.11.2015 № 7592/02-10

Пр. №

від



До спеціалізованої вченої ради

Д 26.006 04

*ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені
Вадима Гетьмана»*

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Бабіченка Віктора Володимировича
на тему: «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці:
детермінанти і пріоритети розвитку в Україні»**

Узагальнення, окремі висновки та пропозиції, отримані в дисертації В.В. Бабіченка на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук на тему «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти і пріоритети розвитку в Україні» використовуються в діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Зокрема, розроблені автором пропозиції, включено до Стратегії реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг на 2015-2020 роки та спрямовані на стимулювання інвестицій інституційних інвесторів в корпоративні цінні папери, щодо удосконалення вимог до складу та структури активів НПФ, страхових компаній використовуються спеціалістами Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг в процесі розробки проєктів нормативно-правових актів.

06.11.2015

Член Нацкомфінпослуг

О.М. Залцов

НАЦІОНАЛЬНА АКЦІОНЕРНА КОМПАНІЯ
НАФТОГАЗ
У К Р А І Н И



NATIONAL JOINT-STOCK COMPANY
NAFTOGAZ
OF UKRAINE

01601, м. Київ-60, вул. Б. Хмельницького, 6
Тел.: (044) 596 35 37, <http://www.naftogaz.com>
Факс: 596 33 13, e-mail: info@naftogaz.com

Код ЄДРПОУ 20077720, н/в 2600230192
АТ "Ощадбанк", код банків 300445,
код Є. РНКОУ Банку 00002129

02.09.2015 № _____
Від _____


До спеціалізованої вченої ради
Д 26.006.04
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені
Вадима Гетьмана»

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Бабіченка Віктора Володимировича
на тему: «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці:
детермінанти і пріоритети розвитку в Україні»

Докторська дисертація В.В. Бабіченка містить науково обґрунтовані
положення та рекомендації, які можуть бути використані в діяльності
підприємств нафтової, газової та нафтопереробної промисловості:

- методичні підходи до визначення параметрів емісійної стратегії
корпорації в умовах інформаційної асиметрії на фондовому ринку під час
підготовки та реалізації випуску корпоративних облігацій;
- практичні заходи, спрямовані на посилення ролі державно-
акціонера в Україні в процесі розробки та впровадження інформаційного
забезпечення корпоративного управління компаній.

Перший заступник
голови правління

С.ПЕРЕГОМА

Національна акціонерна компанія
«Нафтогаз України»
№1.2-7491/1.2-15 від 04.11.2015

194





04655, м. Київ, вул. Художественної укр. 3, б. тел.: +38(0)576 172-18-41, Email: unhp@unhp.net
код ЄДРПОУ 31496038, Податковий номер: № 2607420092387, в.п. АТ «Укроб'єднання», МОО 300013

вих. № 30-06/15 від 30 червня 2015 року



**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Бабіченка Віктора Володимировича
на тему: «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти
і пріоритети розвитку в Україні»
в діяльності Українського об'єднання по переробці
нафти «Укрнафтохімпереробка»**

Узагальнення, окремі висновки та пропозиції, отримані в докторській дисертації В. В. Бабіченка «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти і пріоритети розвитку в Україні» використовуються в діяльності Українського об'єднання по переробці нафти «Укрнафтохімпереробка». Зокрема:

- ✓ аналіз вітчизняної моделі корпоративного управління з виділенням її основоположних характеристик – для розробки методичних рекомендацій щодо удосконалення корпоративного управління на нафтопереробних підприємствах України;
- ✓ дослідження впливу податкових важелів на корпоративні фінанси в Україні та за кордоном – для обґрунтування доцільності змін в нормативно-правовому забезпеченні податкової політики щодо галузі нафтопереробки.

Генеральний директор
УО «Укрнафтохімпереробка»

М.А.Міндреску



ДЕРЖАВНА ФІСКАЛЬНА СЛУЖБА УКРАЇНИ
МІЖРЕГІОНАЛЬНЕ ГОЛОВНЕ УПРАВЛІННЯ ДФС -
ЦЕНТРАЛЬНИЙ ОФІС З ОБСЛУГОВУВАННЯ ВЕЛИКИХ ПЛАТНИКІВ

вул. Дзержинського, 2, м. Київ, 03028, тел.: (044) 454-09-00, (044) 454-09-74, факс: (044) 454-09-75
www.office.fks.gov.ua; Код ЄДРПОУ 39443996

12.25.009/15 № 25 04 2015/

на № _____ від _____



До спеціалізованої вченої ради
Д 26.006.04
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені
Вадима Гетьмана»

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Бабіченка Віктора Володимировича
на тему: «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці:
детермінанти і пріоритети розвитку в Україні»
в діяльності територіального органу Державної фіскальної служби України

Окремі висновки та пропозиції, отримані в докторській дисертації Бабіченка Віктора Володимировича на тему «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти і пріоритети розвитку в Україні» можуть бути використані в діяльності територіальних органів Державної фіскальної служби.

Зокрема, аналіз ефективності домінуючих на сучасному етапі в країнах-членах Організації економічного співробітництва та розвитку податкових важелів впливу на корпоративні фінанси, а також розроблені на його основі рекомендації, спрямовані на оптимізацію оподаткування корпоративного бізнесу в Україні, враховані фахівцями Міжрегіонального головного управління ДФС - Центрального офісу з обслуговування великих платників при організації роботи по вдосконаленню законодавства.

Заступник начальника Міжрегіонального
головного управління ДФС - Центрального
офісу з обслуговування великих платників

О.Л.Карабінська



вул. Свєштовська, 3, м. Кременчук,
Полтавська обл., 39610, Україна
Тел.: (0536) 76-84-10, 76-84-14
Факс: (0536) 76-82-30, 76-80-20
Телетайп: 164509 "ІПА"
E-mail: pobox@ukrtatnafta.com
www.ukrtatnafta.com

До спеціалізованої вченої ради
Д 26.006.04
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені
Вадима Гетьмана»

№
На № 45/04-17 від 30.06.17



про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Бабіченка Віктора Володимировича
на тему: «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти і
пріоритети розвитку в Україні»
в діяльності ПАТ «Укртатнафта»

Результати, отримані в докторській дисертації Бабіченка В.В. мають
вагоме практичне значення, оскільки спрямовані на вирішення завдань,
пов'язаних з розвитком корпоративних фінансів в умовах формування
інформаційної економіки в Україні.

В діяльності ПАТ «Укртатнафта» використані наступні положення та
пропозиції, обґрунтовані в докторській дисертації Бабіченка В.В.:

- дослідження факторів та особливостей розвитку вітчизняного
корпоративного сектору під час розробки планів та проектів діяльності ПАТ
«Укртатнафта» в контексті посилення конкурентних позицій підприємства;

- виявлені характеристики впливу транспарентності на результативність
фінансової стратегії вітчизняних корпорацій враховані в процесі залучення на
фінансовому ринку інвестиційних ресурсів для покращення технологічних
параметрів виробництва нафтопродуктів.

В.о. голови правління
ПАТ «Укртатнафта»

 Плакасов О. М.

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Проректор з науково-
педагогічної роботи
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені
Вадима Гетьмана»
д.е.н., проф. Колот А.М.



2015 р.

«ЗАТВЕРДЖУЮ»
Перший проректор з науково-
педагогічної та наукової роботи
ДВНЗ «Київський національний
економічний університет імені
Вадима Гетьмана»
д.е.н., проф. Лук'яненко Т.Г.

«...»

2015 р.

ДОВІДКА

про виконання в навчальний процес результатів дисертаційного
дослідження
Бабіченка Віктора Володимировича
на тему: «Корпоративні фінанси в інформаційній економіці: детермінанти і
пріоритети розвитку в Україні»

Основні теоретичні та методичні підходи і висновки, розроблені у дисертаційній роботі Бабіченка Віктора Володимировича на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук, використовуються у навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана».

Зокрема:

- при підготовці завдань для практичних та контактних занять, самостійної та індивідуальної роботи студентів з дисциплін «Фінанси», «Фінансова інфраструктура», «Податковий менеджмент» «Фінансовий ринок», «Корпорації на фінансовому ринку»;
- при наданні консультацій студентам, що готуються брати участь у наукових конференціях та засіданнях наукових гуртків;
- при розробленні програми організації та проведення виробничої практики на фінансово-економічному факультеті для студентів освітньо-кваліфікаційного рівня бакалавр, виробничої та переддипломної практики студентів освітньо-кваліфікаційного рівня магістр.

Декан фінансово-економічного
факультету

Хлівний В.К.