МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»
Кафедра корпоративних фінансів і контролінгу

ІННОВАЦІЙНИЙ РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

Тенденції та перспективи

Монографія

За загальною редакцією
доктора економічних наук, професора *О. Терещенка*

1906 КНЕУ
КИЇВ 2017

УДК 334.78:336.1
І-66

Рецензенти

Н. М. Давиденко, д.е.н., проф.
(Національний університет біоресурсів та природокористування України)

С. В. Івахненков, д.е.н., проф.
(Національний університет «Києво-Могилянська академія»)

І. Б. Івасів, д.е.н., проф.
(Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана)

Рекомендовано до друку
Вченою радою Державного вищого навчального закладу
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
Протокол № 3 від 26.10.2017

І-66 **Інноваційний** розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи : монографія / [Терещенко О.О., Бабяк Н.Д., Іващенко А.І. та ін.]; за заг. ред. д.е.н., проф. О. Терещенка. – Київ : КНЕУ, 2017. – 495, [1] с.
ISBN 978–966–926–195–3

У монографії досліджено перспективи інноваційного розвитку корпоративних фінансів в Україні під кутом зору глобальних тенденцій у відповідній царині. Авторами монографії систематизовані ключові особливості розвитку корпоративних фінансів на ринках, що розвиваються (до яких належить і Україна), виявлені канали впливу окремих ланок фінансової системи країни на діяльність підприємств та обґрунтований інструментарій підвищення ефективності фінансового менеджменту в корпоративному секторі економіки.

УДК 334.78:336.1

ISBN 978–966–926–195–3

© О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк, А.І. Іващенко та ін., 2017
© КНЕУ, 2017

ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА 5

Розділ 1. ПРОЦЕСИ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ТА КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ. . . 8

1.1.Корпоративні фінанси: глобальні виклики та інноваційні тренди . . 9
1.2. Глобалізація та локальний економічний розвиток 19
1.3. Міжнародні рейтингові системи в оцінці рівня локального економічного розвитку 31
1.4. Міграція і концентрація капіталу: світові тенденції і вигоди для України 51
Висновки до розділу 1 63

Розділ 2. ВПЛИВ ІНСТРУМЕНТАРІЮ КОНТРОЛІНГУ НА РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ 65

2.1. Контролінг у забезпеченні ефективного управління робочим капіталом корпорації 65
2.2. Методичний інструментарій планування та контролю грошових потоків підприємств 76
2.3. Ставка витрат на капітал як інструмент корпоративних фінансів і контролінгу 101
2.4. Аналіз фінансової стратегії підприємства на основі матриці рентабельності. 113
2.5. Використання альтернативних концепцій бюджетування в українських компаніях 124
2.6. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами корпорацій . 136
Висновки до розділу 2 145

Розділ 3. ВПЛИВ ІНСТРУМЕНТВ ФІНАНСОВОГО РИНКУ НА РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ 147

3.1. Інноваційний розвиток ринку деривативів: міжнародні тенденції та вітчизняні реалії 148
3.2. Методологічні основи продунційного визначення цін інструментів фінансового ринку 166
3.3. Управління банківськими ризиками 193
3.4. Роль фінансових посередників у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційно-інвестиційної активності вітчизняних підприємств 208
3.5. Резерви нарощування інвестиційного потенціалу небанківських фінансових установ на основі вдосконалення системи ризик-менеджменту 224
Висновки до розділу 3 235

Розділ 4. СИСТЕМНІ ДИСПРОПОРЦІЇ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В УКРАЇНІ 237

4.1. The Deformed Corporate Finance Model in Ukraine: Weak Loans Demand and Investment Hyperflexibility 238
4.2. Диспропорції в управлінні кредиторською заборгованістю підприємств 255
4.3. Зниження негативних екстерналій високої концентрації власності корпорацій в процесі розвитку економічної системи 269
4.4. Детермінанти структури капіталу компаній: огляд наукових досліджень 290
4.5. Системні диспропорції розвитку орієнтованої на знання корпоративної бізнес-свідомості 299
4.6. Суперечності розвитку ринку похідних фінансових інструментів України 313
4.7. Стан фінансової підтримки розвитку аграрної сфери України: національний та регіональний аспекти 324
Висновки до розділу 4 340

Розділ 5. ІНСТИТУЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТА ФІНАНСОВО-КРЕДИТНІ ВАЖЕЛІ ДЕРЖАВНОЇ ПІДТРИМКИ ІННОВАЦІЙ У КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСАХ 342

5.1. Інститутціональне забезпечення інноваційного розвитку підприємництва 343
5.2. Фінансово-кредитні та фіскальні важелі активізації бізнесу в Україні 353
5.3. Податкове регулювання діяльності ТНК: світова панорама 366
5.4. Tax Due Diligence як система мінімізації податкових ризиків . . . 397
Висновки до розділу 5 410

Розділ 6. КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ТА БІХЕВІОРИСТИЧНА СКЛАДОВА КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ 413

6.1. Моделі та принципи корпоративного управління 414
6.2. Корпоративна модель управління у забезпечення конкурентоспроможності підприємства 426
6.3. Роль інтелектуального капіталу в сучасному корпоративному управлінні 438
6.4. Корпоративні інвестиції в нагромадження людського капіталу: реалії вітчизняного менеджменту 450
6.5. Корпоративне управління: поведінковий аспект 464
Висновки до розділу 6 475

Довідка про авторів 477

Список використаних джерел 480

ПЕРЕДМОВА

Відповідно до англомовної вікіпедії, категорія «фінанси» включає в себе три субкатегорії: особисті фінанси, корпоративні фінанси та публічні фінанси. Оскільки корпоративний сектор є основним джерелом ресурсів для функціонування публічних та особистих фінансів, корпоративні фінанси можна вважати фундаментом фінансової системи країни.

Останні десятиріччя корпоративні фінанси розвиваються під впливом процесів глобалізації, експансії нової, інформаційно-інноваційної економіки та перманентних фінансових криз. Водночас, вітчизняною фінансовою наукою досить часто ігноруються сучасні тенденції розвитку корпоративних фінансів, наукові методи вивчення фінансових процесів та новітні напрямки досліджень. З цілого ряду об'єктивних та суб'єктивних причин фінанси підприємств (корпоративні фінанси) у сучасній Україні, досить часто розглядаються як «придаток» до державних фінансів, що є наслідком домінування пострадянської фінансової школи. Цілком очевидно, що інтерпретація фінансової системи «зверху», з позиції державних фінансів, як це прийнято у вітчизняній фінансовій науці є односторонньою і недостатньою. Як наслідок, має місце значний розрив між запитами фінансової практики та пропозицією фінансової науки та освіти.

Практична квінтесенція корпоративних фінансів як науки – технологічна підтримка прийняття фінансових рішень. Відтак, ключовим завданням наукових досліджень у сфері корпоративних фінансів має бути обґрунтування новітніх інструментів та методів прийняття фінансових рішень у корпоративному секторі економіки, у тому числі визначення найбільш прийнятних форм та методів фінансування підприємств, формулювання критеріїв ефективного вкладення капіталу, розробка адекватних інструментів оцінки фінансово-інвестиційних ризиків.

Метою пропонованого монографічного дослідження є виявлення перспектив інноваційного розвитку корпоративних фінансів в Україні під кутом зору глобальних тенденцій у відповідній царині. Колективом авторів зроблено спробу систематизувати ключові особливості розвитку корпоративних фінансів на ринках, що розвиваються (до яких відноситься і Україна), виявити канали впливу окремих ланок фінансової системи країни на діяльність підприємств та обґрунтувати інструментарій підвищення ефективності фінансового менеджменту у корпоративному секторі економіки.

Корпоративні фінанси не можуть розвиватися виключно на локальному рівні. З огляду на міжнародний рух капіталів, товарів та послуг корпоративні

підприємства тим чи іншим чином мають бути інтегровані у глобальну економічну систему. Це означає, що процеси глобалізації впливають на діяльність підприємств, навіть якщо їх діяльність носить локальний характер. Відтак, інструментарій корпоративних фінансів має враховувати як глобальні тренди, так і локальні особливості. Зазначені питання досліджуються у першому розділі монографії. Авторами розділу є: Терещенко О. О. (*§ 1.1*), Буряченко А. Є. *(§ 1.2)*, Іващенко А. І., Сибірянська Ю. В. *(§ 1.3)*, Багацька К. В. *(§ 1.4)*.

Конкурентні переваги корпоративні підприємства можуть забезпечити лише у разі, якщо технології генерування фінансових рішень ґрунтуватимуться на найновіших досягненнях науки і техніки. У другому розділі монографії висвітлено можливості використання інноваційного ресурсу контролінгу для розвитку корпоративних фінансів. Питання підвищення ролі контролінгу у розвитку корпоративних фінансів висвітлено: Бабяк Н.Д. *(§ 2.1)*, Дребіт Г.М. *(§ 2.2)*, Терещенко О.О. та Волошанюк Н.В. *(§ 2.3)*, Алексін Г.О. *(§ 2.4)*, Зінькевич Т.О. *(§ 2.5)*, Чепка В.В., Павлюк Т.С. *(§ 2.6)*.

Базовою категорією корпоративних фінансів та визначальним фактором діяльності підприємств є капітал. Не потребує доведення та обставина, що недієздатність окремих сегментів фінансового ринку є серйозною перешкодою для розвитку корпоративного сектору. Для більшості країн з ринками, що розвиваються характерним є низький рівень розвитку фондового ринку (ринку корпоративних цінних паперів). Для України ця проблема відзначається особливою гостротою, оскільки через тотальні маніпуляції та інформаційну неефективність, вітчизняний ринок капіталів не виконує жодної із покладених на нього функцій. З огляду на це, у третьому розділі монографії досліджено впив інструментів фінансового ринку на розвиток корпоративних фінансів. Авторами розділу є: Примостка Л. О., Краснова І. В. (*§ 3.1*), Силантьєв С.О. (*§ 3.2*), Потій В. З., Куліш Г. П. (*§ 3.3*), Надієвець Л. М. (*§ 3.4*), Поліщук Є. А., Свириденко О. О. (*§ 3.5*)

Нерозвиненість інфраструктури фінансового ринку, значні фінансово-інвестиційні ризики, високий рівень корупції, неефективність державного регулювання зумовили системні диспропорції у розвитку вітчизняних корпоративних фінансів. Аномалії фінансів мікроекономічного рівня досліджуються у четвертому розділі. Авторами цього *розділу* монографії є: Зимовець В.В. (*§ 4.1*); Мельник К.В., Борищук А.В. (*§ 4.2*); Наконечна А. С., Лактіонова О.А. (*§ 4.3*); Поддєрьогін А.М., Корнилюк А.В. (*§4.4*); Приймак В.М., Романишин В.О. (*§ 4.5*); Солодка О. О. (*§ 4.6*), Сус Т. Й. (*§ 4.7*).

Рівень розвитку корпоративних фінансів значною мірою залежить від наявності чітких правил гри у відносинах всередині підприємств, між бізне-

сом та державою, між корпоративним та фінансовим секторами. Поштовх до запровадження цивілізованих правил гри має походити з боку держави. Для цього слід створити якісне інституційне забезпечення функціонування корпоративного сектору та грамотно використовувати фінансово-кредитні важелі державної підтримки фінансових інновацій, про що йдеться у п'ятому розділі монографії. Авторами *п'ятого розділу* є: Ушеренко С. В. (*§ 5.1*), Томнюк Т.Л. (*§ 5.2*), Максименко А. В. (*§ 5.3*), Грицино О.М. *(§ 5.4)*.

Без усунення потенціалу зловживань та конфліктів інтересів на рівні підприємств, причин нераціональної поведінки та хибних рішень економічних агентів, успішний розвиток корпоративних фінансів є неможливим. Саме тому, у шостому розділі монографії досліджуються напрямки удосконалення корпоративного управління як системи, спрямованої на гармонізацію принципал-агент відносин на рівні корпоративних підприємств. Дослідженням сучасних тенденцій корпоративного управління і поведінкових фінансів займалися автори *шостого розділу* монографії, авторами якого є: Романишин В. О., фон Будау О. Г., Островська О. А., Свідерська І. М. (*§ 6.1*); Чеберяко О.В., Лозова Г.М. (*§ 6.2*); Островська Г. (*§ 6.3*); Притуляк Н. М. (*§ 6.4*); Скакальський Ю. С. (*§ 6.5*).

Матеріали монографії стануться в нагоді науковцям, фінансовим директорам компаній, контролерам, фінансовим аналітикам, представникам державних органів, що реалізують державну політику у сфері реального сектору економіки, фінансовим посередникам та аудиторам, а також студентам, які вивчають корпоративні фінанси та контролінг.

Розділ 1

ПРОЦЕСИ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ТА КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

В умовах глобальної конкуренції переваги отримують не країни, що володіють значними сировинними ресурсами, а які представлені потужним корпоративним сектором. Одним із ключових чинників успішного розвитку зазначеного сектору є якісне управління корпоративними фінансами. Корпоративні фінанси є надзвичайно динамічною категорією і знаходяться у стані постійної трансформації. Якість фінансових рішень є визначальним чинником здатності підприємств здійснювати інвестиції, генерувати вартість та забезпечувати сталий розвиток (*sustainable development).* В умовах нової, інформаційно-інноваційної економіки (економіки знань) конкурентну боротьбу виграють суб'єкти господарювання, управлінські рішення яких ґрунтуються на новітній інструментах збору, обробки та інтерпретації фінансово-економічної інформації. Сучасні технолгії прийняття рішень у сфері корпоративних фінансів ґрунтуються на глибоких теоретичних моделях та аргументаціях. Радниками з фінансово-економічних питань крупних корпорацій є провідні науковці-економісти, які допомагають імпементувати на практиці передові наукові *know how* у відповідній сфері.

Завдання вітчизняної науки у сфери корпоративних фінансів вбачається у поглибленні сучасних теоретичних концепцій та їх адаптація до глобальних трендів та умов ринків, що розвиваються. Серйозний вплив на розвиток корпоративних фінансів у майбутньому здійснюватиме демографічна ситуація в провідних країнах світу, експансія цифрових активів та блокчейн технологій, мобільність фінансового та людського капіталу. Окреслені чинники є важливими не лише для обґрунтування мікрофінансових рішень, а й у процесі реалізації макроекономічної політики. Адже від останньої залежать кредитно-інвестиційні рейтинги країни та індекси конкурентоспроможності, які визначають якість бізнес-середовища та інвестиційну привабливість країни в цілому.

У сучасній глобальній економічній системі Україна відноситься до групи країн з ринками, що розвиваються (emerging markets). Такі країни характеризуються порівняно високими темпами економічного зростання, вищим рівнем ризиків, низькими кредитними рейтингами, банкоцентричністю фінансових ринків та значним потенціалом принципал-агент конфліктів. Ця

обставина має безпосередній вплив на діяльність корпоративних підприємств та організацію їх фінансів. Виявляється, що більшість загальноприйнятих у розвинених країнах інструментів та методів корпоративних фінансів у їх чистому вигляді є неприйнятними до використання на ринках, що розвиваються. Це стосується методів оцінювання ризиків, порядку розрахунку процентних ставок, інструментів фінансового прогнозування, способів оцінювання вартості бізнесу та ефективності інвестиційних проектів. Нестабільність та ризики зумовлюють необхідність розробки спеціальних адаптаційних алгоритмів щодо більшості технологій прийняття рішень у сфері корпоративних фінансів. Для з'ясування напрямків такої адаптації у пропонованому розділі монографії досліджуються питання впливу процесів глобалізації на корпоративні фінанси з одного боку, та особливості розвитку локальних корпоративних фінансів з огляду на глобальні тенденції — з іншого.

1.1.Корпоративні фінанси: глобальні виклики та інноваційні тренди

Корпоративні фінанси — це наукова категорія, яка має чітко визначений зміст, функції та методологічний каркас. Об'єкт та предмети дослідження у сфері корпоративних фінансів, а також їх функції принциповим чином відрізняються від тих, які притаманні державним фінансам чи фінансовому посередництву. Для розуміння сутності корпоративних фінансів перш за все слід визначитися із поняттям «корпоративне підприємство» та «корпорація». З етимологічної точки зору, поняття «corporation, корпорація» має англійське походження. В США терміном «корпорації» позначають крупні акціонерні товариства, акції яких мають обіг на фондовому ринку. Важливою характеристикою корпорацій є те, що це є господарські товариства з обмеженою відповідальність *(limited liability).* Залежно від способу утворення (заснування) та формування статутного капіталу українським законодавством виокремлюються унітарні та корпоративні підприємства. Останні організовуються, як правило, двома або більше засновниками за їх спільним рішенням, діють на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів та ризиків.

До корпорацій у широкому розумінні відносяться, власне, корпоративні підприємства та так звані квазікорпорації (унітарні підприємства). Перші — «перебувають у приватній власності щонайменше двох осіб, де відповідальність кожного з власників обмежується сумою, вкладеною ним у статутний

капітал. Власники корпорацій діють на засадах спільного договору шляхом об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності, а управління корпорацією здійснюється на основі спільного управління справами через систему корпоративних прав, зокрема через органи, що ними створюються, та участь власників у розподілі доходів і ризиків підприємства».[1] Водночас, відповідно до вітчизняного законодавства, корпорації, поряд із асоціаціями, консорціумами та концернами є формою об'єднань підприємств. Корпорацією, зокрема, визнається 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.[2]

Для уникнення плутанини, для характеристики корпоративних фінансів, на наш погляд доцільно використовувати термін «корпоративне підприємство», а не «корпорація». Корпоративними є кооперативи, підприємства, що створюються у формі господарського товариства, а також інші підприємства, засновані на приватній власності двох або більше осіб. Тобто, поняття «корпоративне підприємство» включає в себе як крупні транснаціональні корпорації, які організовані у формі акціонерних товариств, так і невеликі за розміром товариства з обмеженою відповідальністю, власники яких володіють корпоративними правами. Відтак, характерною рисою корпоративних підприємств є наявність корпоративних відносин, що мають місце у процесі виникнення, торгівлі та управління корпоративними правами. Проблематика корпоративного управління *(англ.* corporate governance*)* вже тривалий час відноситься до топ-тем глобальних корпоративних фінансів. Система корпоративного управління визначає, яким чином шехолдери здійснюють контроль за діяльністю топ-менеджерів, а також яку відповідальність несуть останні перед інвесторами (власниками) за результати діяльності корпоративного підприємства. Корпоративне управління не обмежується виключно відносинами між шехолдерами як принципалами та менеджерами як агентами, а передбачає співпрацю та урахування інтересів усіх стейкхолдерів, які зацікавлені у діяльності підприємства (працівники, споживачі, постачальники, кредитори, державні органи, громадськість тощо). Таким чином, корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини, що виникають у процесі функціонування корпоративних підприємств та здійснення корпоративного управління. Під поняттям «корпоративні фінанси» розуміється спеціальна

[1] Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки [Текст] / А. І. Крисоватий,В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С. 11-12.

[2] Господарський кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 436-IV, стаття 120 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15.

сфера фінансів, яка включає в себе систему принципів та концепцій з аналітичного, методичного та інформаційного забезпечення фінансової та інвестиційної діяльності компаній.

Сучасне бачення функцій корпоративних фінансів дещо відрізняються від традиційної їх інтерпретації пострадянською фінансової наукою. Поряд із усталеними функціями (формування фінансових ресурсів, їх розподілу, контролю за ефективним формування та розподілом ресурсів), слід виокремити новітні: трансформація преференцій капіталодавців у параметри залучення капіталу, функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин, вартість-формуюча функція та функція трансферту інформації.[1]

Відмінною рисою західної фінансової думки є те, що у науково-практичних джерелах ми майже не зустрінемо дискусій навколо питання сутності та функцій корпоративних фінансів. Акценти фокусуються переважно на пріоритетах корпоративних фінансів та на інструментах їх забезпечення. Досить лаконічним є підхід до трактування сутності корпоративних фінансів А. Дамодарана: «Corporate finance covers any decisions made by firms which have financial implication — корпоративні фінанси охоплюють всі рішення підприємств, які мають фінансові наслідки». Мова йде про рішення щодо інвестицій, фінансування та у сфері дивідендної політики.[2] Ознайомлення зі світовою теорією і практикою дає підстави стверджувати, що ключовими напрямками наукових досліджень у галузі корпоративних фінансів є інвестиційна політика компаній, політика фінансування та підтримки ліквідності, фінансовий контролінг та оцінювання ризиків, вартісно-орієнтоване управління, фінансова комунікація, фінансові аспекти злиття та поглинання бізнесу (mergers&acquisitions).[3] Як підкреслював перший CFO компанії BASF, кожна підприємницька ціль врешті-решт зводиться до фінансової цілі, ключові параметри підприємства перш за все є фінансовими параметрами, всі підприємницькі рішення слід розглядати з фінансової точки зору[4].

Теоретичні дослідження та прикладні розробки у царині сучасних корпоративних фінансів ґрунтуються на доробку найкращих представників світової фінансової думки, які у різні роки отримали Нобелівську премію з економіки. Показовим, на думку Федосова В.М., Крисоватого А.І., Рязанової Н.С. є

---

[1] Зимовець В. В. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки/ В. В. Зимовець, О. О. Терещенко //Фінанси України. — 2015. — № 9. — С. 78-95.

[2] Damodaran, A.: Corporate Finance, Theory and Practice. — New York. — 1997. — p. 3.

[3] Volkart R. Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. — Zürich: Versus. — 2003; Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen: Corporate Finance. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA. — 2005.

[4] Paul W. Die Rolle des Finanzchefs eines industriellen Unternehmen in krisenbedrohter Zeit // Corporate Finance. — 2012.- No. 7. — S. 367-373.

те, що більшість праць серед тих, за які присуджується Нобелівська премія в галузі економіки, присвячені саме фінансам корпорацій та їх функціонуванню на фінансових ринках.[1] Так, вихідним пунктом сучасної неокласичної теорії корпоративних фінансів можна розглядати дискусії кінця п'ятдесятих років навколо проблематики оптимізації структури капіталу підприємства. В основі цих дискусій стояло питання про вплив рівня заборгованості на ціну залучення капіталу та вартість компанії. На противагу твердженням класичної теорії, за якими оптимальний рівень заборгованості підприємства існує, його можна розрахувати і він впливає на ціну залучення фінансових ресурсів, неокласики висунули гіпотезу "іррелевантості фінансування". Мова йде про обґрунтовану в 1958 р. лауреатами Нобелівської премії з економіки, американськими економістами Ф. Модільяні та М. Міллером теорему (теорема ММ), яка характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю підприємства (його корпоративними правами), структурою та вартістю капіталу. Згідно з теоремою ММ, вартість підприємства за заданого рівня ризику визначається лише його потенційною прибутковістю і не залежить від структури капіталу та джерел його фінансування. Отже, середньозважена ціна залучення капіталу не залежить від рівня заборгованості. Свій висновок автори обґрунтовують тим, що інвестори можуть оптимізувати доходи і ризики шляхом диверсифікації вкладень у корпоративні права та боргові цінні папери одного й того ж об'єкта фінансування[2].

Налагодження ефективної фінансової комунікації підприємства із «шехолдерами» та «стейкхолдерами» неможливе без урахування висновків Дж. Акерлофа, М. Спенса та Й. Стігліца, які випливають із їхнього аналізу ринків за умови інформаційної асиметрії (2001р.).[3] Один із основоположників неоінституційного напрямку фінансової науки К.Ерроу пише, що окремі економічні суб'єкти прагнуть перш за все якомога кращим чином реалізувати свої власні преференції[4]. Проблема полягає в тому, що досягаючи своїх цілей одні групи інтересів вступають в конфлікт з іншими групами. Першопричиною конфлікту інтересів є асиметричний розподіл інформації та так звана опортуністична поведінка агента. Причому останній завжди має переваги в

---

[1] Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки [Текст] / А. І. Крисоватий,В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С. 8.

[2] Modigliani, F.; Miller, M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. // American Economic Review. — № 48. — 1958. — pp. 261-297.

[3] У дужках наведено рік, за який присвоєна Нобелівська премія з економіки.

[4] Arrow K. J. The Economics of Agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business, Boston, 1985. — p. 37-51.

інформаційному забезпеченні. На практиці це призводить до прийняття субоптимальних рішень та виникнення фінансових криз.

Сучасні інструменти оцінки фінансово-інвестиційних ризиків підприємств в умовах невизначеності мають враховувати концептуальні положення теорії фінансування та ринку капіталів Г. Марковіца, У. Шарпа та Г. Міллера (1990р.). Теорія ґрунтується на гіпотезі, що вкладання заданого обсягу інвестиційного капіталу в один об'єкт інвестицій є більш ризиковим, ніж інвестування цієї ж суми в різні об'єкти (диверсифікація). За висновками професора Стенфордського університету В. Шарпа, диверсифікація вирішальним чином зменшує несистематичні ризики, у той час як рівень систематичних ризиків усереднює[1]. Для дослідження несистематичних ризиків, на думку проф. Суторміної В.М. слід проводити фундаментальний аналіз фінансового стану, спрямований на з'ясування можливостей банкрутства, дефолту та інших несприятливих ситуацій, що можуть виникнути в підприємства[2]. Раціональні фінансові рішення у сфері корпоративних фінансів неможливі, якщо ігнорується вплив трансакційних витрат, роль яких обґрунтував Р. Коуз (1991р.). Якісний фінансовий аналіз має передбачати використання економетричних методів обробки фінансової інформації, як це обґрунтовує у свої працях з економетрії та фінансів Т. Хаавельмо (1989р.). Фінансово-економічні кризи значною мірою зумовлені тим, що ключові економічні агенти на ринках не діють скоординовано, не можуть знайти один одного та приймати взаємоузгоджені рішення. Інструментарій та стимули для кооперації агентів запропоновано Л. Шеплі та Е. Ротом у теорії стабільної алокації та практики конструкції (дизайну) ринків (2012р.). Сучасні технології емпіричного аналізу цін на активи на ринку капіталу обґрунтовано в працях Ю. Фама, Л. Хансена та Р. Шіллера (2013р.)

Специфічним напрямком неокласичної парадигми корпоративних фінансів, який досліджує вплив інформації на поведінку учасників ринку капіталів за різних рамкових умов з метою прогнозування та управління поведінкою учасників фінансових відносин є *біхевіористичні (поведінкові) фінанси*. Сучасний тренд у розвитку економічної науки в цілому та корпоративних фінансів зокрема досить виразно характеризує доробок лауреатів Нобелівської премії з економіки за останні роки. Майже всі вони є представниками саме біхевіористичного напрямку. За цієї концепції дещо послаблюються припущення неокласичної теорії щодо раціональності поведінки, досконалості інформаційного забезпечення, трансакційних витрат. Найбільш відомими

[1] Sharpe W.E., Alexander G.J. Investments. 4th edition, Englewood Cliffs, 1990. — p.217.

[2] Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій.: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — С.216.

представникам біхевіористичного напрямку, яким була присвоєна Нобелівська премія з економіки, є Д. Каннеман, А. Тверськи та Р. Талер. Відповідно до обґрунтованої біхевіористами проспективної теорії (”prospect theory”)[1], що позначається також як «нова теорія очікувань» або «теорія вибору», індивіди є більш чутливими до втрат, ніж до виграшів (прибутків). Це означає, що для економічних суб’єктів є більш важливим уникнення збитків, ніж отримання прибутків. Окрім цього, індивіди готові нести набагато вищі ризики для збереження існуючої ситуації (status-quo), порівняно з ризиками, пов’язаними зі зміною існуючого стану справ.

Американські економісти Р. Талер та К. Санстейн у своїй книзі «Поштовх» (Nudge) розвинули ідеї біхевіористів та довели, що незначні прибутки провокують економічних агентів до прийняття більш ризикових та досить часто нераціональних рішень, спрямованих на збільшення доходів.[2] Досить красномовною для розумінні сутності поведінкових корпоративних фінансів є теза біхевіористів про те, що поряд з іншими, у процесі прийняття фінансових рішень необхідно ураховувати психологічні фактори, такі як когнітивний дисонанс (від англ.: *cognitive* — «*пізнавальний*» та *dissonance* — «відсутність гармонії»). Біхевіористи доводять, що ціна акцій (а отже і вартість компаній) занадно сильно реагують на макроекономічні показники та на неперевірену інформацію. Відтак, у ринковій ціні активів досить часто агрегується нераціональність учасників ринку. Саме тому, ринкова ціна активу здебільшого відрізняється від його внутрішньої (фундаментальної) вартості. Як наслідок, в економіці країни та окремих підприємств досить часто має місце помилковий розподіл ресурсів, що може стати причиною фінансової кризи. Враховуючи окреслене коло фінансових проблем, вважаємо повністю виправданим виокремлення біхевіористичних корпоративних фінансів як інноваційного напрямку дослідження фінансової науки, який сфокусований на процесах прийняття фінансових рішень на корпоративному рівні з урахуванням психологічних та ментальних особливостей учасників фінансових відносин, що діють не завжди раціональним чином.

Підсумовуючи огляд сучасних концепцій у сфері корпоративних фінансів зазначимо, що вони слугують теоретичною базою для розробки інноваційних технологій підтримки фінансових рішень у корпоративному секторі економіки. Якщо раніше зазначені рішення базувалися здебільшого на дескриптивній статистиці, економетричних моделях та припущенні про раціо-

---

[1] Kahneman D., Tversky A. Prospecttheory: An analysis of decision under risk // Econometrica — 1979. — № 47(2). — p.263–291.

[2] Талер Р., Санстейн К. Поштовх: як допомогти людям зробити правильний вибір. — К.: Наш формат, 2017. — 312.

нальну поведінку агентів за принципом Бернуллі («homo oeconomicus»), то сьогодні на передній план виходять «людські» якості носіїв рішень. Це пояснюється тим, що агенти не завжди приймають раціональні рішення навіть тоді, коли це стосується власних інтересів. Ця обставина має бути врахована у процесі розробки управлінських технологій, у яких має бути закладено елемент «поштовху» до прийняття раціональних рішень.

Функції корпоративних фінансів на сучасному підприємстві реалізуться перш за все фінансовим директором (CFO, Chief Financial Officer) та підпорядкованими йому службами. Відповідно до висновків класика німецької школи економіки Е. Гутенберга, мистецтво управління фінансами полягає у тому, щоб збалансувати нинішні, очікувані та планові обсяги господарської діяльності з фінансовими можливостями підприємства[1]. За англосаксонською моделлю організації корпоративних фінансів, виокремлюється два блоки компетентностей фінансових служб:

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

2)*Controlling* — планування, аналітика, контроль та репортинг, у тому числі на основі обробки даних різних видів обліку.

Ефективні фінансові рішення неможливі без інформаційної, методичної та консультативної підтримки контролінгу. Служби контролінгу мають враховувати згадані особливості прийняття фінансових рішень в умовах інформаційної асиметрії та суб'єктивних преференцій учасників фінансових відносин, а також специфіку нераціональної поведінки індивідів. Згідно з дослідженнями компанії Делойт, 52% опитаних фінансових директорів віднесли до числа ключових компетентностей CFO завдання, пов'язані з контролінгом, 50% — з фінансуванням, 48% — зі стратегічним плануванням, 38% — з обліком (accounting), 33% — з менеджментом персоналу, 29% — з інформаційними технологіями [5].[2] В таблиці 1.1 наведена новітня інтерпретація ключових завдання, що виконуються фінансовим директором підприємства та підпорядкованими йому функціональними напрямками: корпоративним казначеєм та контролером.

Функціонал фінансового директора підприємства та підпорядкованих йому фінансових служб нині трансформується з «профі у фінансуванні та показниках» до «профі у питаннях розробки та реалізації стратегії». Додана вартість, що генерується фінансовими службами вимірюється мінімізацією ви-

---

1 Gutenberg E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, die Finanzen, 8. Aufl., Berlin. — 1987. — S.3.

2 Die Zukunft des CFO im Mittelstand// http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/ Mittelstand/Die-Zukunft-des-CFO-im-Mittelstand.pdf

трат підприємства на капітал та максимізацією показників результативності діяльності бізнесу загалом та окремих його сегментів. Вирішальними критеріями успішності фінансових служб майбутнього та генерування ними доданої вартості є орієнтація на клієнтів (внутрішніх та зовнішніх стейкхолдерів), якість та швидкість виконання завдань, транспарентність, надійність, розуміння бізнесу. У рамках виконання зазначених критеріїв непересічного значення набуває стандартизація та автоматизація фінансових процесів.

Таблиця 1.1.1

Ключові компетентності фінансових служб підприємства

CFO	
Управління фінансовими службами компанії Стратегічний спаринг-партнер керівника підприємством Формування та реалізація фінансової політики компанії Здійснення операцій типу M&A Управління ризиками та антикризовий фінансовий менеджмент Активний комплаєнс та контроль ефективності фінансових процесів	
Corporate treasury	**Controlling**
- управління cash-flow; - фінансування бізнесу (формування боргового та власного капіталу); - робота з емісії та обслуговування цінних паперів, - управління розрахунками; - комерційне кредитування та управління дебіторською заборгованістю; - управління кредиторською заборгованістю; - working-capital management; - фінансові та реальні інвестиції; - забезпечення ліквідності та платоспроможності; - оперативне фінансове планування; - оптимізація структури капіталу	- інформаційно-методична підтримка розроблення та реалізації стратегії компанії; - бюджетування та бюджетний контроль; - управлінський облік та репортинг; - трансформація звітності та її аналіз згідно з міжнародними стандартами; - консультативно-методична підтримка управління ризиками й вартістю компанії; - фінансова комунікація; - фінансова аналітика, діагностика та моніторинг; - оцінка результативності діяльності й управління поведінкою; - внутрішній фінансовий і податковий консалтинг; - внутрішній фінансовий контроль

Таким чином, поле прикладних проблем у сфері фінансового менеджменту та контролінгу простягається від методології прийняття та підтримки фінансових рішень до обґрунтування окремих фінансових інструментів. За визначенням провідних західних дослідників фінансів мікроекономічного рівня Стефана Росса, Річарда Брейлі та Стіва Маєрса (лауреат Нобелівської премії, 1975р.), призначення корпоративних фінансів полягає у вирішенні

двох основних фінансових питань, з якими зіштовхується фінансовий менеджер корпорації: 1) які інвестиції має здійснити фірма? 2) Як оплатити ці інвестиції? Перше питання передбачає ухвалення правильних інвестиційних рішень, друге — прийняття рішень щодо вибору джерел їх фінансування.[1] Йдеться про базові напрямки досліджень у сфері корпоративних фінансів, які пов'язані з проблематикою раціоналізації капітальних та фінансових інвестицій, управління фінансово-інвестиційними ризиками та працюючим капіталом *(working capital)*. Ключовим критерієм прийняття рішень по зазначених питаннях можна вважати ставку витрат на капітал. Ця ставка у формі ставки дисконтування є необхідним елементом найбільш поширених методів та інструментів прийняття фінансових рішень.

Для вирішення проблематики розрахунку експліцитних та імпліцитних витрат на капітал слід оперувати концепцією визначення ринкової ціни ризиків, яка формалізована у вигляді моделі оцінки доходності активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Авторами моделі є американські економісти В. Шарп, Дж. Лінтнер, Дж. Моссін. Вона побудована на висновку про те, що ціна окремих активів залежить від очікуваної доходності та ризику вкладення. CAPM передбачає, що існує лінійна залежність між ризиком (бета-коефіцієнтом) та премією за ризик, яку очікують інвестори. Для прийняття інвестиційних рішень важливим є розрахунок так званої „рівноважної рентабельності". Для країн з нерозвиненим фондовим ринком, зокрема для України, питання науково-методичного обґрунтування ціни залучення капіталу, ставки дисконтування є надзвичайно актуальним. Наукового вирішення потребують числення проблеми, пов'язані із визначенням параметрів CAPM, зокрема, безризикової ставки доходності, середньо ринкової премії за ризик, премії за ризик країни, рівня систематичних ризиків тощо.

До числа інноваційних трендів у корпоративних фінансах слід віднести обгрунтування технологій забезпечення реалізації вартісноформуючої функції, яка об'єктивно, незалежно від волі, бажання людей і держави створює умови для уможливлення руху мінової вартості капіталу та її зростання.[2] Однією з таких технологій є концепція вартісно-орієнтованого управління (Value Based Management).

Таким чином, до актуальних топ-тем, навколо яких сьогодні ведуться дискусії у колі фахівці у сфері корпоративних фінансів можна віднести:

---

[1] Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. Principles of Corporate Finance, Eleventh Global Edition, The McGraw-Hill Education, 2013 — p. 1; Ross, S. A. et al. Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition, The McGraw-Hill Companies, 2002, 915p., p.36.

[2] Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки [Текст] / А. І. Крисоватий,В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С.17.

- обгрунтування моделей визначення витрат на капітал для *emerging markets*, у тому числі, базової ставки відсотка, премії за ризик;

- розробка моделей прогнозування фінансових показників;

- вибір найбільш адекватних способів оцінки результативності з урахуванням психологічних аспектів прийняття фінансових рішень;

- розвиток інноваційних способів фінансування підприємств;

- апробація новітніх технологій фінансової комунікації та механізми дотримання балансу між транспарентністю і необхідністю збереження комерційної таємниці.

Окреслені напрямки досліджень у сфері фінансів мікроекономічного рівня є важливими також з огляду на те, що фінанси підприємств у незалежній Україні розвиваються здебільшого під впливом тенденцій, які були започатковані за централізованої системи управління і стосувалися організації фінансової роботи на державних підприємствах. У більшості вітчизняних наукових праць та сучасних підручників з фінансів мікрорівня домінують питання формування та розподілу прибутку, організації оборотних коштів, фінансового забезпечення відтворення основних фондів, оподаткування та кредитування підприємств.[1] Загалом же, аналіз вітчизняної наукової думки у сфері фінансів мікроекономічного рівня засвідчує наявність певних суперечностей між представниками так званих «традиційних фінансів підприємств» та прихильниками «корпоративних фінансів» у західному їх розумінні. Причому розбіжності проявляються як у підходах до формулювання актуальних проблем дослідження, так і у методах дослідження. Представники «традиційних фінансів реального сектору економіки» обґрунтовують необхідність збереження жорстких рамок та спектру пострадянської проблематики досліджень, коли фінансова думка була сконцентрована переважно на питаннях складу фінансової системи та фінансового механізму, розподілу прибутку між підприємствами та державою, формулювання функцій фінансів підприємств, сутності грошових фондів та фінансових ресурсів, фінансових інструментах державного регулювання економічних процесів на мікрорівні, бюджетній підтримці підприємств. При цьому вважається, що «фінанси підприємств є невід'ємною складовою фінансів економіки країни в цілому; їх об'єднує базова розподільча функція, яку реалізує держава при формуванні бюджету, пенсійного фонду і резервів…».[2]

---

[1] Фінанси підприємств. /За наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогіна. — 5-те вид. — К.:КНЕУ, 2004. — 546 с.

[2] Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : у 3 т. Т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління / Ін-т економіки та прогнозування НАН України ; за ред. А. І. Даниленка. -- К. : Фенікс. -- 2008. — С. 25..

Теорія у сфері корпоративних фінансів зорієнтована на логічно-дедуктивне (окреме пізнається на основі послідовного вивчення внутрішніх закономірностей загального) та емпірично-індуктивне (загальне виводиться з використання математично-статистичних методів обробки окремих сегментів інформації, отриманої емпіричним шляхом, тобто, на основі досвіду, практики) обґрунтування факторів, методів та інструментів, які визначають фінансові рішення. Характерним для корпоративних фінансів є широке використання в теорії та на практиці економетричних методів дослідження. Водночас, в колі вітчизняних фінансистів-науковців застосування сучасних математичних моделей для обґрунтування висновків фінансового змісту досить часто не знаходить підтримки. Опоненти використання у фінансових дослідженнях економетричних методів та моделей чомусь вважають, що такого роду роботи мають відноситися до наукової спеціальності «економіко-математичне моделювання». Ігнорується при цьому та обставина, що жодна серйозна наукова праця у сучасних корпоративних фінансах не обходиться без докладних економетричних викладок.

Таким чином, до найбільш значимих трендів, як слід враховувати у процесі здійснення інноваційних розробок у сфері корпоративних фінансів можна віднести необхідність урахування психологічних та ментальних особливостей учасників фінансових відносин; стрімкий розвиток інформаційних технологій, що уможливлюють миттєву обробку великих баз даних; потребу в реалізації вартісноформуючої функції як ключового аргументу у глобальній конкурентій боротьбі за ресурс «капітал». Можна констатувати, що ера домінування бухгалтерського підходу до управління фінансами минула. CFO має не лише контролювати витрати та ризики, забезпечувати фінансування та інвестування, а й посилати стратегічні імпульси для вартісно-орієнтованого росту підприємства. Визначальним трендом у діяльності фінансових служб та необхідною умовою якісного виконання ними своїх завдань є тісна співпраця з операційною сферою та розуміння бізнес-процесів, які нею забезпечуються. Відтак, непересічного значення набувають освоєння фінансистами бізнес-моделі підприємства та специфіки його операційної діяльності.

1.2. Глобалізація та локальний економічний розвиток

Четверта промислова революція призведе до масового впровадження систем із новими фізичним властивостями у виробництво, обслуговування людських потреб, включаючи побут, працю і дозвілля. Зміни охоплюють найрізноманітніші аспекти життя: ринок праці, життєве середовище, політи-

чні системи, технологічний уклад, людську ідентичність та інше[1]. У той же час, четверта промислова революція несе ризики підвищення нестабільності та можливого колапсу світової системи, в зв'язку з чим її наступ сприймається як виклик, на який людству доведеться відповісти[2]. Досить буде лише згадати, що підходить кінець ері нафтового правління в економіці, яка змінюється ерою інноваційних електронних технологій, щоб зрозуміти усю важливість глобалізаційних процесів.

Відтак, дослідження стану глобалізації у суспільстві, її зв'язок з економічними процесами як на державному, так і локальному рівнях є надзвичайно актуальним і своєчасним. При цьому, ці дослідження, безумовно, повинні бути пов'язані з функціонуванням корпоративних фінансів, оскільки корпорації, як головні інституції сучасної фінансової системи, довели більшу ефективність і дієвість порівняно з іншими підприємствами. Це дозволило корпораціям сформувати сучасні підходи діяльності та використати наявні переваги: отримати доступ до майже необмежених фінансових ресурсів, що спрямовуються на інноваційні види діяльності та розвиток виробництва, здійснити відокремлення функцій власності від бізнесу та менеджменту, зменшення економічних і політичних ризиків.

У розвинутих країнах, поряд з тенденцією зростання впливу корпоративних структур на світову економіку, відбувається інтеграція національних інноваційних систем у єдиний та інноваційний і науково-технологічний простір. Саме, по завершенні цього періоду будуть створені умови для функціонування глобальної світової інноваційної системи, основу якої становитиме інноваційний потенціал країн з високим рівнем розвитку інтелектуальних систем.

На теперішній час глобалізація є невід'ємним процесом, що відбувається у світовій економіці, однією з найвпливовіших сил, що визначають подальший розвиток і безпеку людства. Глобалізація — процес перетворення світової економіки в єдиний ринок товарів, послуг, капіталів, робочої сили і знань, поступальний розвиток інтернаціоналізації. Дослідження локального економічного розвитку скрізь призму розвитку окремих районів і місцевостей — це кардинально новий підхід до визначення суб'єктів економічного процесу

---

[1] *Лисовский С.* Конец аналогового мира: индустрия 4.0, или что принесет с собой четвертая промышленная революция — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://theoryandpractice.ru/posts/14610-konets-analogovogo-mira-industriya-4-0-ili-chto-prineset-s-soboy-chetvertaya-promyshlennaya-revolyutsiya

[2] *Мануков С.* 4-я промышленная революция в Давосе — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://expert.ru/2016/01/21/chetvertaya-promyishlennaya-revolyutsiya

та їх функцій[1]. При цьому, безперечно, на рівень економічного розвитку мають безпосередній вплив безліч факторів, одним з яких є глобалізація. Мова йде про глобалізацію економічних процесів. Слід відмітити, що незважаючи на той факт, що взаємний обмін і проникнення економіки (та й не тільки економіки) відбувався завжди, однак загальний, глобальний і стрімкий характер даних процесів став можливим лише з виникненням сучасного транспорту, комунікацій і засобів зв'язку. Саме тому «глобалізація» у сучасному її розумінні розглядається з початку XX століття. Економічна глобалізація — принципово новий процес, який почався в кінці XIX століття, був перерваний двома світовими війнами і «великою депресією», здобув прискорення і поширення в останній чверті XX століття в результаті реалізації досягнень науково-технічного прогресу[2].

Питання взаємозв'язку глобалізації та локального економічного розвитку розглядалося багатьма науковцями й дослідниками у їх працях. Так, Е. Д. Блейклі, всесвітньо відомий учений у галузі економічного розвитку, наголошує, що сьогодні жодна теорії або низка теорій не дають вичерпного пояснення, що таке регіональний і локальний економічний розвиток, робить висновок про те, що ідеї усіх відповідних теорій зводяться до того, що регіональний розвиток є функцією таких факторів: природних ресурсів, робочої сили, інвестицій, підприємництва, транспорту, комунікацій, структури промисловості, технології, розміру та обсягу експорту, ситуації у світовій економіці, можливостей місцевого самоврядування, бюджетів федерального уряду та урядів штатів і програми зі сприяння розвитку. При цьому, на його думку, усі ці чинники можуть мати істотне значення, однак який з них важить найбільше, вірогідно нікому не відомо. [3]

О. Іващенко та Н. Резнікова у своїх дослідженнях зосередили свою увагу на формах нерівномірності та розбіжності економічного розвитку, викликаних глобалізаційними процесами. Відтак, що сучасна глобалізація підтримує складні і неоднозначні відносини в культурному, політичному та ідеологічному універсалізмі[4]. Крім того, автори цієї роботи наполягають на тому, що

---

[1] *Блейклі Е. Дж.* Планування місцевого економічного розвитку. Теорія і практика / Е. Дж. Блейклі. — Вид. 2-ге ; [пер. з англ. Анжели Кам'янець]. — Л. : Літопис, 2002. — С. 81.

[2] *Иноземцев В.Л.* В защиту глобализации. Как новая всемирная экономика помогает и богатым и бедным. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.globalaffairs.ru/3-04

[3] *Блейклі Е. Дж.* Планування місцевого економічного розвитку. Теорія і практика / Е. Дж. Блейклі. — Вид. 2-ге ; [пер. з англ. Анжели Кам'янець]. — Л. : Літопис, 2002. — С. 81.

[4] *Іващенко О.А.* Поляризація й нерівномірність економічного розвитку як домінуюча ознака сучасного етапу глобалізації / О.А. Іващенко, Н.В. Резнікова // Інвестиції: практика та досвід. — 2016. — № 4. — С. 7–12. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1190/1/Ivashchenko %20O. %20Invest_2016_4.pdf

майбутні конфлікти будуть виникати в результаті локальних амбіцій, що належить периферією першого типу. На їхню думку, такі периферії включають поточні і колишні соціалістичні країни, великі країни Латинської Америки тощо. Хоча, треба відзначити, автори не виключають можливості деградації і даних систем. При цьому, вони наполягають на тому, що неминучим результатом глобалізації стане розвиток економічно сильних країн за рахунок менш розвинених[1].

Тобто, по цих претензіях, рекомендується триматися подалі від процесу глобалізації та підтримувати окрему економічну політику.

Не у повній мірі цю точки зору підтримує Р. Хусаїнов, який проаналізував процес глобалізації та її вплив на економіку України і дійшов висновку, що з урахуванням середньострокової перспективи вступ України в світовий інноваційний простір є стратегічно важливим, оскільки процес глобалізації, особливо в області інновацій має позитивний вплив як на весь світ, і, особливо, для місцевої економіки. [2]

Ліберальнішими у своїх поглядах є В. Сенчагов і Б. Губін. Вони зазначають, що в умовах глобалізації світової фінансової системи світова економіка потребує пошуку форм взаємодії, що відповідають міжнародним вимогам, і збереження найважливіших самобутніх інститутів та інструментів. Тобто, на їх думку, не треба повністю адаптуватись до глобальної фінансової системи, однак готуватись до часткової взаємодії необхідно. Логіка дослідження глобалізації фінансової системи є еволюційним процесом переміщення наукових знань про концептуальні і методологічних дослідженнях природи глобальної фінансової архітектури на рівень системно-функціональний, забезпечуючи науково-дослідні функції, що виникають під впливом глобалізації світової економіки і процесів регіоналізації, далі — до функціонально-методичного рівня, у рамках якого визначається методичний інструментарій аналізу стратегій розвитку національних фінансових систем в умовах інституційного перетворення світової фінансової архітектури. Завершальним етапом є обґрунтовування домінант розвитку місцевих фінансових систем в умовах глобалізації світової економіки.

---

[1] *Іващенко О.А*. Проблема економічного розвитку та зростання в контексті подолання глобальних асиметрій / О.А. Іващенко, Н.В. Резнікова // Вісник ОНУ імені І. І. Мечникова. — 2016. — Т. 21. — Вип. 1. — С. 55–59. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1462/1/ %D0 %98 %D0 %B2 %D0 %B0 %D1 %89 %D0 %B5 %D0 %BD %D0 %BA %D0 %BE_ %D0 %9E %D0 %B4 %D0 %B5 %D1 %81 %D1 %81 %D0 %B0_2016.pdf

[2] *Хусаінов Р.В*. Глобалізація інноваційної сфери економіки: фактори, стан та наслідки для України / Р.В. Хусаінов // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент» . — 2015. — Вип. 10. — С. 94 — 98. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2015/10-2015/21.pdf

Дослідження показують, що подальше поглиблення фінансової глобалізації та зростаюча ізоляція фінансових ринків від реальної економіки підвищують ризик кризи в грошово-кредитній сфері. Саме завдяки інструментам фіскальної політики з'являється можливість розробки та впровадження ефективних механізмів для забезпечення національної економічної безпеки, які можуть запобігти або згладити негативні наслідки на зовнішніх і внутрішніх фінансових ринках.

Для визначення впливу глобалізації на локальний економічний розвиток, слід спочатку визначити сутність цих понять. Отже, глобалізація — процес універсалізації, становлення єдиних для всіх структур, зв'язків і відносин у різних сферах суспільного життя. Глобалізація виступає також і як явище, і як феномен, коли вона сприймається як об'єктивна реальність, яка заявляє про себе замкнутістю глобального простору, єдиним світовим господарством, загальною екологічною взаємозалежністю, глобальними комунікаціями і т.п., і яка в такій якості не може бути проігнорована[1].

Глобалізація — це універсалізація всіх сфер громадського життя, що зумовила нову стадію інтернаціоналізації господарського життя, злам національних кордонів, розвиток світових ринків товарів, послуг, фінансів, праці, інформації, тобто апофеоз усесвітньої ринкової економіки[2].

Глобалізація — це багатоаспектний, складний процес, що характеризується не тільки і не стільки нарощуванням обсягів і диверсифікацією виробництва, але й передусім різноманітністю світогосподарських зв'язків, посиленням взаємозалежності країн усього світу, і викликає потужні інтеграційні процеси[3].

Локальний економічний розвиток тісно пов'язаний із процесами глобалізації, які є ключовими факторами в подальшому розвитку світової економіки. Глобалізація передбачає розширення розміру і форми міжнародних економічних відносин, доступ до великого капіталу і ресурсів, технологій і ринків, що призводить до поглиблення взаємозалежності між територіями по всьому світу. Транснаціональні компанії засновують своє виробництво в тих областях, де є конкуренція найбільш локалізована. Країни конкурують, щоб залучити ці робочі місця і реалізацію заходів, які мають високу продуктивність і забезпечують хороші результати. Одночасний вплив глобалізації та

---

[1] *Чумаков А.Н.* Глобализация. Контуры целостного мира : моногр. / А.Н. Чумаков. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Проспект, 2009. — 356 с.

[2] *Білорус О.* Глобалістика — нова синтетична наука [Електронний ресурс] / О. Білорус, В. Власов // Вісник Національної академії наук України. — 2010. — № 3. — С. 17–26. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http:// nbuv.gov.ua/j-pdf/vnanu_2010_3_3.pdf.

[3] *Дарькин С.М.* Тихоокеанская Россия: стратегия, экономика, безопасность / С.М. Дарькин// — М. : Дело, 2007. — 440 с.

локалізації є формулою так званої «новою» економіки. Глобалізація створює нові можливості для розширення можливостей підприємств і ефективності бізнесу, але не дає однакові результати для всіх суб'єктів однаково. Завдяки високій мобільності ресурсів (особливо фінансових, інформаційних і людських), це створює потік капіталу, який легко протікає з однієї території на іншу, впливаючи позитивно на розвиток в області локалізації і тим самим поглиблення нерівності в областях розвитку. концентрації сил і розсіюється в світовій економіці, в той же час як глобалізація і локалізація є синхронними за свою дією. Зміст і спрямування цих сил може змінюватися залежно від різних факторів, але функція будь-якого економічного простору залишається незмінною.

В останні роки темпи і масштаби глобалізаційних процесів відзначаються підвищеною динамічністю. Рівень цієї динаміки багато в чому залежить від економічної політики лібералізації ринку, очікуваних перспектив і сприятливого ділового клімату, визначених чинників: правових (правила та процедури, законодавство, безпека); технічно-технологічних (транспорт, дороги, виробництва, комунальна інфраструктура, зв'язок, телекомунікації, дослідження, наука, освіта, кваліфікація, персонал); комерційних (торговельна мережа, персоналізація, чуйність, розташування, вартість); соціокультурних (відношення, поведінка, традиція). Саме ці фактори є рушійною силою глобалізації потоку прямих іноземних інвестицій у пріоритетні галузі, території, створення нових сучасних підприємств, робочих місць з високою продуктивністю, підвищення доходів працівників і якість життя населення[1].

У свою чергу, локальний економічний розвиток — це постійна синергія дій бізнес-спільноти, влади, громадянського суспільства та наукових кіл, метою якої є покращення якості життя та економічного потенціалу конкретної громади. Такі дії можуть бути спрямовані на розвиток бізнесу, зокрема туризму, допомогу виробничим компаніям чи сприяння розвитку трудових ресурсів. Влада кожного міста та/чи інституція економічного розвитку розробляє власну стратегію розвитку, що відповідає баченню майбутнього та місії міста[2].

Глобалізація, на сьогодні, є одним із ключових процесів розвитку світової економіки. Розгортання процесу глобалізації відрізняється суперечливим впливом на національні економіки та хід сучасного світового господарського

---

[1] *Васильченко Г. В.* Глобалізація економіки і місцевий економічний розвиток / Г. В. Васильченко, С. М. Васильченко // Вісник Прикарпатського університету. Серія : Економіка. — 2015. — Вип. 11. — С. 45–49. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vpu_Ekon_2015_11_10

[2] *МакМаллін К.* Місцевий економічний розвиток — це постійна синергія дій бізнес-спільноти, влади, громадянського суспільства та наукових кіл / Кент МаМаллін // — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://pleddg.org.ua/ua/2016/kent-makmallin/

розвитку в цілому та, безумовно, на локальний економічний розвиток. З одного боку, глобалізація небачено розширює можливості окремих територій щодо використання та оптимальної комбінації різноманітних ресурсів, їх глибшого і всебічнішого участі в системі міжнародного та внутрішнього поділу праці. З іншого, глобальні процеси значно загострюють конкурентну боротьбу, формують ґрунт для маніпулювання величезними фінансовими та інвестиційними коштами, що представляє реальну загрозу для країн і територій з низькими і середніми доходами. Таким чином, неоднозначність впливу глобалізації на сучасний економічний розвиток обумовлює необхідність розробки цієї проблемної області.

Глобалізація впливає на всі сфери соціально-економічної системи та проявляється в зростанні міжнародної торгівлі і інвестицій, диверсифікації світових фінансових ринків і ринків робочої сили, загостренні глобальної конкуренції, появі систем глобального, стратегічного менеджменту. Глобалізація — це якісно новий щабель розвитку давно триваючого процесу інтернаціоналізації економічних, політичних, культурних, правових та інших аспектів суспільного життя, коли взаємозалежність національних соціумів досягла такого рівня, що почалися кардинальні зміни в житті всієї світової спільноти, що перетворюється поступово в цілісний суспільний організм[1].

Теоретична розробка і реалізація національних конкурентоспроможних, глобально-орієнтованих стратегій розвитку є сьогодні чи не найактуальнішими завданнями для багатьох країн. Їх успішна реалізація безпосередньо залежить від формування основ сучасного сталого розвитку країни в умовах глобалізації.

Досвід останнього десятиліття XX століття показав, що повноцінна глобальна стратегія розвитку є прийнятною лише для найрозвиненіших великих і малих держав, що володіють максимально високим рівнем міжнародної конкурентоспроможності. За різними оцінками, для України ця модель стане прийнятною лише в перспективі 25–30 років, якщо вона зможе підняти рівень своєї міжнародної конкурентоспроможності до західноєвропейського рівня.

У розробках теорій місцевого економічного розвитку на даний час превалює точка зору її побудови на основі конкурентних переваг, що вважається базою як ні рівні регіонів, так і на рівні окремих країн і повинна ґрунтуватися на засадах конкуренції та локальних факторах розвитку.

---

[1] *Петрас Дж.* Аромат імперіалізму / Дж. Петрас // Економічний часопис. — 2002. — №3. — С. 9–15. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.soskin.info/ea/2002/10/20021001.html

Всесвітньо відомий дослідник М. Портер, один із засновників даної теорії, розглядає конкурентоспроможність нації через міжнародну конкурентоспроможність групи підприємств різних галузей (кластерів), найбільш конкурентоспроможні з яких концентруються або в одній країні, або на одній території. Згодом, коли ця теорія була підтверджена практикою, її було вдосконалено та застосовано на рівні окремих територій і регіонів.

За словами М. Портера, при досягненні певних умов і факторів конкурентоспроможності на світовому ринку, підприємства або їх угруповання (ТНК) поширюють свій вплив на конкурентів, постачальників і споживачів. При цьому відбувається зворотній зв'язок, вони також здійснюють стимулюючий вплив на зростання даної компанії. Фактично, завдяки такому взаємовигідному співробітництву, формується кластер — група пов'язаних підприємств і галузей, які сприяють зростанню конкурентоспроможності один одного. Також М. Портером було розроблено систему з чотирьох груп детермінант конкурентоспроможності, яку ще називають «національний ромб» (або «діамант»). До кожної з цих груп були застосовані відповідні факторні умови: 1) науково-інформаційний потенціал, інфраструктура, капітал, природні та людські ресурси; 2) внутрішній попит та його умови та якість; 3) структуру та стратегію підприємств, їх внутрішньогалузева конкуренція; 4) суміжні та обслуговуючі галузі. Усі ці чотири групи повинні впливати на територіальну продуктивність праці щоб країна досягла міжнародного успіху. При цьому, повинні бути враховані додаткові змінні, що значною мірою впливають на конкурентну позицію країни. До них М. Портер відніс випадкові події, тобто ті, які не можна контролювати як на макрорівні (мезорівні) так і на рівні підприємств. Тобто, місцеві органів влади мають впливати на формування конкурентних переваг через створення конкурентної позиції території, проведення чіткої та виваженої податкової, бюджетної, грошово-кредитної, соціальної політики. [1]

Відтак, на сьогодні, теорія М. Портера покладена в основу багатьох концепцій і моделей місцевого розвитку, які формуються саме на підприємницькому підході та збільшенні конкурентних переваг території. Саме серед них вважаємо за доцільне розглянути модель атракційності регіону. Її основною ідеєю є підвищення привабливості території в очах економічних суб'єктів завдяки застосуванню місцевою громадою економічних стимулів і субсидій. При цьому головним у теорії атракційності є саме перенесення уваги з господарюючих суб'єктів на певні соціально-економічні групи населення, які ма-

[1] *Портер М.* Международная конкуренция / М. Портер. — М. : Международные отношения, 1993. — 580 с.

ють підвищену купівельну спроможність або відповідний фінансовий і трудовий потенціал.

У своїй роботі Е.Д. Блейклі зазначає, що саме ця теорія є фундаментом «підприємницького підходу» в місцевому економічному розвитку. Відтак, місцеві органи влади повинні розробляти та реалізовувати програми та стратегії, що спрямовані в першу чергу на підвищення привабливості територій для інвесторів, підприємств, платників податків тощо. Це дозволить, на думку вченого, окремим адміністративним одиницям запропонувати економічні стимули, що забезпечать їм конкурентну перевагу над іншими територіями з аналогічною ресурсною базою[1].

Зазначимо, що перевагою такого підходу є те, що він стає ефективним за умови об'єднання зусиль наддержавних структур, самої держави, місцевих органів влади, підприємств, що працюють у даному регіону, намагаючись установити нові партнерські стосунки між собою з метою стимулювання економічної діяльності. При цьому, «ендогенний розвиток» (тобто максимально ефективне використання місцевих ресурсів) повинно стати головною рисою місцевого економічного розвитку. Такий процес має передбачати створення нових інституцій, розвиток нових галузей економіки, пошук нових ринків, стимулювання інновацій, інформаційної інфраструктури тощо. Реалізація такого підходу потребує формування ефективного і прозорого механізму фінансового забезпечення, який би враховував спільні ресурси всіх економічних об'єктів відповідної території, а також можливості їх мобілізації та нагромадження[2].

На думку М. Портера, глобалізм — це система глобального монополізму та глобальної конкуренції[3]. На цьому етапі ринкова конкуренція трансформується не в конкуренцію, а в повну владу глобальних монополій. Тому внутрішні закони і інтереси розвитку глобальних компаній нав'язуються як глобальні закони розвитку. Головним імперативом розвитку стає глобальна конкурентоспроможність країни або компанії.

Хоча деякі дослідники глобалізаційних процесів і переконують, що для індустріально розвинених країн глобалізація принесла позитивні результати, проте існує протилежна думка, яка найвиразніше репрезентується антиглобалістським рухом, прихильники якого розглядають глобалізацію як завуальовану форму імперіалізму, коли посилюється експлуатація робітників, країн,

---

[1] *Блейклі Е. Дж.* Планування місцевого економічного розвитку. Теорія і практика / Е. Дж. Блейклі. — Вид. 2-ге ; [пер. з англ. Анжели Кам'янець]. — Л. : Літопис, 2002. — С. 81.

[2] *Буряченко А.Є.* Матрична структура фінансового потенціалу та її вплив на соціально-економічний розвиток регіонів / А.Є. Буряченко // Ринок цінних паперів України. — 2016. — № 1-2. — С. 3–19.

[3] *Портер М.* Международная конкуренция / М. Портер. — М. : Международные отношения, 1993. — 580 с.

що розвиваються, меншин і природи в цілому. До речі, глобалізацію нерідко розглядають, з чим не можна не погодитися, як «капіталістичну» альтернативу комуністичній ідеї інтернаціоналізму, звироднілу на практиці в спробу політичного і культурного гегемонізму[1].

Серед негативних наслідків глобалізаційних процесів перш за все називають глобалізацію бідності. Причому слід зауважити, що поширення бідності відбувається на тлі загального збагачення західних країн. За останні двадцять років XX століття країни Європейського Союзу стали багатшими на 50–70 %. Тим не менш, ЄС налічує сьогодні двадцять мільйонів безробітних, п'ятдесят мільйонів бідних і п'ять мільйонів бездомних[2].

Крім того, глобалізація об'єктивно веде до розмивання і ослаблення регулюючих функцій національної держави, яке може не так ефективно, як і раніше, з метою захисту національних інтересів від небажаних зовнішніх впливів. Держави, які не в змозі регулювати економічні, соціальні і культурні процеси, пролитих через національні кордони, в значній мірі здобула незалежність і стали некерованими. Такі процеси зростають від міждержавного, більш-менш ефективно регулювати в односторонньому, двосторонній або багатосторонній національними держави, що є глобальним, мало або взагалі не піддавалися державному регулюванню.

В останні десятиліття провідні західні країни, особливо США, активно впроваджувати так звану «стратегію захисту інвестицій». Для цього створені і функціонують системи глобального антикризового управління. «Досить часто з великими ресурсами імперська держава відіграє провідну роль у врегулюванні криз, зберігаючи (його) великих інвесторів від банкрутства, підтримуючи неплатоспроможні транснаціональні корпорації і запобігання колапсу валют. Очевидно, що більш ніж будь-коли від транснаціональних корпорацій і так званої глобальної економіки «залежить сталий розвиток і масове втручання імперських держав з метою управління кризою та економічні вигоди (купівля місцевих компаній)[3] .

Новий економічний імперіалізм характеризується різноманітністю форм. Проте, його мета залишається тією ж: захист стабільності своєї валюти, захист інтересів транснаціональних корпорацій, завоювання нових ринків, за-

---

[1] *Дзюба І. М.* Україна перед сфінксом майбутнього / І. М. Дзюба // Український історичний журнал. — 2002. — № 3. — С. 3–22.

[2] *Бек У.* Что такое глобализация? Ошибки глобализма — ответы на глобализацию // Ульрих Бек / Пер. с нем. А. Григорьева и В. Седельника; Общая редакция и послесл. А. Филиппова. — М.: Прогресс-Традиция, 2001. — 304 с.

[3] *Петрас Дж.* Аромат імперіалізму / Дж. Петрас // Економічний часопис. — 2002. — №3. — С. 9–15. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.soskin.info/ea/2002/10/20021001.html

хист національних (внутрішніх) ринків. Найбільший набір торгових обмежень і «добровільний себе термінатор» США ввели свої партнер. Вимагаючи повної лібералізації торгівлі з метою мінімізації тарифів на імпорт США обмежити експорт сталі на свої ринки під помилковими звинуваченнями в демпінгу. Очевидно, що потрібно говорити про наявність добре скоординованої міжнародної стратегії глобалізації сили в світі.

Національні держави все більше втрачають свою здатність ефективно використовувати традиційні інструменти макроекономічного регулювання, як імпортні бар'єри та експортні субсидії, обмінний курс і ставки рефінансування центрального банку. В умовах все більш зростаючої взаємозалежності національних економік, уряди змушені використовувати їх з оглядкою на інших державах, чиї інтереси можуть бути порушені в той же час. Крім того, ми повинні рахуватися з поведінкою впливових недержавних суб'єктів міжнародних економічних відносин — транснаціональних корпорацій і банків, міжнародних інвестиційних фондів, чиї дії можуть звести нанівець очікуваний ефект від вжитих заходів на національному рівні або навіть перетворити їх у збиток країні.

Таким чином, вища стадія інтернаціоналізації економіки, політики, екології та соціального життя глобалізація приносить як можливості, так і позитивні фактори і негативні наслідки і результати. Це залежить від пануючої форми і напрямки глобалізації, способи вирішення своїх фундаментальних протиріч. Один з цих конфліктів і протиріч нинішніх нерівностей у розподілі позитивів і негативів глобалізації серед країн-глобалізаторів і країн ті, що в процесі глобалізації, застосовуючи економічні, фінансові і політичні методи, як правило, в свою користь. В таких умовах стає особливо актуальним питанням для стійкого економічного розвитку в умовах глобалізації країн з перехідною економікою, яка є перспективним напрямком для майбутніх досліджень.

Отже, єдиною альтернативою глобалізації є закрита економіка. Тобто країна, яка не прагне приймати участь у глобалізаційних процесах, просто закриває свою економіку від втручання іноземних держав. Однак, даний процес несе багато втрат для країни, яка прийняла таке рішення. Адже даний процес передбачає відсутність (або мінімальну присутність) транснаціональних корпорацій, які могли б забезпечити притік капіталу в державу, створення робочих місць тощо.

Нині існують антиглобалістичні рухи. Прихильники антиглобалізму загалом об'єднані ідеєю протистояння політичній владі транснаціональних корпорацій, за рахунок суверенітету держав, що проявляється у вигляді торгових договорів і впливу міжнародних економічних організацій. Цей процес, на їхню думку, шкодить демократії, правам людини, навколишньому середовищу і особливо суспільствам країн, що розвиваються.

Найважливішим висновком для українського суспільства є розуміння того, що економічний розвиток не здійснюється за один день, це процес. Але необхідне усвідомлення того, що в сучасному місцевому економічному розвитку буде ефективним тільки тоді, коли місцеве самоврядування матиме повноваження відповідальності за розвиток своєї громади. Глобальний ринок відкриває нові можливості для впровадження інструментів управління, місцевого розвитку, коли зросте роль місцевих влад у вирішенні питань, що справляють вирішальний вплив на життя місцевого населення і верхні рівні влади не чинитимуть опір руйнації старих методів і систем, які тримаються на бюрократичних централізованих схемах управління. Тому запорукою успішності ініціатив з місцевого економічного розвитку сьогодні є: врахування реалій глобалізації економіки; неможливість вдосконалення окремих складових конкурентоспроможності поодинці; потреба партнерства з приватним сектором; інноваційність як єдина конкурентна перевага; врахування інтересів широкого кола зацікавлених осіб і партнерів; чутливість до потреб громади; аполітичність; прозорість і підзвітність.

Таким чином, в умовах глобалізаційних тенденцій зміна функцій держави в бік їх передачі наднаціональним органам, з одного боку, і підвищення повноважень територіально-адміністративних одиниць на основі принципу субсидіарності, з іншого, є процесом адаптації держави до якісно нового стану світової економіки. Ці зміни підвищують конкурентні переваги держави по розміщенню на його території виробництва, по залученню міжнародних інвестицій з боку головних суб’єктів світового господарства — транснаціональних корпорацій. А значить і всього того комплексу, що несе з собою великий світовий бізнес.

З позицій локальних спільнот (регіонів, міст тощо) усередині національних державних кордонів відбувається, як показує світова практика, зростання їх ролі і значення. Зростання значущості регіонального рівня, особливо у федеративних державах, сприяє встановленню і розвитку реального федералізму і громадянського суспільства.

Крім того, активізація територій у зовнішньоекономічній діяльності не тільки робить повноціннішою зовнішньоекономічну політику держави, а й є механізмом включення країни в світовий економічний простір. У той же час підвищення самостійності і відповідальності регіонів виступає як можливість міжнародної конкуренції територіальних умов господарювання. Глобалізація, роблячи прозорими для переміщення капіталу і праці державні кордони, дає можливість вибору територій для додатку мобільних факторів виробництва, які мають міжнародні компанії.

1.3. Міжнародні рейтингові системи в оцінці рівня локального економічного розвитку

В умовах глобалізації міжнародні рейтинги країн є важливим аналітичним інструментом компаративного аналізу та одним із найпоширеніших джерел отримання інформації щодо показників розвитку корпоративного сектору, умов ведення бізнесу та перспектив інвестування в економіку певної країни, а також ефективності її державного фінансового менеджменту. Що стосується економік, що розвиваються (emerging economies), то корпорації країни, яка отримала вищі рейтинги є для інвесторів привабливішими ніж фінансування у бізнес-структури країн з аналогічними фінансовими показниками (облікова ставка, ставка доходності за ОВДП, ставка інфляції, дисконтування, ставка витрат на капітал тощо). При формуванні міжнародного рейтингу країни враховується не тільки внутрішня оцінка (рівень розвиток корпоративного сектору, складність ведення бізнесу, інноваційність корпорацій тощо), а й зовнішня (оцінка сприятливості зовнішньоекономічного середовища, торговельні партнери, частка експортоорієнтованих корпорацій і т. ін.). Для інвесторів при прийнятті рішення про інвестування капіталу в корпоративний сектор і проведення порівняльного аналізу сприятливості умов фінансування одним з основних орієнтирів є рейтинги, присвоєні згідно до рівня розвитку економіки відомими агенціями. Місце країни у відповідних рейтингових індексах є одним із ключових індикаторів умов ведення бізнесу та показником сприятливості інвестиційного середовища в даній країні, розвитку корпоративного сектору зокрема. На зазначені індикатори звертають увагу менеджмент МСБ і потенційні інвестори при прийнятті рішень щодо вкладення коштів, оцінці своїх бізнес-ризиків і проведенні порівняльного аналізу щодо можливостей диверсифікації інвестиційного портфелю щодо інвестування в корпорації економік різних типів. Одними із найрозповсюдженіших рейтингових систем на сьогодні, які враховують рівень розвитку корпорацій у країні та сприятливість бізнес-середовища взагалі, є Рейтинг глобальної Конкурентоспроможності (The Global Competitiveness Report); Звіт про Ведення бізнесу (Doing-Business); Індекс процвітання країн світу Інституту Legatum (The Legatum Prosperity Index), кредитні рейтинги міжнародних рейтингових агентств Moody's, Fitch, Standards & Poor і Trading Economics. Вказані рейтинги можуть стати ефективним аналітичним інструментом щодо дослідження різних факторів зовнішнього та внутрішнього середовища економічного розвитку країни в цілому та її корпоративного сектору зокрема.

Як відомо, рейтинг (від англ. to rate — оцінювати, приписувати певний клас) — це багатовимірний інтегральний показник, що узагальнює найзначущіші властивості складних соціально-економічних явищ, які неможливо

виміряти безпосередньо (розвиненість корпоративного сектору, інвестиційну привабливість, конкурентоспроможність тощо[1].

На основі рейтингової оцінки можна порівняти аналогічні показники (бізнес-клімат, конкурентні переваги корпоративного сектору економіки, наявність ринків збуту тощо) між різними країнами у часі та просторі. Крім того, конкурентоспроможність як інтегральний показник економічного розвитку відображає вплив ряду факторів, які формують конкурентні переваги конкретної корпорації, галузі або економіки країни в цілому. На ефективність діяльності суб'єктів господарювання впливають як внутрішні, так і зовнішні, макроекономічні чинники. На зовнішні чинники менеджмент корпорацій не може впливати, але в процесі своєї діяльності він обов'язково має їх враховувати та мінімізувати можливі негативні наслідки. Показники ж, які лежать в основі розрахунків більшості макроекономічних і глобальних рейтингів, досить часто характеризують кількісні та якісні аспекти діяльності корпорацій у тій чи іншій країні. Тому щоб досягнути бажаного рівня прибутковості в умовах високої конкуренції на ринку й нестабільній економічній ситуації, менеджмент корпорацій повинен концентруватись не лише на внутрішніх елементах управління, а й приділяти увагу зовнішнім чинникам впливу, а також орієнтуватись на складові індексу глобальної конкурентоспроможності країни, індексу процвітання країни, кредитні рейтинги (при цьому приділяючи особливу увагу в складових рейтингів саме факторам розвитку бізнесу).

Так, для оцінки рівня економічного розвитку країни та рівня розвитку її корпоративного сектору з метою виявлення сильних і слабких сторін і потенційних перешкод для розвитку бізнесу доцільно використовувати індекс глобальної конкурентоспроможності країни (Global Competitive Index — GCI) Всесвітнього Економічного Форуму та Індекс процвітання країни інституту Legatum (The Legatum Prosperity Index).

Також важливого значення для ефективного функціонування корпорацій і для оцінки рівня економічного розвитку країни має кредитний рейтинг країни за провідними світовими методиками, серед яких варто виділити рейтинги Moody's, Fitch, Standards & Poor (далі S&P) і Trading Economics.

Всесвітній економічний форум аналіз рівня розвитку конкурентоспроможності бізнесу в країні здійснює на основі різноманітних критеріїв (рис. 1.3.1). Рис. 1.3.1 сформовано авторами на основі матеріалів Всесвітнього економічного форуму[1].

---

[1] *Єріна А. М.* Статистичне моделювання та прогнозування : [підруч.] / А. М. Єріна, Д. Л. Єрін. — К. : КНЕУ, 2014. — 348 с.

[1] World Economic Forum Global Competitive Index. Retrieved from: http://reports.weforum.org/ global-competitiveness-index/competitiveness-rankings/

Рис. 1.3.1. Структура індексу глобальної конкурентоспроможності (сформовано авторами)

Основна мета GCI індексу полягає в оцінці потенціалу економічного зростання країн у середньо- і довгостроковій перспективі (на 5–8 років) з урахуванням поточного рівня розвитку[2], що є важливим з точки зору прийняття інвестиційних рішень та оцінки доходності майбутніх інвестиційних потоків. Як видно з рис. 1.3.1, індекс глобальної конкурентоспроможності розраховується на основі комбінації 12 складових індексу розвитку конкурентоспроможності країни, згрупованих у 3 субіндекси, та порівнює конкурентоспроможність по 140[3] країнах світу. Для можливості порівняння конкурентоспроможності різних за рівнем економічного розвитку країн, в індекс інтегровано концепцію стадій економічного розвитку. Це означає, що важливість кожної з 12 складових залежить від стадії розвитку економіки кожної окремо взятої країни.

Рейтингові методики можуть стати інноваційним аналітичним інструментом оцінки розвитку економіки країни, зокрема її корпоративного сектору, шляхом застосування багатофакторного детермінантного аналізу визначення інтегрального показника — рейтингу країни.

Із загальної кількості базових показників рейтингу GCI третина визначається на основі статистичних даних (розмір внутрішнього та зовнішнього ринку, на якому діють корпорації; наявність конкурентних переваг корпоративного сектору; технологічна спроможність корпорацій; рівень експортоорієнтованих корпорацій; розмір зовнішнього боргу, бюджетного дефіциту тощо) і результатів експертних досліджень, які здійснюють міжнародні організації на регулярній основі. Дві третини показників — це результати спеціальних опитувань понад 14 тисяч лідерів бізнесу зі 138 країн світу. Експерти виносять оціночні судження щодо базових показників у діапазоні від 1 (найгірше значення) до 7 (найкраще значення)[1].

Крім загального рейтингу конкурентоспроможності країни, визначаються також рейтинги по кожній групі факторів впливу на конкурентоспроможність[2]. Кожному типу економіки більш притаманним і вагомим є свій субіндекс: базові вимоги, підсилювачі ефективності або фактори розвитку бізнесу та інновацій. Детальніше алгоритм формування загального індексу глобальної конкурентоспроможності представлено на рис. 1.3.2.

---

[2] Індекс глобальної конкурентоспроможності. Комплексні індекси / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://goo.gl/jS7gJF

[3] Дані за результатами звітів GCI на 2015-2016 рр.

[1] *Єріна А.М.* Міжнародні рейтинги: статистичні аспекти обчислення та застосування. Частина 1. Індекси економічної свободи та глобальної конкурентоспроможності / А.М. Єріна // Статистика України. — 2016. — № 3. — С. 56–64.

[2] *Цибульський В.О.* Конкурентоспроможність України в контексті глобалізації світової економіки / В.О. Цибульський // Економіка. Управління. Інновації. — 2013. — № 1.

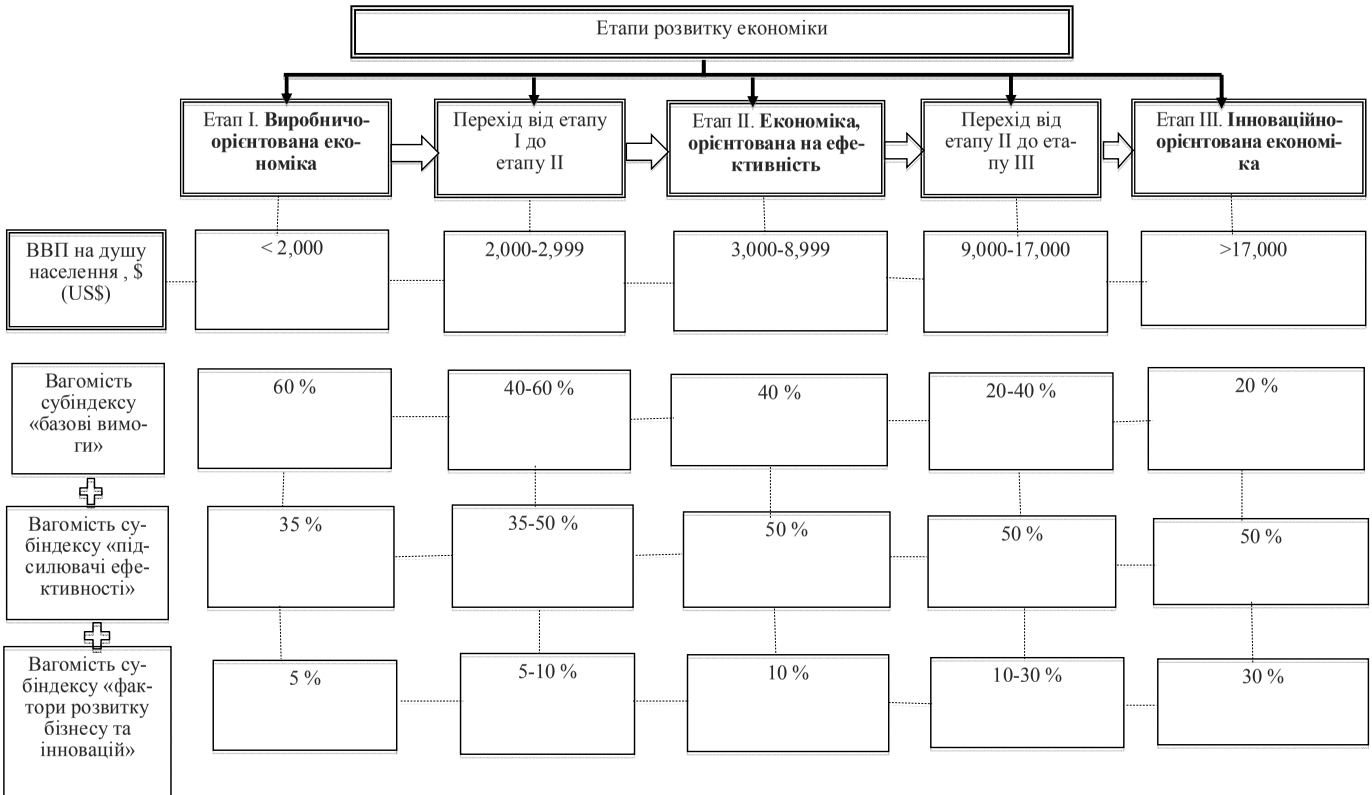


Рис. 1.3.2. Кореляційна взаємодія між етапом розвитку економіки, вагомістю субіндексу та пороговим значенням доходів населення при розрахунку GCI (побудовано авторами)

Результати за кожною з 12 складових індексу конкурентоспроможності подаються окремо, що є важливим з точки зору оцінки найслабших позицій і визнання того факту, що кожен показник є не самостійним індикатором, а складовою частиною єдиної системи.

Як видно з даних рис. 1.3.2, основним критерієм поділу країн за стадіями розвитку економіки є рівень ВВП у розрахунку на одну особу (за ринковим валютним курсом).

За 2016–2017 рр. експертами Всесвітнього економічного форуму було проаналізовано 138 економік світу та виявлено, що виробничо-орієнтовану економіку мають 35 країн (перебувають на I етапі розвитку економіки), 30 країн мають економіку орієнтовану на ефективність (II етап), на перехідному від I до II етапу — 17 країн, від II до III етапу — 19 країн, а 37 країн мають інноваційно-орієнтовану економіку (перебувають на III етапі розвитку)[1].

Для ресурсоємних економік застосовують інший критерій — частку експорту корисних копалин (нафти, газу, металургійних руд, вугілля тощо) у загальному обсязі експорту за останні п'ять років. Економіка країн, у яких частка експорту сировинних ресурсів перевищує 70 %, вважається орієнтованою на фактори виробництва.

На теперешній час постсоціалістичні країни можуть бути диференційовані за різними типами економіки: розвинена, перехідна, трансформаційна тощо. Маючи майже рівні умови під час трансформації політичного устрою через колапс соціалізму, ці країни використали свій потенціал у різних напрямах щодо створення нових можливостей розвитку бізнесу та проведення ринкових реформ. Мова йде про постсоціалістичні країни, які на сьогодні є членами ЄС, так звані країни ЄС-11, а також асоційовані з ЄС країни[2]. Тому, для подальшого виділення перспектив розвитку корпоративного сектору та його стримуючих факторів, доцільно провести порівняльний аналіз рівня конкурентоспроможності означених країн[1]. Об'єктами даного дослідження стали економіки таких країн, як Чехія, Польща, Латвія, Литва, Словаччина, Угорщина, Естонія, Болгарія, які входять до групи країн ЄС-11, а також Молдова, Грузія та Україна, які є асоційованими членами ЄС і належать до групи країн східного партнерства. Результати порівняльного аналізу рівня конкурентоспроможності економік зазначених країн надано в табл. 1.3.1.

---

[1] Methodology and computation of Global Competitive index / Retrieved from: https://goo.gl/rgh77K

[2] Ivashchenko A. Comparative analysis of some EU member states and EU associated countries to identify the phenomenon of business development in post-socialist countries / A. Ivashchenko, N. Orlova // Economic Annals XXI. — 2017. — Vol. 163 (1-2(1)). — P. 22-25.

Таблиця 1.3.1

Етапи розвитку економік постсоціалістичних країн за індексом GCI та їх позиція в рейтингу у 2015–2017 роках[1]

Країна	Етап розвитку економіки	Позиція в рейтингу			GCI	ВВП на душу населення, US$
		2015	2016	2017		
Україна	Від Етапу I до Етапу II	76	79	85	4.03	2125.4
Литва	Від Етапу II до Етапу III	41	36	35	4.55	14210.3
Латвія	Від Етапу II до Етапу III	42	44	49	4.45	13618.6
Молдова	Етап I	82	84	100	4	1804.7
Естонія	Етап III	29	30	30	4.74	17288.1
Болгарія	Етап II	54	54	50	4.32	6831.7
Угорщина	Від Етапу II до Етапу III	60	63	69	4.25	12239.9
Польща	Від Етапу II до Етапу III	43	41	36	4.49	12495.3
Чехія	Етап III	37	31	31	4.69	17256.9
Словаччина	Від Етапу II до Етапу III	75	67	65	4.22	15991.7
Грузія	Етап II	69	66	59	4.22	3788.6

З табл.1.3.1 видно, що у 2015–2017 рр. серед постсоціалістичних країн явним топ-лідером за позицією в рейтингу конкурентоспроможності є Естонія (30 місце в рейтингу), після якої ідуть такі країни — члени ЄС, як Чехія (31 місце), Латвія (35 місце) та Польща (36 місце). Звернемо увагу, що серед проаналізованих країн саме ці країни мають найвищі показники рівня ВВП на душу населення.

Що стосується України (див. табл. 1.3.1), то впродовж аналізованого періоду спостерігається тенденція до зниження рівня конкурентоспроможності її економіки (втрата 9 позицій у рейтингу GCI — переміщення 76 на 85 місце). Така тенденція спричинена перш за все низьким рівнем ВВП на душу населення (2125,4 US$) та низкою інших факторів, серед яких варто виділити корупцію, політичну нестабільність, інфляцію, неефективність державного управління, низький рівень доступу до фінансування, нестабільність державного устрою, неефективне податкове регулювання, що є деструктивними факторами, які оказують негативний вплив на розвиток і функціонування українського корпоративного сектору.

[1] Сформовано автором на основі даних: World Economic Forum Global Competitive Index. Retrieved from: http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index/competitiveness-rankings/, The Global Competitiveness Report 2015-2016 / Klaus Schwab, World Economic Forum. Retrieved from: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf

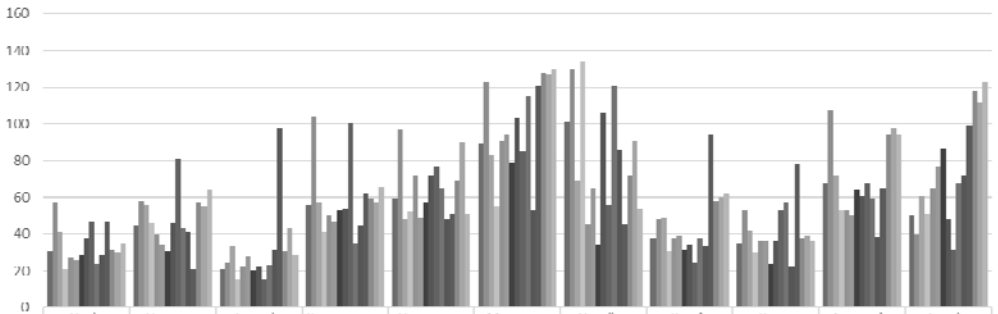
Країни Латвія та Болгарія займають позиції конкурентоспроможності на рівні 50 місця у рейтингу, Грузія та Угорщина — 59 та 69 місця відповідно, що свідчить про задовільний рівень конкурентоспроможності економік цих країн. Найнижче місце в рейтингу серед аналізованих країн займає Молдова (100-а позиція у рейтингу серед 138 економік світу), що свідчить про приналежність її економіки до групи країн з виробничо-орієнтованою економ ікою. Для глибшого розуміння позицій конкурентоспроможності економік обраних країн доцільно розглянути субіндекси індексу глобальної конкурентоспроможності та їх складових, які зумовлюють найбільш суттєвий вплив на рівень конкурентоспроможності економіки взагалі (рис. 1.3.3)[1].

Згідно рис. 1.3.3 Естонія є безумовним лідером за майже всіма складовими рейтингу. Виключенням є лише 10 та 11 складові: розмір ринку (98 місце в рейтингу, особливо це стосується розміру внутрішнього ринку) та складність ведення бізнесу (43 місце, особливо це пов'язано з невеликою кількістю місцевих постачальників, низьким рівнем розвитку кластерів, високим рівнем складності визначення вартості та розвитком маркетингу). За багатьма критеріями конкурентоспроможності Україна є аутсайдером серед проаналізованих країн. Особливо гостро це зумовлено такими показниками як: інституції (130 місце), макроекономічне середовище (134 місце, що обумовлене передусім високим рівнем інфляції та державного боргу), розвиток фінансового ринку (121 місце) та складність ведення бізнесу (91 місце). З аналізу основних факторів, що негативно впливають на індекс конкурентоспроможності України, можна сказати, що вони є прямими дестабілізуючими чинниками розвитку корпорацій в країні, тобто можна спостерігати прямий зв'язок між індексом конкурентоспроможності України та розвитком її корпоративного сектору.

Що стосується субіндексу С за GCI, то найнижче місце в рейтингу за всіма критеріями займає економіка Молдови (128 місце серед 138 економік світу), що пов'язане зі складністю ведення бізнесу (127 місце) та низьким рівнем розвитку інноваційної спроможності країни (130 місце в рейтингу).

Отже, з даних табл. 1.3.1 і рис. 1.3.3 можна зробити висновок, що загальний індекс глобальної конкурентоспроможності чітко корелює з рівнем сприятливості бізнес-середовища та розвитком корпоративного сектору в країні і якщо економіка країни має низькі позиції за GCI, то схожа тенденція прослідковується по майже всім іншим субіндексам. При цьому економіки країн-аутсайдерів належать до виробничо-орієнтованих економік (І етап розвитку) або економік перехідного від І до ІІ етапу розвитку, а країни-лідери мають інноваційно-орієнтовану економіку (належать до ІІІ етапу розвитку економіки).

[1] The Global Competitiveness Report 2015-2016 / Klaus Schwab, World Economic Forum. Retrieved from: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_ Report_2015-2016.pdf



	Чехія	Польща	Естонія	Словаччина	Угорщина	Молдова	Україна	Латвія	Литва	Болгарія	Грузія
Субіндекс A: Базові вимоги	31	44	21	56	59	89	101	37	35	68	50
1: Інституції	57	58	25	104	97	123	130	48	53	107	40
2: Інфраструктура	41	56	33	57	48	83	69	49	42	72	61
3: Макроекономічне середовище	21	46	15	41	52	55	134	31	30	53	51
4: Охорона здоров'я та початкова освіта	27	40	22	50	72	91	45	37	36	53	65
Субіндекс B: Підсилювачі ефективності	26	34	28	47	49	94	65	39	36	50	77
5: Вища освіта та професійне навчання	29	31	20	53	57	79	34	32	24	64	87
6: Ефективність ринку товарів та послуг	37	46	22	54	72	103	106	34	36	61	48
7: Ефективність ринку праці	47	81	15	100	77	85	56	25	53	68	32
8: Розвиток фінансового ринку	24	43	23	35	65	115	121	37	57	59	68
9: Технологічна готовність	29	41	32	44	48	53	86	33	22	38	72
10: Розмір ринку	47	71	98	62	51	121	45	94	78	65	99
Субіндекс C: Фактори розвитку бізнесу та інновацій	32	57	31	59	69	128	72	58	37	94	118
11: Складність ведення бізнесу	30	55	43	57	90	127	91	60	39	98	112
12: Інновації	35	64	29	66	51	130	54	62	36	94	123

Рис. 1.3.3. Аналіз субіндексів за рейтингом GCI у 2016 р. для деяких постсоціалістичних країн (сформовано авторами)

Для об'єктивної оцінки рівня розвитку корпоративного сектору та сприятливості бізнес середовища в країні необхідно оцінити не тільки рівень конкурентоспроможності економіки країни, а й визначити рівень процвітання економіки як з позицій рівня доходності, так і з позицій добробуту населення.

Індекс процвітання (Prosperity Index) є оцінкою світового багатства і благополуччя, який складається аналітичним центром зі штаб-квартирою в Лондоні Legatum Institute з 2008 року. Країни оцінюють на основі результатів опитувань громадян цих країн у восьми категоріях: стан економіки, соціальної сфери, влади, розвитку корпоративних фінансів або підприємництва, охорони здоров'я та персональної свободи громадян у їхніх державах[1].

Індекс процвітання визначається на основі 89 змінних, які розподілені серед 8 субіндексів, що дає можливість визначити та проаналізувати саме ті специфічні фактори, які забезпечують процвітання країни[2]. Основні складові індексу процвітання представлено на рис. 1.3.4[31], а поетапну та деталізовану методику розрахунку індексу надано на рис. 1.3.5[2].

З даних рис. 1.3.4 і 1.3.5 випливає, що всі 8 субіндексів мають однакову вагомість при розрахунку індексу процвітання та їх значення сумуються між собою.

У зв'язку з актуалізацією на глобальному рівні екологічних проблем, у 2016 році до методики розрахунку індексу було додано дев'ятий субіндекс «навколишнє середовище». У зв'язку з чим змінилась кількість змінних ув методиці та досягла 104-х одиниць[2].

Для оцінки рівня процвітання обраних пост-соціалістичних країн слід провести їх порівняльний аналіз за індексом процвітання та визначити основні тенденції їх економічного розвитку.

Окрім того, для кожної країни, для якої розраховується індекс процвітання, створена персональна сторінка, в якій користувач може детально проаналізувати дані щодо різних субіндексів, ознайомитись з коментарями та наведеним загальним аналізом з виділеними сильними та слабкими сторонами та економічними факторами, що зумовили зміни в позиціях рейтингу.

Крім того, кожній країні в рейтингу присвоюється не лише певна позиція в загальному рейтингу, а й надається візуалізація кольором, завдяки якій з легкістю можна визначити рівень процвітання будь-якої країни від низького до високого. Рейтинг деяких постсоціалістичних країн, які сьогодні входять до ЄС-11 і країн Східного партнерства, за індексом процвітання представлено в табл. 1.3.2.

---

[1] Індекс процвітання / Матеріал з Вікіпедії — вільної енциклопедії. https://goo.gl/YRZjPt

[2] The Legatum Prosperity Index, 2015 / Legatum Institute. — 41 p. — Retrieved from: https://goo.gl/PrCUQK

[1] The Legatum Prosperity Index, 2015 / Legatum Institute. — 41 p. — Retrieved from: https://goo.gl/PrCUQK

[2] The Legatum Prosperity Index, 2016. Methodology Report / Legatum Institute. — 56 p. — Retrieved from: https://goo.gl/eY8qRv

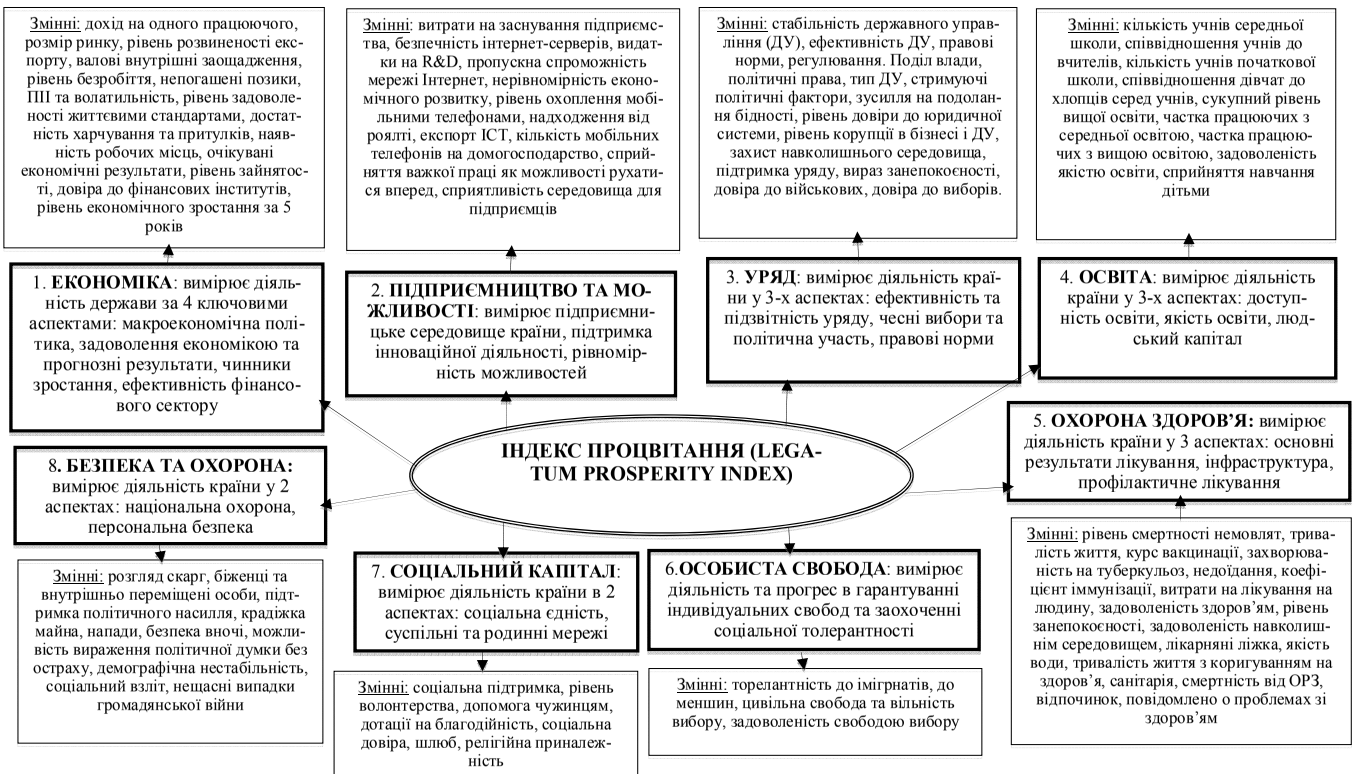


Рис. 1.3.4. Складові індексу процвітання країни (складено авторами)

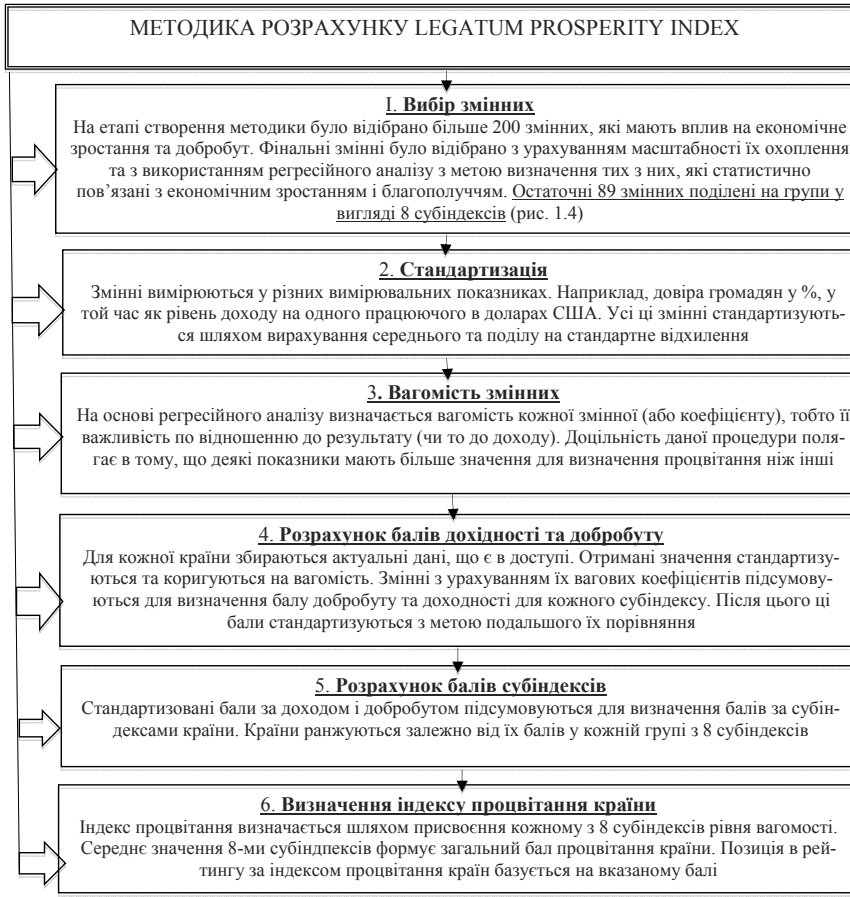


Рис. 1.3.5. Методика розрахунку індексу процвітання країни (сформовано авторами на основі[1])

Аналізуючи дані табл. 1.3.2, можна сказати, що лідерами за індексом процвітання у 2016 р. були Естонія (68,53) та Чехія (68,34), в яких рівень процвітання був вище середнього. Що стосується найнижчих за індексом процвітання показників, то у 2016 р. вони спостерігались в Україні та Молдові (52,59 і 55,29 відповідно). Більшість же розглянутих європейських країн мають індекс процвітання на рівні вище середнього.

[1] The Legatum Prosperity Index, 2016. Methodology Report / Legatum Institute. — 56 p. — Retrieved from: https://goo.gl/eY8qRv

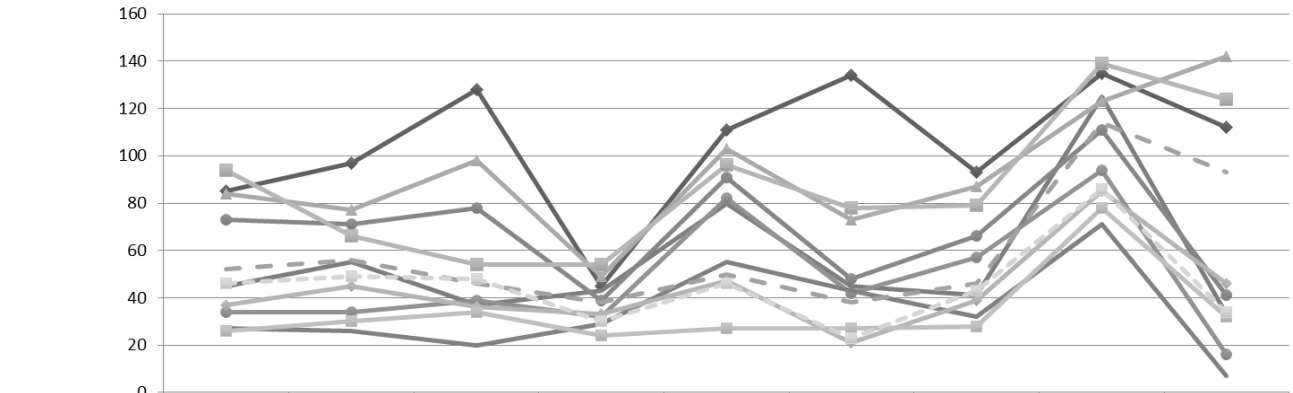
Таблиця 1.3.2

Рейтинг деяких постсоціалістичних країн за індексом процвітання за 2014-2016 рр. (складено авторами на основі[1])

Країна	**2014**	**2015**	**2016**	**Рівень процвітання**	**Бал процві-тання**	**Кращі субіндекси в індексі**	**Гірші субіндекси в індексі**
Україна	101	107	107	низький	52,59	Освіта, якість економіки	Соціальний капітал
Литва	46	42	42	вище середнього	63,64	Навколишнє середовище, уряд	Соціальний капітал
Латвія	37	36	36	вище середнього	65,02	Навколишнє середовище, Освіта	Соціальний капітал
Молдова	94	95	96	низький	55,29	Освіта, Оборона та безпека	Навколишнє середовище
Естонія	26	26	26	вище середнього	68,53	Навколишнє середовище, Уряд	Соціальний капітал
Болгарія	55	56	57	вище середнього	60,23	Освіта, Навколишнє середовище	Соціальний капітал
Угорщина	45	47	47	вище середнього	63,00	Освіта, безпека та охорона	Соціальний капітал
Польща	32	33	34	вище середнього	65,96	Освіта, безпека та охорона	Соціальний капітал
Чехія	27	27	27	вище середнього	68,34	Освіта, Якість економіки	Соціальний капітал
Словаччина	35	36	36	вище середнього	65,10	Освіта, безпека та охорона	Соціальний капітал
Грузія	77	85	84	нижче середнього	56,88	Освіта, Уряд	Соціальний капітал

Для глибшого розуміння природи формування індексу процвітання країн, що аналізуються, необхідно проаналізувати складові індексу процвітання. Результати аналізу представлено на рис 1.3.6.

[1] Official web-page The Legatum Prosperity Index / Retrieved from: http://www.prosperity.com/rankings



	якість економіки	бізнес-середовище	уряд	освіта	охорона здоров'я	безпека та охорона	особиста свобода	соціальний капітал	навколишнє середовище
Україна	85	97	128	45	111	134	93	135	112
Литва	45	55	37	43	80	45	41	125	33
Латвія	34	34	39	32	82	42	57	94	16
Молдова	84	77	98	49	103	73	87	123	142
Естонія	27	26	20	29	55	43	32	71	7
Болгарія	73	71	78	39	91	48	66	111	41
Угорщина	52	56	46	38	50	38	46	114	93
Польща	37	45	36	33	47	21	39	85	46
Чехія	26	30	34	24	27	27	28	78	32
Словаччина	46	49	48	30	46	23	43	86	34
Грузія	94	66	54	54	96	78	79	139	124

Рис. 1.3.6. Складові індексу процвітання для деяких постсоціалістичних країн у 2016 р. (сформовано авторами)

Так, Україна та Молдова, які мають найнижчі індекси процвітання, майже по всім 9-ти складовим мають найгірші показники (80 і вище, а в деяких випадках і більше 100) (рис. 1.3.6).

Серед показників, які мають найнегативніший вплив на рівень індексу процвітання в Україні, можна виділити якість економіки (85), бізнес-середовище (97), часті урядові зміни (128), соціальний капітал (135) і навколишнє середовище (112). Всі інші показники, окрім освіти, знаходяться на рівні близько 90 пунктів, що свідчить про низький рівень розвиненості як економічної, політичної, так і соціальної сфер. Наслідками сталості низького рівня якості економіки, несприятливості бізнес середовища, частих урядових змін і низького розвитку соціального капіталу стала нерозвиненість сфери корпоративних фінансів в Україні. Крім того, зниження позицій у рейтингу в динаміці (у 2016 при порівнянні з 2014) свідчить про відсутність позитивних зрушень щодо розвитку корпоративного сектору в Україні.

Якщо говорити про найрозвинутіші за індексом процвітання країни, то за всіма складовими проаналізовані країни мають значення близько 30 пунктів, але при цьому їх спільною рисою є низький рівень розвитку соціального капіталу (вище 70 пунктів). Слід зазначити, що рівень розвитку соціального капіталу є слабкою стороною для всіх країн, обраних для аналізу, тобто рівень соціальної підтримки, дотацій на благодійність, соціальної довіри є недостатньо розвинутими в них.

Маючи на початку 90-х років майже рівні з Україною умови, на 2016 рік постсоціалістичні країни Європи мають кардинально інші результати щодо економічних, політичних і соціальних показників (див. табл. 1.3.2 та рис.1.3.6[1]).

Крім зазначених рейтингів, важливого значення для визначення рівня інвестиційної привабливості економіки та розвитку корпоративного сектору мають ризики дефолтів, які відстежують провідні міжнародні рейтингові агентства Moody's, Fitch та Standards & Poor (далі S&P), як на рівні компанії, так і країни взагалі. Мова йде про відносні величини щодо кредитоспроможності або кредитної привабливості країни. Проблемою застосування зазначених рейтингів є зведення показників методик розглянутих агентств з урахуванням відповідних економічних і фінансових індикаторів, що можна зробити шляхом застосування єдиної скалярної величини, якою може стати Trading Economics rating (далі TE рейтинг)[2]. Головними перевагами TE рейтингу є відцифроване значення умовного ризику дефолту, яке в равних частках

[1] Official web-page The Legatum Prosperity Index / Retrieved from: http://www.prosperity.com/rankings

[2] Trading Economics. / Retrieved from: https://tradingeconomics.com/about-te.aspx

враховує значення кредитоспроможності рейтингових агентств Moody's, Fitch і Standards & Poor. Чисельна шкала є значно зручнішою для проведення компаративного аналізу за країнами, специфіку кожного з 4-х кредитних рейтингів представлено в табл. 1.3.3.

Таблиця 1.3.3

Диференціація шкал кредитної привабливості[1,1,2,3]

TE	S&P	Moody's	Fitch	Шкала	Рівень надійності
100	AAA	Aaa	AAA	Prime	Першокласний
95	AA+	Aa1	AA+	High	Високонадійний
90	AA	Aa2	AA	–	–
85	AA–	Aa3	AA–	–	–
80	A+	A1	A+	Upper medium	Вище середнього
75	A	A2	A	–	–
70	A–	A3	A–	–	–
65	BBB+	Baa1	BBB+	Lower medium	Нижче середнього
60	BBB	Baa2	BBB	-	–
55	BBB–	Baa3	BBB–	-	–
50	BB+	Ba1	BB+	Non-investment speculative	Неінвестиційно-привабливий/спекулятивний
45	BB	Ba2	BB	–	–
40	BB–	Ba3	BB–	–	–
35	B+	B1	B+	Highly speculative	Сильно спекулятивний
30	B	B2	B	–	–
25	B–	B3	B–	–	–
20	CCC+	Caa1	CCC	Substantial risk	Високоризикований
15	CCC	Caa2		Extremely speculative	Вкрайспекулятивний
10	CCC–	Caa3		In default with little prospect for recovery	Дефолт з низькою вірогідністю до відновлення
	CC	Ca	–	–	–
5	C	C	–	–	–
0	D	/	DDD	In default	Дефолт
		/	DD		
			D		

[1] Standards & Poor / Retrieved from: http://www.spratings.com/en_US/home

[2] Fitch Ratings / Retrieved from: https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf

[3] Moody's / Retrieved from: https://www.moodys.com/

Наступним етапом аналізу є оцінка кредитної привабливості країн, що аналізуються, за зазначеними в табл. 1.3.3 світовими методиками (табл. 1.3.4).

Таблиця 1.3.4

Кредитний рейтинг деяких постсоціалістичних країн
(складено авторами на основі[1])

Країна	**TE**	**S&P**	**Moody's**	**Fitch**
Естонія	81	AA–	A1	A+
Чехія	81	AA–	A1	A+
Словаччина	80	A+	A2	A+
Литва	69	A–	A3	A–
Латвія	69	A–	A3	A–
Польща	67	BBB+	A2	A–
Болгарія	53	BB+	Baa2	BBB–
Угорщина	47	BBB–	Baa3	BBB–
Грузія	38	BB–	Ba2	BB–
Молдова	25	–	B3	–
Україна	15	B–	Caa2	B–

Згідно кредитних рейтингів, зазначених у табл. 1.3.4, безумовними лідерами за рівнем кредитної привабливості є Естонія, Чехія та Словакія (рейтинг за TE на рівні 80, за іншими методиками на рівні «A»). За ними слідують країни Балтії (Латвія та Литва, рейтинг TE становить 69). Найнепривабливішими країнами за рівнем кредитного рейтингу є Україна та Молдова (рейтинг TE становить 15 і 25 відповідно). Кредитні рейтинги для України на рівні B- і нижче (методика Moody's) не є сприятливими з позицій інвестування в корпоративний сектор, що не є сприятливим для розвитку бізнес-середовища особливо в умовах загострення проблем нестачі фінансових ресурсів.

Для визначення рівня об'єктивності даних, що використовуються в методиках розрахунку зазначених вище індексів, доцільно провести їх порівняльний аналіз за обраними країнами (рис. 1.3.7).

[1] Trading Economics / Retrieved from: https://ru.tradingeconomics.com/country-list/rating

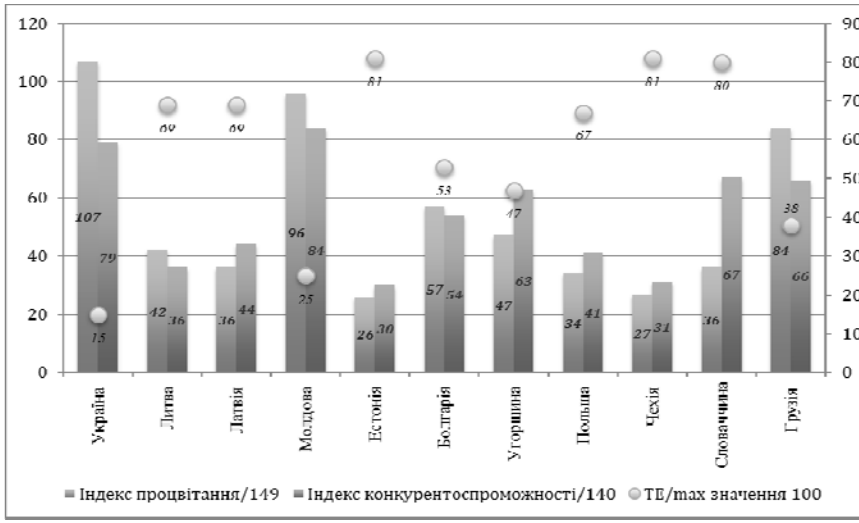


Рис. 1.3.7. Індекси процвітання, глобальної конкурентоспроможності та рейтинг кредитної привабливості ТЕ деяких постсоціалістичних країн

(побудовано авторами на основі даних[1,2,3])

З даних рис. 1.3.7 видно, що як за індексом процвітання, так і глобальної конкурентоспроможності, рейтинги відповідних країн практично збігаються. Так, серед проаналізованих країн обидва рейтинги є найгіршими в Україні та Молдові, а найвищі в Естонії та Чехії. Що стосується рейтингу ТЕ, то кредитно найпривабливішою є країна, яка має рейтинг ТЕ наближений до 100, тобто першокласний рівень надійності. Якщо подивитися на визначені країни-лідери та «аутсайдери», то чітко простежується тенденція, згідно якої країни-лідери мають значення ТЕ рейтингу на рівні 80, на відміну від країн з низьким рейтингом. Це свідчить про високий рівень кореляції між рівнем конкурентоспроможності, процвітання та кредитоспроможності країни, що, в свою чергу, підтверджує об'єктивність і надійність кожної з методик і показників, на яких вони будуються, а отже дає можливість використання їх для порівняльного аналізу рівня економічного розвитку країни за різними критеріями. Це особливо важливо при попередньому аналізі країн потенційними інвесторами в контексті вибору корпорацій певної країни за найсприятливішим бізнес-середовищем, високим рівнем інвестиційної та кредитної привабливості.

---

[1] Methodology and computation of Global Competitive index / Retrieved from: https://goo.gl/rgh77K

[2] Official web-page The Legatum Prosperity Index / Retrieved from: http://www.prosperity.com/rankings

[3] Trading Economics / Retrieved from: https://ru.tradingeconomics.com/country-list/rating

Зважаючи на майже однаковий діапазон індексів в обох інтегральних методиках по обраних для аналізу країн (149 країн для індексу процвітання та 140 країн для індексу глобальної конкурентоспроможності), врахування в обох методиках багатьох чинників економічного, політичного та соціального впливу, а також наявність подібних тенденцій щодо позицій країн у обох рейтингових оцінках, представлені у зазначених методиках підходи до розрахунку та отримані результати можна вважати об'єктивними, що особливо підтверджується високими рейтингами кредитоспроможності для країн-лідерів за індексом глобальної конкурентоспроможності та індексом процвітання та тотожніми тенденціями для низьких кредитних рейтингів.

Незважаючи на різні методики розрахунку інтегрованих показників для кожного із проаналізованих індексів, використання в різній кількості статистичних показників і застосування різних вагових коефіцієнтів, з впевненістю можна стверджувати про адекватність і надійність результатів, отриманих у зазначених інтегрованих індексних оцінках і рейтингах і можуть стати інформаційним інструментом оцінки стану розвитку корпоративного сектору та економіки взагалі. Це дає можливість оцінити стан розвитку конкретної країни, у тому числі її економічної, політичної та соціальної складових, швидко провести порівняльний аналіз з іншими країнами, визначити потенційні макро- та мікроекономічні ризики, проблемні аспекти чи сфери діяльності корпоративного сектору, яким варто приділити особливу увагу з метою упередження виникнення потенційних негативних наслідків і підвищення рейтингу країни на глобальному рівні. Крім того, на базі зазначених індексів як уряди, так і потенційні інвестори, можуть приймати виважені управлінські та інвестиційні рішення, порівнювати тенденції зміни певних індикативних показників у часі, оцінювати ефекти управлінських рішень і проведених реформ, що особливо є актуальним для України, яка намагається в перспективі стати повноцінним учасником Європейського Союзу.

Разом з тим, зазначеним методикам рейтингових оцінок характерні як певні переваги, так і недоліки. До переваг можна віднести використання досить великого обсягу статистичних даних, застосування різноманітних параметрів оцінок, можливість оцінки ризиків і потенціалу ринку, а також легкість проведення порівняння різних країн за відповідними ознаками (субіндексами та їх складовими). Серед недоліків зазначених методик можна виділити існування певного рівня суб'єктивності через використання в розрахунках деяких індикативних показників оцінок залучених для аналітичної роботи фахівців.

Підсумовуючи можна зазначити, що міжнародні рейтингові оцінки можуть використовуватись для зменшення рівня інформаційної асиметрії та

оцінки динамік економічного розвитку країн за різними аспектами, що можуть бути корисними як для держави, так і для бізнесу, в тому числі інвестиційних компаній, та інших учасників ринку. Так, в індексі процвітання враховано результати оцінки підприємницького середовища країни, рівня підтримки інноваційної діяльності, для чого оцінюються витрати на заснування підприємства, на R&D, нерівномірність економічного розвитку, надходження від роялті, експорт ІСТ, сприятливість середовища для підприємців, а в індексі глобальної конкурентоспроможності — показники складності ведення бізнесу, ступінь розвитку інновацій у країні, розмір ринку, інституційні чинники, що є важливими показниками в системі стратегічного фінансового менеджменту та системи контролінгу на підприємстві.

Отже, зазначені рейтингові методики можуть використовуватися на різних рівнях:

1 — на рівні органів влади: є показником оцінки стану розвитку країни, окремих її сфер і галузей; є індикатором оцінки правильності обраної стратегії діяльності та орієнтиром для подальших дій; створює стимули щодо фінансування та впровадження передових інноваційних технологій у діяльність корпорацій, удосконалення контролю якості управління, моніторингу та інших сфер розвитку країни; є інструментом залучення зовнішніх інвестиційних ресурсів (у разі високих позицій рейтингу) тощо;

2 — на рівні власників корпорацій — є базою порівняння із діловими партнерами і конкурентами з інших країн з метою вибору стратегії позиціонування на ринку та розроблення оптимальних управлінських рішень; може виступати діючим елементом рекламної кампанії для корпорації у разі підвищення позицій у рейтингу; полегшує доступ до інформаційних ресурсів; надає додаткові можливості щодо визначення ключових перешкод розвитку бізнесу в країні та розробки заходів щодо їх усунення;

3 — на рівні працівників корпорації, підприємців — показують реальне становище та тенденції розвитку бізнес-середовища; характеризує рівень захисту інтересів міноритарних власників від впливу крупних акціонерів; при позитивному значенні свідчить про потенційне підвищення рівня розвитку корпорацій взагалом по країні.

Проте для комплексної оцінки рівня соціально-економічного розвитку держави та прийняття виважених й обґрунтованих управлінських рішень як суб’єктами макро-, так і мікрорівня, зокрема щодо інвестування в корпоративний сектор певної країни, варто використовувати й інші міжнародні рейтингові оцінки, прикладами можуть стати Міжнародний бізнес компас, Індекс легкості ведення бізнесу, Індекс корупції та інші.

1.4. Міграція і концентрація капіталу: світові тенденції і вигоди для України

Міграція капіталу як на внутрішньому, так і на міжнародному рівні, викликана зростанням конкуренції, боротьбою за сировинні і збутові ринки, науково-технічним прогресом, розвитком інформаційних технологій і поширенням влади ТНК, чинить суттєвий вплив на стан і розвиток економіки і фінансової системи країн з ринковою економікою.

Проблемними питаннями локального і глобального руху капіталу в Україні є створення сприятливих умов для активізації його припливу і удосконалення управління ним. Особливої актуальності ці питання набувають у зв'язку з інтеграцією України в європейський простір, у тому числі і фінансовий.

В останні десятиріччя XX ст. у глобальному фінансово-економічному середовищі рух капіталу у вигляді прямих і портфельних іноземних інвестицій почав відігравати надзвичайно важливу роль у становленні економік країн, що розвиваються. Прискорення міжнародного і міжгалузевого руху капіталу в XXI ст., пов'язане зі стрімким зростанням ваги фінансового капіталу головним чином за рахунок інструментів фондового ринку (так званого фіктивного капіталу) і одночасним падінням частки реального капіталу, призвело до глибокої фінансової кризи 2008–2009 рр., яка не обійшла і Україну.

Таке співвідношення між реальним і фінансовим капіталом у випадку високого ступеня відкритості економіки та низького середнього рівня прибутковості її реального сектору несе суттєві ризики для усієї фінансової системи, а саме сприяє швидкому переміщенню кризових явищ між різними країнами чи групами країн. Як підкреслюють фахівці Світового банку, негативними наслідками фінансової глобалізації і вільного руху капіталів є частіші і масштабніші фінансові кризи, спричинені перш за все недосконалістю регулювання ринків капіталу[1].

З іншого боку, рух капіталу в умовах фінансової глобалізації сприяє збільшенню джерел надходження прибутків і розширення ареалу розміщення активів в інших державах, тобто сприяє розвитку і експансії ТНК.

Розділяємо пропозицію П.М. Шевченка щодо визначення закономірностей руху капіталу в умовах глобалізації:

- міжгалузева асиметрія і асиметрія між країнами;

---

[1] *Марчук В. П.* Міжнародний рух капіталу та зовнішній борг в умовах трансформації національної економіки України / В.П. Марчук // Фінансовий простір. — 2014. — № 2 (14) — С. 81–90ю

- детермінованість напрямів руху капіталу не лише економічними, але й політичними і інституційними факторами;

- диверсифікація цілей руху капіталу;

- виникнення нових суб'єктів регулювання руху капіталу — держави, ТНК, міжнародних фінансових організацій;

- зниження ефективності макроекономічного регулювання руху капіталу;

- розширення практики нелегального руху капіталу через офшорні мережі, фіктивні угоди, цінове маніпулювання, біржові спекуляції;

- скорочення часу обертання капіталу через впровадження інноваційних технологій як у процесах виробництва, так і в логістичних процесах і в управлінні[1].

Теоретичні дослідження передумов міграції капіталу, проведені в роботах, свідчать про те, що значна кількість українських авторів згідно з міжгалузевою моделлю розподілу капіталу К. Маркса покладають в основу міграції капіталу бажання отримати більший прибуток, ніж у країні (галузі) походження капіталу, або забезпечити високоефективну роботу національних підприємств. Міжгалузева міграція капіталу аналогічно здебільшого визначається як капіталістичне суперництво між різними сферами виробництва, що призводить до встановлення таких середніх цін, які забезпечують капіталам, зайнятим у різних галузях, однакову середню норму прибутку[2] . Автори зазначають, що міжгалузевий механізм переливання капіталу, діючи на зміну норм прибутків у різних галузях, обумовлює розподіл інвестицій між цими галузями, виявляє найбільш перспективні для розвитку сфери економіки та сприяє їх загальному економічному розвитку. Тобто основним критерієм міграції капіталу між галузями вважається норма прибутку, або рентабельність.

Є.В. Дод до норми прибутку як мотиву міграції капіталу між галузями додає ще критерій відтворення умов стійкого зростання (у тому числі соціально-політичних і екологічних) реального сектора економіки і зазначає, що цей критерій зумовлений зміною оцінки ефективності ринкового господарства з максимізації прибутку на стійкість і безпеку поточних перспектив розвитку. Автор підкреслює, що локальний економічний ефект (прибуток) втрачає

---

[1] *Шевченко П.М.* Влияние глобализации на движение капитала в российской экономике. автореферат. дис. к.е.н. 08.00.01. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.dissercat.com/content/vliyanie-globalizatsii-na-dvizhenie-kapitala-v-rossiiskoi-ekonomike

[2] *Росецька Ю. Б.* Конкуренція як механізм переливу капіталу / Ю. Б. Росецька // Конкуренція. Вісник Антимонопольного комітету України. — 2012. — № 1 (44). — С. 33-39.

характер домінуючого мотиву руху капіталу на користь інтегрального ефекту, який він називає ефектом стійкого організованого розвитку[1].

Проте дослідження сучасних світових теорій, що пояснюють передумови міграції капіталу, пов'язані з виникненням і поширенням ТНК і фінансовою глобалізацією, проведене в роботі[2] , дає змогу зробити висновок про складний і комплексний характер мотивів міграції капіталу, зумовлений зокрема перевагами власності, локалізації компанії, диверсифікації видів діяльності, ефекту масштабу, недосконалості ринків, інтернаціоналізації тощо. Автором підкреслено, що подолання бар'єрів у міжнародному русі капіталів приносить вигоду світовій економіці в цілому і зокрема тим групам, для яких лібералізація надає додаткові можливості, але завдає збитків тим, хто побоюється жорсткої конкуренції. Тому як ввезення, так і вивезення капіталу з країни приносить вигоду одним групам і завдає шкоди іншим. І дії певної країни у створенні сприятливих або несприятливих умов для руху капіталу як правило пов'язані з лобіюванням певними групами своїх інтересів в уряді. На складніших ніж отримання надлишкового прибутку мотивах міграції капіталу наголошує і В. Юзєєва[3], яка виділяє такі пріоритетні фактори руху капіталу, як: вивчення і підтримка власних ринкових «ніш», приєднання до науково-технічного і управлінського досвіду інших держав, структурне перетворення розділення праці тощо.

Погоджуючись з тезою про те, що в сучасних умовах норма прибутку не є основним критерієм міграції і переливу капіталу в корпоративній сфері, зазначимо, що в умовах достатньо розвинених ринків капіталу основним фінансовим критерієм його міграції між країнами і галузями є не стійкість і безпека, а вартісний критерій. Адже ринкова вартість або ринкова капіталізація, якщо мова йде про акціонерні компанії, є саме тим кількісним показником, який відображає і теперішній рівень добробуту компанії, і сподівання власників щодо майбутніх перспективи розвитку, в тому числі їх сподівання щодо безпеки і стійкості. Відповідно ці майбутні сподівання, оприлюднені у формі аналітичних досліджень і прогнозів курсів акцій, виступають критеріями міграції капіталу між галузями і країнами.

Також зазначимо, що фактори стійкості і безпеки є сьогодні вагомими факторами впливу на ринкову вартість корпоративного сектору, про що свідчать, наприклад, звіти фахівців BCG щодо глобальних тенденцій на ринках

---

[1] *Дод Е.В.* Движение капитала и его особенности в реальном секторе российской экономики: дис. к.э.н: 08.00.01 / Дод Е.В. — Саратов, 2007. — 183 с.

[2] *Юнусов Л.А.* Международное движение капитала в глобальной экономике / Л.А. Юнусов // Аудит и финансовый анализ. — 2008. — №3. — С. 1-20.

[3] *В.В. Юзеева.* Особенности движения капитала в условиях глобализации / Юзеева В.В. // Вестник Челябинского государственного университета. Экономика. вып. 49. — 2015. — № 11 (366). — С. 121–129.

капіталу[1]. Проте одним з найвагоміших факторів, що сьогодні впливає і на міграцію, і на концентрацію капіталу, і має надзвичайний вплив на розвиток суспільства в цілому, є інноваційний фактор, передусім розповсюдження інформаційних технологій. Так, основними напрямами світової міграції капіталу на фінансових ринках у 2016 р. були:

- від невеликих інвестиційних банків до великих універсальних банків;
- від гравців, що не мали специфічної ринкової ніші, до сфокусованих на певному бізнесі учасників;
- від регульованих до нерегульованих (незалежних) організацій;
- від компаній зі слабкими цифровими можливостями до компаній з високим рівнем цифрової і технічної безпеки;
- від компаній, що не мають особливих інформаційних переваг, до компаній, що активно використовують дані (data) в своїй діяльності.

Наведені тенденції доводять, що фактори інформаційної безпеки, використання сучасних технологій і т.зв. діджиталізації набувають вагомого впливу на рух капіталів. Адже інтелектуальні революції, що спричиняють перехід до нового технологічного укладу, чинять значний вплив як на глобальний економічний розвиток світу в цілому, так і на фондовий ринок, який є віддзеркаленням цього розвитку. Фінансовий капітал нерозривно пов'язаний з технологічними змінами в суспільстві. Дослідник зв'язку технологічний революцій і фінансового капіталу К. Перес підкреслює особливе значення фінансового капіталу у формуванні кластерів радикальних новацій, а також і в створенні передумов для посилення нестабільності в економіці[2].

Зміна технологічного укладу, пов'язана зі стрімким розвитком технологій, всебічною комп'ютеризацією і інформатизацією суспільства, впевнено змінює галузеву кон'юнктуру світового фондового ринку. Акції підприємств важкої промисловості разом з добувними і переробними галузями поступово послаблюють позиції в рейтингах компаній з найвищою капіталізацією, на їх місце приходять компанії з галузей високих технологій і комунікацій. Так, за даними Forbes, у рейтингу найдорожчих брендів світу 2015 р., у першій 20-ці, десять місць займають високотехнологічні, комунікаційні та інтернет компанії[3].

---

[1] Global Capital Markets 2017: Mastering the Value Migration [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.bcg.com/publications /2017/financial-institutions-global-capital-markets-2017-mastering-value-migration.aspx

[2] *Перес К.* Технологические революции и финансовый капитал: динамика пузырей и периодов процветания / К. Перес. пер. с. англ. — М.: Дело, 2011. — 231 с.

[3] 12. *Баденхаузен К.* Сколько стоят бренды Apple, Microsoft, Google, Facebook и других крупнейших компаний мира. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.forbes.ru/kompanii-photogallery/288451-samye-dorogie-brendy-mira-2015-reiting-forbes?photo=20

Щодо ринкової капіталізації світових компаній, то зазначимо, що за рівнем ринкової капіталізації до рейтингу TOP-500, складеному британською газетою “Financial Times”, за 2015 р. включено 16 компаній — виробників комп’ютерного забезпечення та послуг, 19 компаній — виробників високотехнологічного обладнання і 26 телекомунікаційних компаній[1]. Сукупна частка ринкової капіталізації цих компаній становила 11,7 % від ринкової капіталізації 500 найбільших компаній світу і ця частка є більшою, ніж у 2014 р. Частка ринкової вартості секторів економіки у TOP-500 2015 р. відображена на рис.1.4.1.

З діаграми наочно видно суттєву перевагу фінансового сектору порівняно з іншими галузями реального сектору. Так ринкова що сукупна частка ринкової вартості компаній фінансового сектору в рейтингу FT 500 у 2015 р. становила 26,24 % (8,5 трлн дол.), з них: банки — 15,08 %; фінансові послуги — 6,27 %; страхування життя — 1,98 %; страхування ризиків — 2,9 %. Разом з цим сукупна частка ринкової капіталізації добувних компаній (нафтогазова і гірничодобувна промисловість) в рейтингу FT 500 2015-го року становила 10,7 %, що значно менше, ніж у 2014 році.

Рис. 1.4.1. Питома вага ринкової вартості компаній з TOP-500 2015 р. за секторами економіки (складено автором за даними [2])

У першій 10-ці ренкінгу ринкової капіталізації 2016 р. реальний сектор представляють лише 4 компанії, у 2017 році — 3 компанії. У ренкінгу ринкової капіталізації 2016-го р. і 1-го кв. 2017 р. п’ять з 10-ти компаній першої

[1] Щорічний рейтинг газети “Financial Times”. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.ft.com/content/1fda5794-169f-11e5-b07f-00144feabdc0.

[2] Щорічний рейтинг газети “Financial Times”. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.ft.com/content/1fda5794-169f-11e5-b07f-00144feabdc0.

десятки є компаніями галузі інформаційних технологій, 2 компанії належать до фінансової сфери[1]. Інформаційна і комунікаційна галузі вважаються сьогодні інвестиційними аналітиками найпривабливішими сферами для інвестування в розвинутих країнах, і в країнах з транзитивною економікою, до яких відносять і Україну[2] [3].

Аналіз міжгалузевої динаміки руху капіталу у вигляді прямих іноземних інвестицій (ПІІ) також свідчить про скорочення обсягу ПІІ у сировинні компанії у 2015–2016 рр., зростання частки інвестицій у сектор послуг (зокрема фінансових) та в інфраструктурний і високотехнологічний сектори.

Історична тенденція розвитку фондових ринків свідчить про те, що компанії з великою капіталізацією мають повільніші темпи зростання і нижчі ризики, ніж компанії з малою капіталізацією, які мають більший потенціал до зростання, але й вищий ризик. Таким чином, сьогодні інвестування у високотехнологічні гіганти з мега-капіталізацією можна вважати досить низько ризиковим. Проте бета-коефіцієнти лідерів ринкової капіталізації скоріше свідчать про вищий за середній рівень ризику: так, бета компанії Apple становить 1,43, компанії компанії Amazon — 1,41, компанії Microsoft — 1,39. Лише компанії Facebook та Alphabet мають порівняно низький рівень систематичного ризику (0,46 і 0,93 відповідно). [4]

Географічна концентрація ринкової капіталізації і динаміка міжнародного руху капіталів свідчать, що абсолютним лідером ринкової капіталізації є США, чия загальна ринкова капіталізація демонструє впевнене зростання після кризи 2008 р. Загальна частка компаній США у ринковій капіталізації 100 найбільших компаній світу зросла з 38 % станом на 31.03.2008 р. до 62 % станом на 31.03.2016 р. Також США в 2016 році посідає перші позиції у світі і як донор, і як реципієнт інвестицій. Компанії Європи послабили свої позиції. Компанії Китаю і Гонконгу, які були відносно стабільними з 2009 по 2014й рік, демонстрували зростання в 2015-му, але в 2016-му тенденція погіршилась через просідання китайських ринків.

Динаміка міжнародного руху капіталів у вигляді прямих іноземних інвестицій, проаналізована в роботах свідчить про суттєве зростання ролі країн, що розвиваються, у міжнародному русі капіталу, яке поступово і стабільно

---

[1] Global Top 100 Companies by market capitalization. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ publications /assets /global-top-100-companies-2016.pdf

[2] World Investment Report 2016: Investor Nationality: Policy Challenges [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://unctad.org/en/ PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

[3] World Investment Report 2017: Investment and the Digital economy [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://unctad.org/en/ PublicationsLibrary/ wir2017_en.pdf

[4] Stocks: Most Active [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://finance.yahoo.com/ most-active

спостерігалося з кінця 80-х років XX ст. і перевищило обсяги інвестицій у розвинуті країни, починаючи з 2012-го року, проте за даними World Investment Report, починаючи з 2015-го року ця тенденція змінилась на користь розвинутих країн.

Причиною розширення присутності країн, що розвиваються, у міжнародному інвестиційному процесі стала лібералізація інвестиційної діяльності, дешева робоча сила, розвинена інфраструктура, а також зростання доходів економік деяких країн-рецепієнтів від сприятливої цінової кон'юнктури на сировинних ринках. Тобто фактор впливу високих технологій і діджиталізації економіки, який за даними масштабного опитування директорів провідних світових компаній є найвагомішим фактором впливу на рух капіталу, поки ще не набув вирішального впливу в активізації інвестиційної діяльності країн, що розвиваються, але вважаємо, що саме завдяки цьому фактору розвинуті країни, передусім США, повернули собі лідируючі позиції в залученні інвестицій. [1]

Як зазначають фахівці Світового банку, ринки капіталу можуть бути виміряні різними способами, але розвиток ринку капіталу певної країни тісно корелює із загальним економічним розвитком цієї країни. Ефективно функціонуюча фінансова система забезпечує легкий доступ до достовірної економічної інформації, яку можна обробити і оцінити належним чином[2]. Доступ до інформації знижує транзакційні витрати, що в свою чергу, сприяє економічному зростанню і ефективному розміщенню капіталу. В країнах з низьким розвитком економіки банки посідають домінуючу роль у фінансовій системі, а у високорозвинених країнах ринок акцій має більшу активність і вищу привабливість для інвесторів, ніж банківський ринок. Відкриті економіки з виваженою макроекономічною політикою, надійним і стабільним законодавством і ефективною системою захисту акціонерів приваблюють більше капіталу, тому мають більші за розміром фінансові ринки порівняно з банківською системою.

Щодо України, то станом на 01.01.2017 р. обсяг активів банківської системи складав 1256,3 млрд грн, тоді як протягом 2016 року загальний обсяг випуску емісійних паперів на фондовому ринку України склав 232,41 млрд грн, у т.ч. акцій 209,36 млрд грн, причому найбільші за обсягом випуски акцій, які мали значний вплив на обсяги українського фондового ринку в 2016 році, були здійснені банківськими установами з метою поповнення статутно-

---

[1] World Investment Report 2017: Investment and the Digital economy [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://unctad.org/en/ PublicationsLibrary/ wir2017_en.pdf

[2] DataBank: World Development Indicators. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source

го капіталу[1]. Станом на 31.12.2016 р. капіталізація лістингових компаній фондового ринку склала 19,64 млрд грн, за результатами торгів на організованому ринку обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-грудня 2016 року становив 236,95 млрд грн[2]. Дослідження, проведене нами в роботі, свідчить про вагому частку банківських акцій у загальному розмірі капіталізації українського фондового ринку протягом останніх років. Наведені дані підтверджують низький рівень розвитку української економіки і недостатні для критеріїв розвинутої країни розміри ринку капіталу та активність на ньому.

Дослідження фахівцями Світового банку розвитку ринку капіталів свідчить про те, що сучасні комунікаційні технології і зростання фінансової інтеграції призвело до зростання міжнародного руху капіталу, посилення присутності фінансових компаній по всьому світу, і міграції торгівлі акціями від локальних до міжнародних майданчиків. Багато компаній походженням з країн, що розвиваються, наразі котируються на міжнародних біржах, що дозволяє їм залучати дешевший капітал і формувати ліквідніші портфелі. У той же час це свідчить про неспроможність локальних бірж підтримувати належну активність, свідченням чого є Україна, адже фінансово потужні українські корпорації, наприклад, агрохолдинги, активно торгують акціями на закордонних майданчиках.

Одним з показників, що характеризують стан і розвиток ринку капіталу в певній країні, є Глобальний індекс капіталу S&P (S&P Global Equity Indicies). Динаміка Глобального індексу капіталу S&P, яка визначається як темп приросту середньозважених цін ринку акцій певної країни, виражених у доларах США, є важливим індикатором, який дозволяє зробити висновки про результативність діяльності усього ринку. Зазначимо, що цей показник знаходиться під значним впливом таких факторів впливу на ринок акцій, як доступ до ринку і існуючі обмеження, наявність комісій, якість законодавства щодо захисту інвесторів тощо. Порівняння динаміки даного індексу для України, пострадянських країн Східної Європи та розвинутих Західноєвропейських країн (табл. 1.4.1) надасть змогу зробити висновки щодо тенденцій розвитку вітчизняного ринку капіталу в контексті загальних європейських тенденцій.

---

[1] Основні показники діяльності банків України: Національний банк України. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442&cat_id=347985

[2] Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2016 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // https://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics

Таблиця 1.4.1.

Динаміка Глобального індексу капіталу S&P

Країна	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Країни Східної Європи											
Болгарія	31,4	39	-70,2	17,2	-15,2	-22,1	-8,1	43,1	-21,6	-20,2	15,5
Грузія	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Естонія	30,3	-15,5	-65,5	32,9	56	-23,3	24,6	4	-28,5	6,1	16,8
Латвія	1,5	1,9	-58,7	2,2	39,4	-17,3	9	31,7	-32,6	18,3	1,8
Литва	9,7	14,3	-73	36,7	44	-16,1	14,9	11,4	-15,4	-10,5	14,6
Молдова	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Польща	38,1	23,2	-57,8	41,9	11,3	-33,4	34,1	3	-16,4	-23,4	2,4
Росія	62	21,9	-73,4	106,6	21,7	-23,4	7,7	-1,7	-49	0,8	48,7
Румунія	54,2	32,8	-72,2	26,1	-6,6	-18,2	9,8	27,3	-5,2	-6,4	-1,1
Словаччина	24	57,4	-36	-23,1	5,4	3	3,4	9,6	-10,3	5,3	4,4
Угорщина	31,4	13,1	-62,5	73	-10,8	-35,3	18,7	0,2	-28,7	28,8	32,8
Україна	48,6	112,2	-82,2	31,1	53,8	-36,3	-4,1	-21,3	-51,5	1,5	27,8
Чехія	30,9	49,7	-45,9	23	0,2	-15	-3,2	-15,7	-10,5	-13,1	-6,6
Розвинуті країни Західної Європи											
Австрія	37,1	-0,4	-65,3	57	10,9	-35,8	29,9	12,6	-21,1	0,8	4,2
Бельгія	43,8	-3,1	-65,6	54,5	0,5	-15,1	33,3	23,5	1,3	9,4	-7,7
Велика Британія	26,1	5,2	-49,5	35,2	5,2	-6,1	5,8	14,4	-2,7	-4,9	14,4
Італія	30,6	1,6	-52,6	23,1	-17,4	-27,6	11	23,1	-12	3,2	-13
Німеччина	36	36,4	-42,8	25,8	7,4	-16,6	29,1	25,5	2,7	9,6	6,9
Франція	31	12	-45,2	25,6	-9,9	-19,5	15,2	18	-0,5	8,5	4,9

Джерело: складено автором за даними [1]

Примітка: н.д. — нема даних

Дані, наведені в табл.1.4.1. свідчать про значні коливання у приростах і падіннях обсягів цін на ринках капіталу практично в усіх країнах вибірки, причому Україна є лідером у коливанні індексу (стандартне відхилення становить 55 %), що перш за все свідчить про високі ризики. Найбільші коливання індексу по вибірці спостерігаються в період 2006–2014 рр. з суттєвим зростанням у 2006–2007 роках, падінням у 2008-му у зв’язку із глобальною

[11] DataBank: World Development Indicators. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source

фінансовою кризою, і наступною нерівномірною динамікою. Цю динаміку, на наш погляд, можна пояснити впливом внутрішньо економічних факторів кожної країни, а також глобальними структурними змінами у світовій економіці, які по-різному відображаються на локальних ринках капіталу і суттєво залежать від концентрації на них капіталу ТНК. Зазначимо, що в 2014–2016 рр. у розвинутих країнах коливання індексу в середньому є дещо меншим, ніж у країнах, що розвиваються, що свідчить про меншу волатильність.

Головним інструментом міжнародної міграції капіталу традиційно вважаються прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Вагомість фактору ПІІ в розвитку корпоративного сектору і економіки країни в цілому може бути оцінена за допомогою дослідження динаміки притоку ПІІ по відношенню до ВВП країни (табл.1.4.2).

Таблиця 1.4.2

Динаміка притоку прямих іноземних інвестицій у % від ВВП

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Країни Східної Європи											
Болгарія	23	31	18,8	7,5	3,6	3,7	3,3	3,6	3,6	5,5	2,4
Грузія	15,1	18,5	12,4	6,1	7,5	7,5	5,2	5,9	10,6	11,2	н.д.
Естонія	13	15,4	7,7	9,5	13,3	4,8	7,8	4,3	6,4	-2,9	3,1
Латвія	7,9	8,8	4	-0,1	1,8	5,3	3,8	3,3	3,5	2,8	0,6
Литва	6,8	5,8	4	0	2,3	3,5	1,3	1,5	1	2,3	0,9
Молдова	7,6	12,2	12	2,5	3,6	5	3,9	3,6	4,4	3,6	1,8
Польща	6,2	5,8	2,7	3,2	3,8	3,5	1,5	0,2	3,6	2,9	3
Росія	3,8	4,3	4,5	3	2,8	2,7	2,3	3,1	1,1	0,5	2,6
Румунія	8,9	5,9	6,6	2,8	1,9	1,3	1,8	2	1,9	2,4	2,9
Словаччина	8,1	5,9	4,6	1,7	2,4	5,5	1,9	1	-0,4	1,3	4
Угорщина	16,3	50,7	47,7	-2,3	-16,1	7,5	8,3	-2,8	9,3	-4,4	-7,3
Україна	5,2	7,1	5,9	4,1	4,7	4,4	4,7	2,5	0,6	3,4	,,
Чехія	4,6	7,3	3,7	2,6	4,9	1,8	4,5	3,5	3,9	0,9	3,4
Розвинуті країни Західної Європи											
Австрія	3,1	17,8	1,5	3,6	-5,6	5,4	1,3	0,1	0,4	1,4	-7,2
Бельгія	14,4	20,5	36,7	17,9	23,1	30	1,3	-5,5	-3,6	-4,6	4,2
Велика Британія	7,6	6,8	8,8	0,6	2,7	1	1,8	2	2,4	2	11,4
Італія	2,9	3	-0,4	0,8	0,5	1,5	0	0,9	0,8	0,7	1,5
Німеччина	2,9	1,5	0,8	1,7	2,5	2,6	1,8	1,8	0,4	1,6	1,5
Франція	3,4	3,1	2,3	0,7	1,5	1,5	1,2	1,1	0	1,4	1,7

Джерело: складено автором за даними [1]
Примітка: н.д. — нема даних

[1] DataBank: World Development Indicators. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source

З таблиці можна зробити висновок, що серед країн, що розвиваються, найбільшу вагу прямі іноземні інвестиції займали у ВВП Грузії (у середньому 10 % за 11 років), Болгарії (у середньому 9,64 %) і Угорщині (у середньому 9,72 %). Причому пік інвестиційної активності припадав на період 2006–2008 рр., хоча економіка Грузії протягом усього періоду, що аналізується, отримувала стабільно високу частку інвестицій у ВВП, тоді як у Болгарії і Угорщині ця частка суттєво впала. До 2008 року включно значні іноземні інвестиції отримувала Молдова, до 2010-го року — Естонія. Незначний відсоток інвестування в економіки країн Східної Європи в останні роки пояснюється тим, що максимальні обсяги вливань капіталу були отримані більшістю країн ще до приєднання до ЄС.

Середня частка іноземних інвестицій в Україну по відношенню до ВВП протягом аналізованого періоду становила 4,26 %, і ця частка є більшою, ніж у середньому по Латвії, Литві, Польщі, Румунії, Словаччині, Чехії і Росії. Проте за рівнем ВВП Україна суттєво відстає від цих країн, що на наш погляд свідчить перш за все про неефективну структуру економіки, в т.ч. і корпоративного сектору, інституціональну і інфраструктурну неефективність, тобто відсутність внутрішніх сприятливих умов для розвитку. Проте в 2016 році ПІІ в Україну зросли на 9 % і досягли значення 3,3 млрд дол. головним чином за рахунок рекапіталізації банків з іноземним капіталом [16, с. 67]. Інвестиції у вигляді інвестиційних проектів, що передбачають організацію нової компанії «у чистому полі» (Greenfield investments) досі обмежені несприятливим бізнес-кліматом, який характеризується повільними реформами та наявністю суттєвих регуляторних і податкових проблемам. Проте позитивним фактором в 2016 році стало залучення Україною 189 млн дол. від китайської компанії у галузі відновлюваної енергетики.

Як стверджує В.М. Шавшуков, протягом періоду 1980–2012 рр. іноземні інвестиції відіграли важливу роль у світовому економічному зростанні, причому автор вказує на існування позитивної кореляції між динамікою світового ВВП і потоками глобального руху капіталів. Проте, по обраній нами вибірці протягом періоду 2006–2016 рр. у цілому вказаний зв'язок вже не простежується. [1]

Таким чином, дослідження тенденцій міжнародного і міжгалузевого руху капіталу і стану світової ринкової капіталізації свідчить про таке. Перехід до нового технологічного укладу і розвиток інформаційної економіки має суттєвий вплив як на міграцію, так і на концентрацію капіталу, зокрема на

[1] *Шавшуков В.М.* Движение капитала в глобальной экономике / В.М. Шавшуков // Мировая экономика и международные экономические отношения. — 2014. — № 7(116). — С. 119-125.

структуру пропозиції активів на фондовому ринку, що проявляється у зростанні капіталу в високотехнологічних галузях і поступовій втраті лідерства по капіталізації ресурсних компаній. Вважаємо, що саме ринкова вартість і ринкова капіталізація, а не рентабельність є наразі основним мотивуючим чинником переливу капіталу між секторами економіки і країнами.

Аналіз концентрації ринкової вартості 500 найбільших компаній світу за секторами економіки показав, що максимальна концентрація вартості спостерігається у секторі фінансових послуг, тоді як у реальному секторі найвищу ринкову вартість має галузь високих технологій з позитивною динамікою. Хоча деякі вчені вбачають у такій структурі фондового ринку загрози фінансової кризи через надмірну концентрацію фіктивного капіталу поза реальною економікою, вважаємо, що для нашої країни це може стати додатковим шансом на шляху до технологічного прориву. Адже сектор фінансових послуг є активним споживачем провідних інформаційних технологій, Україна сьогодні посідає вагоме місце в світі по наданню ІТ-послуг, тому вважаємо, що розвиток останніх поступово позитивно вплине і на розвиток фінансових послуг в Україні.

Стосовно міжнародної міграції капіталу зазначимо, що вивчення праць провідних учених, а також дані Світового банку та Міжнародного інвестиційного звіту щодо прямих іноземних інвестицій, свідчать про те, що протягом 2015–2017 рр. завдяки стрімкому розвитку інформаційних технологій і діджиталізації економіки відбулися зміни у інвестиційній активності країн на користь розвинутих країн, у яких сконцентровано значний інноваційний потенціал. Вважаємо, що повернення США абсолютного лідерства в концентрації світової ринкової вартості і в міжнародній інвестиційній активності значним чином зумовлене концентрації у цій країні світового потенціалу інноваційних технологій.

Порівняльний аналіз динаміки зміни Глобального індексу капіталу у деяких країнах Західної і Східної Європи та в Україні показав, що найбільш волатильним ринком капіталу у вибірці протягом 2006–2016 рр. був український ринок, що не сприяє надходженню капіталу для розвитку. Також можна констатувати, що після фінансової кризи 2008 року ринки капіталу в країнах як Західної, так і Східної Європи зазнавали значних нерівномірних коливань за відсутності виражених спільних тенденцій.

Порівняльний аналіз зміни ваги прямих іноземних інвестицій у ВВП вибірки країн Західної і Східної Європи та України показав, що ПІІ посідають незначний відсоток у ВВП більшості країн Східної Європи, за виключенням Болгарії, Угорщини, Грузії і Естонії. Відсутність суттєвої кореляції між динамікою ВВП і динамікою інвестицій у вибірці може свідчити про дію ваго-

міших факторів на зростання ВВП, але потребує подальших досліджень. Сукупну частку ПІІ у ВВП України протягом останніх 11-ти років можна вважати незначною, але не найменшою серед країн Східної Європи, тобто низький рівень ВВП у нашій країні пояснюється не лише нестачею іноземного капіталу, а передусім внутрішніми проблемами. У цілому підсумуємо, що світові тенденції концентрації і міграції капіталу можуть мати позитивні наслідки для України в разі забезпечення сприятливих умов для його надходження і акумуляції.

Висновки до розділу 1

Аналіз практичної діяльності фінансових служб та сучасних наукових концепцій у сфері корпоративних фінансів дозволяє виокремити такі, найбільш значимі тренди у їх розвитку: необхідність урахування психологічних та ментальних особливостей учасників фінансових відносин; стрімкий розвиток інформаційних технологій, що уможливлюють миттєву обробку великих баз даних; потребу в реалізації вартісноформуючої функції як ключового аргументу у глобальній конкурентній боротьбі за ресурс «капітал».

Ера домінування бухгалтерського підходу до управління фінансами минула. Фінансові служби підприємства слід розглядати у двох ракурсах: як свого роду посередника між підприємством та зовнішніми шехолдерами і стейкхолдерами (учасниками фінансових відносин) та як внутрішнього оферента фінансових послуг (сервіс та консалтинг). Мова йде про посередництво між підприємством і учасниками ринку капіталів, між підприємством і державою (в особі контролюючих органів). Для успішного виконання цієї ролі діяльність фінансових служб має бути сфокусована на підтримці репутації підприємства як на фінансових ринках, так і перед контролюючими органами та іншими стейкхолдерами. У відносинах із внутрішніми стейкхолдерами, зокрема, з менеджментом та операційними підрозділами, фінансові служби мають виконувати сервісні та консультативні функції.

Глобалізація, роблячи прозорими для переміщення капіталу і праці державні кордони, посилює міжнародну конкуренцію за мобільні фактори виробництва. Визначальний вплив на розвиток як глобальних, так і локальних корпоративних фінансів справляє міжнародна та міжгалузева міграція капіталу, демографічні чинники, а також розвиток блокчейн технологій. Відповідно до сучасних трендів, норма прибутку та безпека не є достатніми критеріями прийняття рішень щодо міграції і переливу капіталів у корпоративній сфері. За ефективних фінансових ринків та зняття бар’єрів щодо руху капіталів основним фінансовим чииником його міграції між країнами і галу-

зями стає ринкова вартість. Ринкова вартість капіталу є кількісним показником, який втілює в собі як актуальний стан параметрів ризику та доходності, так і очікування інвесторами щодо безпеки та прибутковості з урахуванням альтернативних можливостей приросту вартості. Майбутні очікування щодо потенціалу генерування вартості в окремих країнах та секторах бізнесу знаходять свій вираз у аналітичних прогнозах щодо росту ВВП, приросту ринкової капіталізації активів, зростання окремих ринків тощо. Вплив на міграцію капіталу також справляють фактори інформаційної безпеки, використання сучасних технологій і діджиталізації.

Країни, які відносяться до ринків, що розвиваються з огляду на хронічний дефіцит капіталу, нерозвиненість фінансових ринків, зокрема, фондового ринку, низькі кредитно-інвестиційні рейтинги, відтік кваліфікованого персоналу, брак сучасних технологій, високі ризики корупції здебільшого поступаються розвинених країнам у глобальній конкурентній боротьбі. Забезпечення конкурентоспроможності сегменту локальних корпоративних фінансів, окрім іншого, залежить від реалізації державою комплексу заходів, спрямованих на покращення міжнародних рейтингів за різними сегментами та складових індексу глобальної конкурентоспроможності.

Розділ 2

ВПЛИВ ІНСТРУМЕНТАРІЮ КОНТРОЛІНГУ НА РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

Результативність управління фінансами на рівні підприємств значною мірою обумовлюється ефективністю прийняття фінансових рішень, наявністю скоординованого управління доходами та витратами, плануванням та контролем товарно-матеріальних цінностей, cash-flow та оптимізації бізнес-процесів. Сучасні корпоративні фінанси неможливі без активного використання контролінгу. Йдеться про технологію підтримки фінансових рішень, яка передбачає. моніторинг тенденцій розвитку мікро- та макросередовища підприємства, виявлення резервів і вдосконалення координації систем управління операційною та фінансово-інвестиційною діяльністю підприємства з використанням нових інформаційних систем і сучасних методів прийняття рішень.

Контролінг — це система координації, яка уможливлює поєднання функцій планування, обліку, контролю і аналізу для здійснення ефективного управління підприємством. В Україні інноваційний інструментарій контролінгу для цілей підтримки фінансових рішень використовується не у повній мірі. Однією з причин такої ситуації є брак теоретико-методичного забезпечення та науково-практичних досліджень у відповідній царині. У пропонованому розділі розглянуто способи інтегрування інструментарію контролінгу у корпоративні фінанси.

2.1. Контролінг у забезпеченні ефективного управління робочим капіталом корпорації

Теорія і практика корпоративного фінансового менеджменту базується на міцних наукових засадах, які є яскравим свідченням неухильного поступу фінансової науки вперед, її наближення до прагматичних потреб бізнесу. Найактивнішим періодом розвитку наукових шкіл корпоративного фінансового менеджменту беззаперечно слід вважати 60–80 рр. XX ст., коли ряд робіт провідних учених у цій царині здобули всесвітнє визнання. Утім, на зламі століть ми стали свідками кардинальних змін в економічних процесах, викликаних у першу чергу факторами, що пов’язані з глобалізацією, поширен-

ням інформаційних технологій, насамкінець формуванням принципово нового економічного укладу — постіндустріальної економіки.

Зрозуміло, що такі зміни обумовили і необхідність актуалізації та перегляду ряду наукових концепцій корпоративного фінансового менеджменту. Основа таких змін — використання принципово нових управлінських технологій для управління корпоративними фінансами в умовах різких трансформацій середовища ведення бізнесу. Саме в цьому контексті можна і потрібно оцінювати застосування сучасної технології управління результативністю корпорації — систему контролінгу.

Підкреслимо, що зазначені питання за своєю природою є «універсальними», вони стосуються як провідних світових ТНК, так і корпорацій країн з транзитивними економіками. Поряд з цим, на сучасному етапі українські корпорації зіткнулися з рядом визначальних зовнішніх викликів, які обумовлюють необхідність посилення уваги до питання управління робочим капіталом, у т.ч. — за рахунок інструментарію фінансового контролінгу. До таких екзогенних викликів, на наш погляд, слід віднести (рис. 2.1.1):

Рис. 2.1.1. Зовнішні фактори, які обумовлюють необхідність підвищення ефективності управління робочим капіталом в Україні

Джерело: розроблено автором

Зважаючи на деструктивний вплив виділених вище факторів, результативність управління корпоративними фінансами в Україні значною мірою обумовлюється ефективністю прийняття фінансових рішень, наявністю скоординованого управління грошовими потоками, плануванням та контролем ліквідності тощо. Існування значних проблем у вказаній сфері засвідчується низькими результатами діяльності багатьох вітчизняних підприємств на сучасному етапі (рис. 2.1.2):

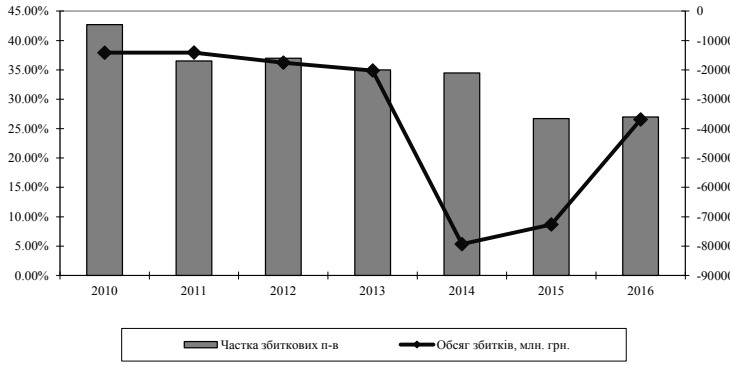


Рис. 2.1.2. Частка збиткових підприємств в Україні та їх фінансовий результат у 2010-2016 рр., млн грн, %

Джерело: складено автором за [1].

З рис. 2.1.2 видно, що на мікрорівні значна частина суб'єктів господарювання функціонує зі збитками — у 2011–2014 рр. частка збиткових підприємств коливалася у межах 35–37 %; у подальшому вдалося певним чином покращити значення цього показника до рівня 27 % підприємств. Разом з тим, обсяг накопичених збитків (наприклад, за результатами 2016 року — більше 400 млрд грн) свідчить про вкрай складну ситуацію у вітчизняному корпоративному секторі з погляду результативності діяльності.

Складна ситуація у корпоративних фінансах — об'єктивно відображає не тільки характерні для української економіки макроекономічні диспропорції. Вона також напряму свідчить і про недостатню результативність управлінських рішень на рівні безпосередньо суб'єктів господарювання. Треба об'єктивно визнати, що доволі часто вітчизняний бізнес слабко використовує навіть наявний і традиційний інструментарій управління фінансами, не говорячи вже про провадження різноманітних управлінських інновацій, у тому числі системи контролінгу. Такий «консерватизм» притаманний і значній кількості вітчизняних науковців, які вперто продовжують експлуатувати надбання радянської фінансової науки, орієнтуючись на застарілий понятійний апарат, оперуючи концепціями, що поступово втрачають свою актуальність для бізнесу. Разом з тим, впевнений євроінтеграційний поступ України практично не залишає місця для таких підходів, а контролінг може та повинен ак-

[1] Статистична інформація [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. Офіційний сайт. — Режим доступу: http:// www.ukrstat.gov.ua. — Назва з екрана.

тивно впроваджуватися у практику корпоративного фінансового менеджменту вітчизняного бізнесу.

Особливо актуальними вказані завдання видаються в умовах інформаційної економіки, яка характеризується перетворенням інформації на надзвичайно важливий економічний ресурс. Звернемо увагу на той факт, що на глобальному рівні контролінг розглядається окрім усього іншого і як процес координації, що дає можливість поєднати функції планування, обліку, контролю і аналізу для здійснення ефективного управління корпорацією.

У практичній діяльності під контролінгом розуміється обробка та аналіз великих обсягів даних, які на даний час є основною інформаційною підтримкою діяльності корпорації. А результати використання фінансового контролінгу у зарубіжній практиці підтверджують його дієвість як системи підтримки фінансових рішень і на рівні корпоративних фінансів в цілому, і на рівні окремих сегментів, таких як робочий капітал.

Стосовно терміну «робочий капітал» можна зазначити, що протягом тривалого часу він ігнорувався багатьма українськими науковцями, які віддавали перевагу традиційнішим дефініціям «оборотні активи», «оборотні кошти», «поточні активи». Утім треба визнати, що і серед західних науковців, що досліджували це поняття, існують розбіжності щодо його змістовних характеристик. Для прикладу наведемо позиції окремих учених щодо визначення робочого капіталу:

1) сума інвестицій у оборотні активи, що використовуються протягом операційного циклу, а чистий робочий капітал — це різниця між оборотними активами та оборотними зобов'язаннями[1];

2) сума оборотних активів, що не були профінансовані за рахунок поточних зобов'язань[2];

3) категорія для означення ліквідності, що формується як різниця між потребою у фінансуванні поточних операційних активів (дебіторська заборгованість, запаси) і наявними джерелами фінансових ресурсів завдяки відстроченню оплат за небанківськими зобов'язаннями[3];

---

[1] *Бажин И. И.* Логистика : [учеб. для высш. учеб. зав.] / И. И. Бажин. — Харьков : Консум, 2004. — 240 с.

[2] Van Horne James C., Wachowicz John M., Fundamentals of financial management (13th edition) / James C. Van Horne John M. Wachowicz. — Pearson Education Limited, Edinburg Gate — 2005.

[3] *Козловський А.Т.* Заходи щодо управління робочим капіталом як напрямок оптимізації грошових потоків вітчизняних підприємств // Конкурентоспроможність національної економіки: Матеріали XVI Міжнародної науково-практичної конференції. — К., 2016. — С. 226-228.

4) показник ефективності фінансового менеджменту та як індикатор операційної ліквідності компанії [1].

Формалізовано головні підходи визначення робочого капіталу корпорації можна окреслити двома напрямками (рис. 2.1.3):

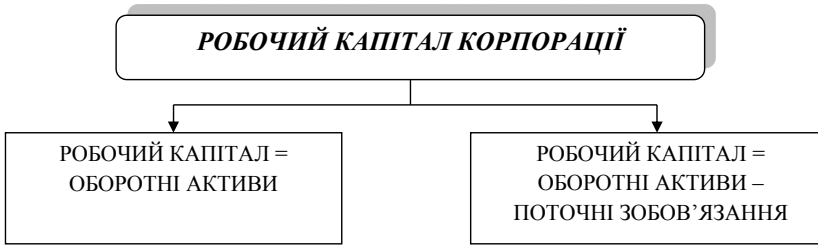


Рис. 2.1.3. Основні підходи до визначення робочого капіталу корпорації

Джерело: систематизовано автором

На наш погляд, зазначені підходи мають право на існування, адже за своїми змістовними характеристиками вони різняться акцентами на ті чи інші аспекти фінансового менеджменту. Перший підхід спрямовує менеджмент корпорації на інвестиції в оборотні активи та джерела фінансування таких інвестицій. У свою чергу, основа другого підходу — забезпечення ліквідності корпорації, а також встановлення рівня кількісного значення показника оборотних активів, вище якого вони можуть фінансуватися за рахунок довгострокових джерел.

На практиці точне визначення та обчислення робочого капіталу може відрізнятися залежно від специфічних для корпорації чинників, наприклад:

- ✓мети управління робочим капіталом;
- ✓галузі діяльності;
- ✓реалізованої бізнес-моделі;
- ✓принципів обліку.

Діапазон коливань досить широкий: від підходу «все включено», що гарантує ліквідність, до дуже вузького оперативного визначення робочого капіталу, що включає лише запаси, дебіторську і кредиторську заборгованості. При цьому окремі статті можуть бути включені до складу робочого капіталу за таких умов:

- вони мають матеріальний вираз і значимі з погляду функціонування корпорації;
- рішення щодо управління ними мають тактичний характер;

[1] Визначення поняття «робочий капітал» — електронна енциклопедія «Investopedia» — [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.investopedia.com/terms/w/workingcapital.asp.

• існує жорсткий контроль з боку менеджменту корпорації;

• вони не приносять процентні доходи; мають короткостроковий характер.

Надалі під робочим капіталом ми будемо розуміти пов'язаний з операційною діяльністю оборотний капітал, що не приносить процентні доходи і не фінансується за рахунок позиченого під відсотки капіталу. Тобто обмежуємося поточними та безвідсотковими компонентами короткострокових активів і зобов'язань.

Активи, що приносять процентні доходи, такі як ринкові цінні папери, надлишкова готівка, так само як і контокорентні кредити банків, відносяться до сфери прийняття фінансово-інвестиційних рішень і мало стосуються операційної діяльності, тому панує думка у зарубіжній практиці, з якою ми погоджуємося, що ці складові не входять до робочого капіталу.

Чинна в Україні модель формування звітності на загальнодержавному рівні дає можливість оцінити лише окремі складові робочого капіталу в корпоративному секторі, проте навіть така інформація дає можливість оцінити актуальний стан фінансів на мікрорівні. Зокрема, звернемо увагу на розмір оборотних активів великих і середніх підприємств в Україні (рис. 2.1.4):

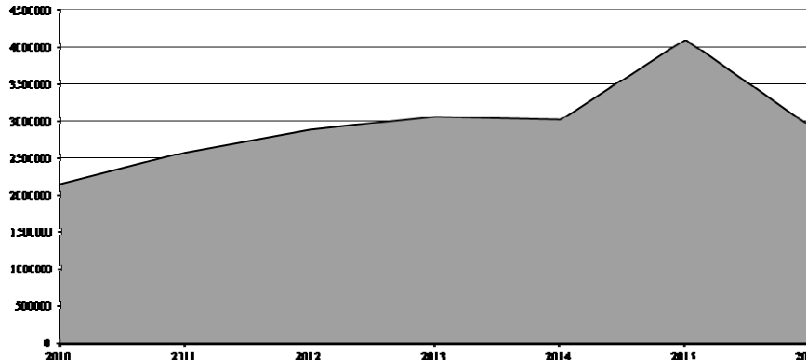


Рис. 2.1.4. Обсяг оборотних активів великих і середніх підприємств України у 2010–2016 рр., млн грн

Джерело: складено автором за [1].

З даних рис. 2.1.4 можна зробити кілька важливих висновків:

• по-перше, привертає увагу різке кількісне нарощування оборотних активів у 2015 році та аналогічно різке зменшення у 2016 році;

[1] Статистична інформація [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. Офіційний сайт. — Режим доступу: http:// www.ukrstat.gov.ua. — Назва з екрана.

• по-друге, в загальному можна виділити тенденцію до зростання вартісного вираження обсягу оборотних активів (при цьому, треба зважати, що у значній мірі ці процеси можна пояснити різкою девальвацією гривні у період кризи 2014–2015 рр.);

• по-третє, частка оборотних активів протягом досліджуваного періоду коливалася в межах 45–55 % від усіх активів великих і середніх підприємств України.

Для нашої держави протягом тривалого часу є характерною висока частка поточних зобов'язань у загальній вартості джерел формування майна корпорацій — на рівні 47–50 % (рис. 2.1.5):

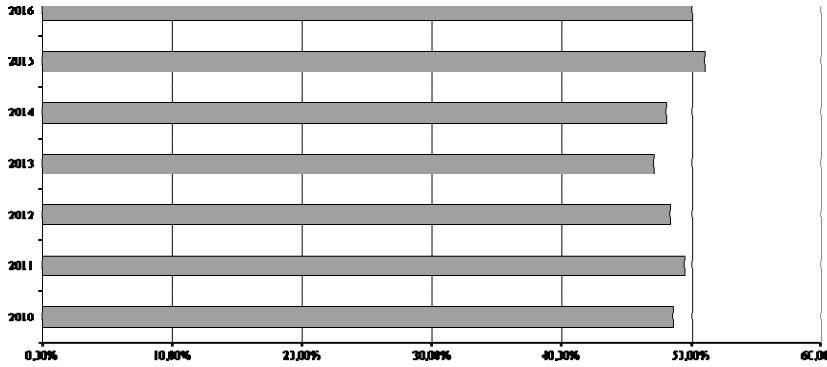


Рис. 2.1.5. Частка поточних зобов'язань у загальній вартості пасивів великих і середніх підприємств України у 2010–2016 рр., %

Джерело: складено автором за [1].

Для управління робочим капіталом використовується добре відомий набір заходів. У загальному, управління робочим капіталом є багатокомпонентним процесом і включає (рис. 2.1.6).

Проте вітчизняна практика доводить, що методи управління робочим капіталом реалізуються не завжди ефективно і послідовно. Потенціал успішного управління робочим капіталом за рахунок інструментарію контролінгу вітчизняними корпораціями використовуються мало. Особливо значимими вказані проблеми є на сьогодні, коли нестійка та нестабільна економічна кон'юнктура чинить додатковий тиск на корпорацію. В умовах макроекономічної нестабільності ефективне управління робочим капіталом забезпечує фінансову незалежність і свободу в управлінні грошовими потоками.

[1] Статистична інформація [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. Офіційний сайт. — Режим доступу: http:// www.ukrstat.gov.ua. — Назва з екрана.

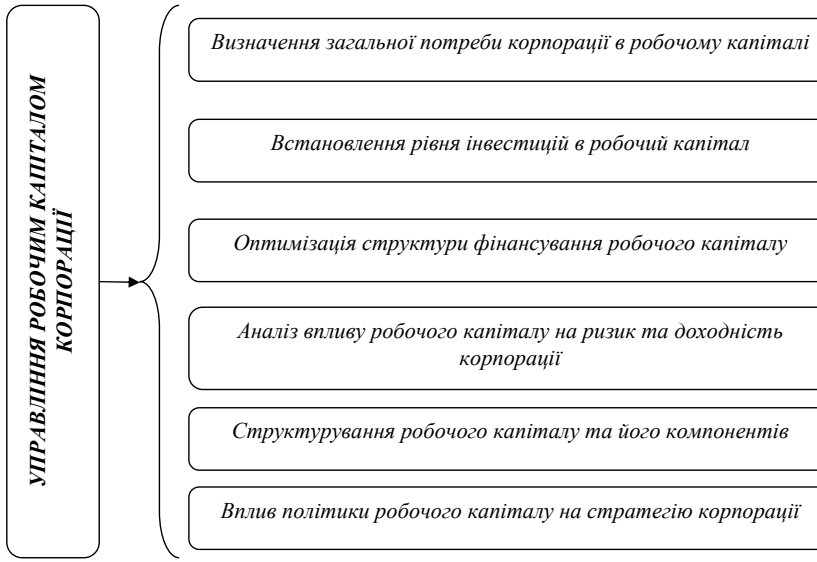


Рис. 2.1.6. Складові управління робочим капіталом корпорації
Джерело: систематизовано автором

Утім, важливим є значення управління робочим капіталом і в періоди сприятливої макроекономічної динаміки, незважаючи на той факт, що менеджмент зосереджується першочергово на кількісному нарощуванні інвестицій. Роль у таких процесах робочого капіталу визначається певним парадоксом: зростає необхідність у забезпеченні високої ліквідності для створення передумов для економічного зростання і нарощування інвестицій. В таких умовах ліквідність стає передумовою успішного управління робочим капіталом. Корпорації часто ігнорують той факт, що «додаткове» зростання, у т.ч. — доходів, також вимагає відповідного додаткового фінансування оборотного капіталу. Тому, управління робочим капіталом у будь-якій макроекономічній ситуації є невід'ємною частиною ефективної корпоративної стратегії.

На тактичному рівні необхідність використання контролінгу для управління робочим капіталом обумовлюється необхідністю реалізації наступних оперативних рішень (рис. 2.1.7):

Рис. 2.1.7. Прагматичні тактичні рішення в управлінні робочим капіталом корпорації

Джерело: систематизовано автором

Цілком очевидним є той факт, що оптимізація робочого капіталу досягається за допомогою цільового формування бізнес-процесів. Процес контролю є ключовим в успішному управлінні робочим капіталом. Відповідно до вже виділених компонентів робочого капіталу, на наш погляд, першочергово слід оптимізувати 3 бізнес-процеси на рівні корпорації:

1. Зниження рівня запасів і скорочення часу їх перебування на складі за рахунок процесу Forecast-to Fulfill (від прогнозування до виконання робіт). У цьому контексті погодимося з думкою окремих вітчизняних економістів: «Серед великої різноманітності методів і моделей управління запасами на практиці застосовується досить обмежена їх кількість. Зазвичай, це ті моделі, які дозволяють одержати відносно прості способи регулювання параметрів замовлення, поставок і рівнів запасів на складі, і, разом з тим, не вимагають великих обсягів початкової інформації та складних методів контролю» [1].

Як бачимо, Ю. Тараненко цілком аргументовано визнає, що вітчизняні корпорації в процесі управління запасами першочергово орієнтуються на ті методи, які потребують обмеженої інформації. Такі підходи, зрозуміло обмежують використання інструментарію контролінгу, з іншого боку — обумовлюють необхідність його використання, оскільки забезпечення інформа-

[1] *Тараненко Ю.* Моделі управління запасами на торгівельних підприємствах / Ю. Тараненко // Агросвіт. — № 3. — 2016. — С. 40-44.

цією є однією з його основних функцій. Отже формування системи управління матеріальними запасами підприємства з метою підвищення його вартості передбачає застосування певного алгоритму дій, у забезпеченні якого важливу роль повинен відігравати інструментарій контролінгу.

2. Прискорення платежів клієнтів і зменшення терміну повернення дебіторської заборгованості в процесі Order-to-Cash (від замовлення до оплати). Вітчизняні вчені підкреслюють, що для українських бізнес-структур характерним є надзвичайно високий рівень проблем в управлінні дебіторською заборгованістю[1]:

✓ відсутність чіткої інформації щодо термінів погашення зобов'язань підприємствами-дебіторами;

✓ не розроблений регламент і методика роботи з простроченою дебіторською заборгованістю;

✓ недостатність даних, а іноді їх повна відсутність, про зростання витрат, пов'язаних зі збільшенням розміру дебіторської заборгованості;

✓ не здійснюється оцінка фінансового стану дебіторів і ефективність надання відстрочок платежів.

Узагальнена схема системи управління дебіторською заборгованістю підприємства є сукупністю підсистем, що відображують агреговані комплекси дій з підвищення фінансових можливостей підприємства. У функціонуванні таких підсистем вагому роль повинен відображати контролінг.

3. Перенесення платежів постачальникам на майбутнє в процесі Purchase-to-Pay (від поставки до оплати).

В якості основи успішного управління робочим капіталом трьом зазначеним оперативним процесам край необхідний наскрізний процес контролінгу. Він включає управління процесом формування цілей, а також планування і контроль робочого капіталу.

Крім обліку робочого капіталу в процесі планування (бюджетування, прогнозування), контролінг, з одного боку, має піклуватися про інформативність і прозорість звітності, а з іншого, спираючись на систему цілей вищого рівня, координувати цілі різних функціональних підрозділів підприємства за допомогою міжфункціональних ключових показників ефективності (KPI) робочого капіталу.

Підрозділи, які беруть участь у виробництві або наданні послуг, у переважній більшості випадків орієнтовані на локальні показники успіху, що часто призводить до безгосподарності і надмірного росту робочого капіталу.

---

[1] *Блакита Г.* Актуальні питання управління дебіторською заборгованістю / Г. Блакита, О. Бровко // Збірник наукових праць ВНАУ. Серія «Економічні науки». — 2012. — №3. — С. 23-29.

Адже як правило, зростання успішності окремих підрозділів без врахування інтересів інших учасників процесу створення продукту і генеральних цілей компанії практично завжди призводить до зростання робочого капіталу.

Роль контролінгу у забезпеченні ефективного управління робочим капіталом насамперед полягає у створенні системи оцінки результативності, на основі якої можна зробити висновок щодо доцільності використання тих чи інших інструментів. У сучасному розумінні, збалансована система показників не лише дає повне уявлення щодо оцінки ефективності бізнесу в комплексному ракурсі, тобто з точки зору як фінансових, так і нефінансових показників, а й надає можливість управляти реалізацією довгострокової стратегії[1].

Генезу системи збалансованих показників у науковій літературі найчастіше представляють таким чином[2]:

1) перший етап. Збалансована система показників визначалася як певна система оцінки ефективності за фінансовими та нефінансовими показниками без виділення причинно-наслідкової логіки між ними, процесами та явищами;

2) другий етап. Основний акцент досліджень спрямований на стратегічну функцію системи збалансованих показників. Усе більшого використання та розвитку набувають скорингові карти, а цілі в розрізі перспектив стають відправною точкою причинно-наслідкових зв'язків між показниками у системі. Таким чином, BSC стає цілісною та стратегічно орієнтованою;

3) третій етап. Зростає важливість ефективного аналізу результатів діяльності. Тобто спрямованість на стратегічний результат є визначальною у збалансованій системі показників. Велика увага приділяється усуненню недоліків системи у вигляді суперечностей між стратегічними цілями та показниками.

Інша проблема управління робочим капіталом, що випливає з цих цільових конфліктів, полягає в організаційному закріпленні служби управління/контролінгу робочого капіталу в компанії. Окремі підрозділи та операційні бізнес-одиниці зазвичай зосереджуються на своїх власних цілях і заданих цільових показниках рентабельності.

У цьому контексті необхідно переконатися в тому, що цілі управління робочим капіталом у рівній мірі розглядаються і кореспондуються з іншими корпоративними цілями. Таким чином, повинна бути створена корпоративна культура, в якій вартість залучення капіталу враховується не тільки в прийнятті інвестиційних рішень, але і в повсякденній діяльності. Відома практика

---

[1] Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп–Бизнес», 2006. — 304 с.

[2] Yadav N. Era of Strategic Performance Management post 2000: Thinking beyond Balanced Scorecard/ Neetu Yadav. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2080319.

вартісно-орієнтованого управління робочим капіталом, наприклад, на основі концепції економічної доданої вартості (EVA).

Управління робочим капіталом на основі даної концепції у зарубіжній практиці виявляється успішним, оскільки відбувається автоматичний облік усіх витрат на залучення капіталу і віднесення до відповідальних підрозділів у вигляді дерева чинників створення вартості. Тому було б доцільно прив'язати змінну частину винагороди менеджерів до KPI, що враховують вартість залучення капіталу.

Таким чином, питання оптимізації робочого капіталу слід інтегрувати в більш широкий контекст управління зростанням вартості компанії, щоб уникнути невдалого управління через ізольований розгляд робочого капіталу. Зрештою, ініціативи щодо оптимізації (скорочення) робочого капіталу мають межі; вони не можуть бути реалізовані, якщо при цьому стикається з цим ризиком ліквідність компанії, виникає загроза гарантіям своїх поставок або загальному успіху компанії.

Дебіторську заборгованість клієнтів можна відносно легко зменшити, наприклад, за допомогою інструменту факторингу, надання знижок або форсованого знецінення простроченої дебіторської заборгованості, що призведе до зниження прибутку підприємства. З точки зору досягнення необхідної ефективності компанії, такі компроміси мають сенс, якщо вони позитивно відбиваються на зростанні вартості компанії.

2.2. Методичний інструментарій планування та контролю грошових потоків підприємств

В динамічних умовах внутрішнього та зовнішнього середовища функціонування підприємства та появи інноваційних методів та інструментів системи фінансового управління підприємством потребує удосконалення методика планування та контролю грошових потоків. Для реалізації ефективного процесу планування та контролю грошових потоків важливого значення набуває процес розробки практично-орієнтованої методики планування та контролю грошових потоків. Вказана методика повинна передбачати організаційний та аналітичний супровід розробки і реалізації управлінських рішень в сфері планування та контролю грошових потоків.

Суть організаційного супроводу полягає у формуванні чіткого алгоритму дій, забезпечення ефективної взаємодії між суб'єктами, що беруть участь у процесі планування грошових коштів і забезпечують їх контроль. Аналітичний супровід прийняття управлінських рішень полягає у формуванні набору

конкретних показників (індикаторів), що виступають орієнтирами під час здійснення планування та контролю грошових потоків. Крім того методика планування та контролю грошових потоків повинна передбачати набір конкретних інструментів, які дозволяють забезпечити процес формування планів (бюджетів) руху грошових коштів, їх оптимізацію, та запропонувати інструменти забезпечення контролю за рухом грошових коштів.

Для забезпечення ефективного процесу планування та контролю грошових потоків пропонується така методика (рис.2.2.1). Пропонована методика передбачає сім послідовних етапів, комплексна реалізація яких повинна забезпечити ефективне планування та контроль грошових потоків підприємств.

Кожному із етапів властиві специфічні методичні прийоми та інструменти, застосування яких повинно надати необхідну аналітичну інформацію для прийняття управлінських рішень.

Саме тому вихідним елементом пропонованої методики планування та контролю грошових потоків є формування інформаційної бази. Воно може бути реалізоване через формування спеціальних каналів забезпечення необхідною інформацією із внутрішнього і зовнішнього середовища. Складність формування ефективної інформаційної бази для планування та контролю грошових потоків пов'язана в першу чергу з динамічним характером даної категорії.

Поняття «грошовий потік підприємства» є агрегованим, що включає у свій склад численні види надходжень та виплат грошових коштів, які обслуговують господарську діяльність.

Для розробки системи ідентифікації грошових потоків у цілях їх планування і контролю важливо структурувати всі грошові потоки підприємства. З цією метою доцільно розробити систему кодування, яка повинна враховувати вид діяльності (операційна, інвестиційна, фінансова), напрям руху грошових коштів (надходження чи виплати) і конкретну групу доходів чи витрат підприємства з можливою подальшою конкретизацією конкретного виду витрат підприємства.

Класифікатор грошових потоків необхідний для систематизації руху грошових коштів і повного розуміння процесів, що відбуваються на підприємстві. Основою для формування класифікатора грошових потоків є деталізований аналіз і групування всіх надходжень і виплат підприємства за попередній рік.

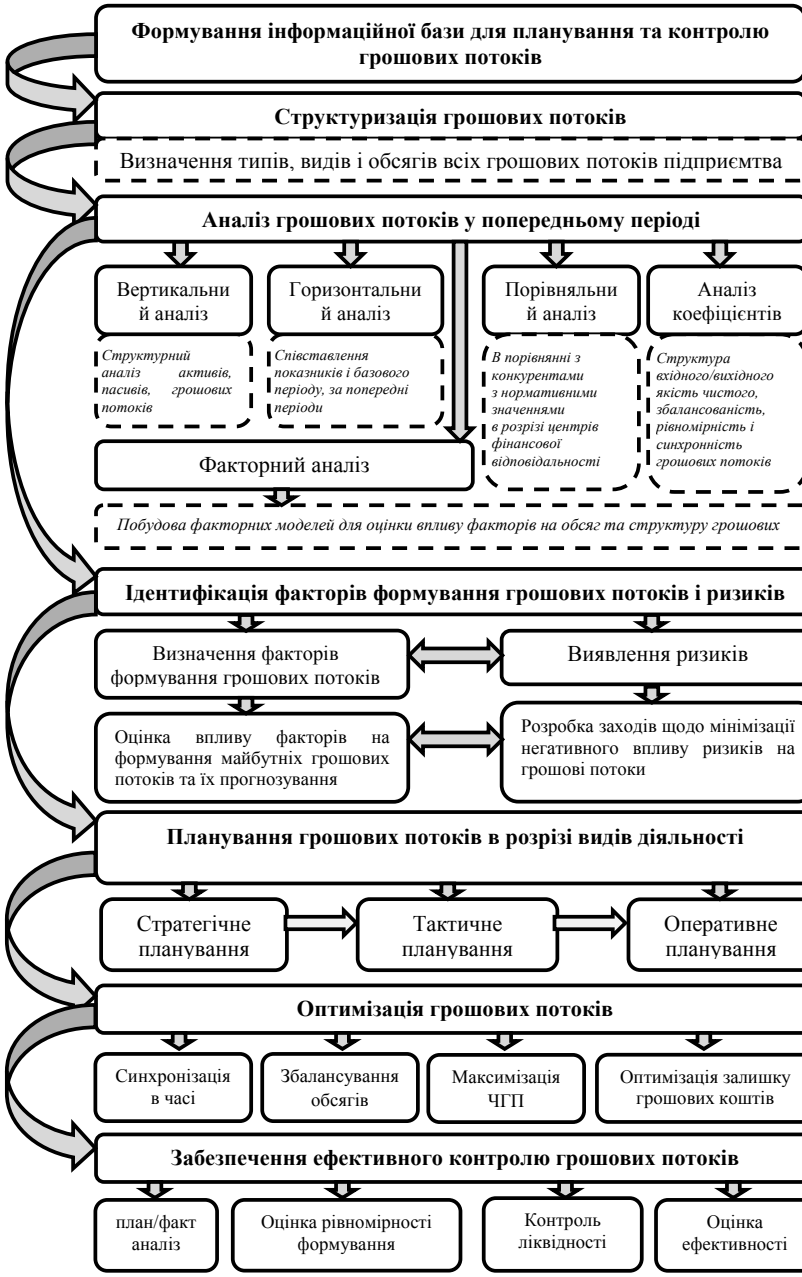


Рис.2.2.1. Методика планування грошових потоків і їх контролю

**Джерело: складено автором*

На думку І. Моторіної[1] найоптимальнішим при формуванні класифікатора грошових потоків є використаннячотирьохзначного коду для кожної статті. При додаванні окремої статті надходжень чи виплат грошових коштів їй призначається певний унікальний код, який дозволяє побачити на скільки важливою і деталізованою є група, виходячи із кількості статей, що в неї входять. У результаті наявність класифікатора допомагає планувати та контролювати рух грошових коштів.

У розвиток даного підходу до формування класифікатора грошових потоків, на нашу думку. доцільно в групу «1000» включити надходження грошових коштів від операційної діяльності в розрізі надходжень від конкретних товарних груп, чи видів послуг (або в розрізі конкретних покупців чи споживачів послуг). У групу «2000» включити надходження від інвестиційної діяльності, що як правило передбачає дохід від продажу об'єктів основних засобів чи нематеріальних активів або від володіння цінними паперами. В групу «3000» доцільно включити надходження грошових коштів від фінансової діяльності, що передбачають залучення додаткового капіталу на фінансовому ринку, задля фінансування операційної та інвестиційної діяльності.

Група класифікатора «4000» повинна включати виплати грошових коштів у рамках операційної діяльності, які стосуються розрахунків з постачальниками, в розрізі кожного окремого контрагента. Група класифікатора «5000» повинна включати виплати грошових коштів у рамках покриття операційних витрат підприємства (з деталізацією по агрегованим статтям витрат підприємства). У групу класифікатора грошових потоків «6000» доцільно включити виплати грошових коштів, які стосуються сплати податків та інших обов'язкових платежів (деталізацію варто здійснити в розрізі окремих груп податків, зборів чи соціальних внесків).

Крім вказаних елементів у цілях планування грошових потоків систему ідентифікації доцільно доповнити характеристиками: за передбачуваністю, за стабільністю часових інтервалів, за неперервністю формування, за методом оцінки в часі. У цілях контролю важливою є детермінація грошових потоків: за можливістю регулювання, за рівнем достатності обсягу грошового потоку, за рівнем збалансованості.

За передбачуваністю грошові потоки підприємства поділяються на плановий грошовий потік, позаплановий грошовий потік. Плановий грошовий потік характеризується можливістю передбачення в якій сумі і коли надійдуть грошові кошти на підприємство або будуть ним використані. Рух грошових коштів, який ви-

[1]*Моторина И.* Планирование деятельности предприятия с помощью ОДСС: опыт практика [Електронний ресурс] / Ирина Моторина // Журнал «Финансовый директор». — №11. — 2014. — Режим доступу до ресурсу: http://e.fd.ru/article.aspx?aid=358743

никає на підприємстві позапланово, характеризується як позаплановий грошовий потік Розроблена таким чином система ідентифікації та структуризації грошових потоків дозволить підвищити ефективність процесу управління грошовими потоками, сформує передумови для покращення їх планування та контролю.

Наступним етапом пропонованої методики планування та контролю грошових потоків підприємства є аналіз грошових потоків у попередньому періоді. Ретроспективний і поточний аналіз грошових потоків виступає вагомим підґрунтям для формування системи планування грошових потоків, їх контролю, виявлення основних чинників і ризиків, які пов'язані з формуванням грошових потоків підприємства. Аналіз грошових потоків передбачає використання різного роду аналітико-методичного інструментарію, який дозволяє виявити основні умови формування та використання грошових потоків у попередніх періодах, виявити та проаналізувати структурні компоненти грошових потоків підприємства.

Дані аналізу грошових потоків є важливою передумовою не лише для планування грошових потоків, але і для їх контролю. З цією метою може використовуватись система контрольних індикаторів, які будуть сигналізувати менеджменту підприємства про поточну ситуацію в сфері управління грошовими потоками (табл. 2.2.1).

Таблиця 2.2.1

Система аналітичних показників контролю грошових потоків

Складові контролю	Назва показників
План-факт аналіз формування грошових потоків	коефіцієнти зміни позитивного та негативного грошового потоку по видам діяльності
Оцінка ефективності розподілу грошових потоків по напрямкам діяльності	коефіцієнти достатності чистого грошового потоку за період
Оцінка рівномірності формування грошових потоків в часі	коефіцієнт часової кореляції грошових потоків
Контроль ліквідності грошових потоків	коефіцієнти ліквідності грошових потоків
Оцінка ефективності грошових потоків	коефіцієнти ефективності грошових потоків

** Джерело: Сформовано автором*

На підставі аналізу грошових потоків виявляються основні фактори, які здійснюють вплив на формування та розподіл грошових потоків підприємства. На формування грошових потоків суттєво впливають фактори, які можна поділити на внутрішні та зовнішні.

Внутрішні фактори включають: життєвий цикл підприємств, тривалість операційного циклу, сезонність виробництва і реалізації, невідкладність інвестиційних програм, амортизаційна політика, коефіцієнт операційного левериджу, фінансовий менталітет власників. До зовнішніх факторів відносять:

кон'юнктуру товарного ринку, кон'юнктуру фондового ринку, систему оподаткування підприємств, систему кредитування покупців і постачальників, систему розрахункових операцій, доступність фінансового кредиту.

Далі перейдемо безпосередньо до розгляду основних методичних положень планування грошових потоків на тактичному та операційному рівнях. Основними плановими документами щодо тактичного та оперативного управління грошовими потоками є бюджет руху грошових коштів (складається на рік з розбивкою по кварталам і місяцям), звіт про його виконання та платіжний календар (формується на місяць з розбивкою по дням). Також важливою є розробка реєстру надходжень і платежів підприємства задля оперативного планування та контролю грошових потоків підприємства.

У науково-практичній літературі з управління грошовими потоками виділяють два принципово різних підходи до складання бюджету руху грошових коштів (Cash Flow Budget, CFB) на рік. Він може формуватись прямим і непрямим способами. У першому випадку послідовно плануються очікувані результати по статтям надходження і використання грошових коштів. Згідно другого підходу CFB будується виходячи з очікуваного розміру чистого прибутку, який коригується з урахуванням змін у структурі активів і зобов'язань і не грошових статтях (наприклад амортизації). Частіше використовується перший спосіб, оскільки він дозволяє побачити з чим пов'язане надходження чи вибуття грошових коштів, дає відповідь на запитання чому у прибуткової компанії може не бути грошей на рахунку. Класична форма CFB по структурі є подібною до форми №3 «Звіт про рух грошових коштів», оскільки в даному бюджеті всі грошові потоки групуються по трьом видам діяльності. CFB складений прямим методом визначає суми майбутніх надходжень і виплат у результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. Його основним призначенням є управління ліквідністю і платоспроможністю, за його допомогою можна визначити наступні параметри:

- основні напрямки витрачання та джерела надходження грошових коштів по кожному виду діяльності;
- достатність фінансових ресурсів для роботи підприємства;
- потребу в залученні зовнішнього фінансування та його об'єм, що необхідний для збалансування операційної та інвестиційної діяльностей;
- залишки грошових коштів на кінець періоду.

При складанні CFB від досягнутого рівня за основу беруться дані про надходження та витрачання грошових коштів за попередні періоди, при цьому отримані дані розподіляються на 2 групи:

- суми, які не потребують коригувань — постійні платежі, які не міняються на протязі визначеного періоду;

➢ суми, які потребують коригувань у зв'язку з інфляцією, зміною масштабів чи структури діяльності, рівня перенесених з минулого періоду на майбутній зобов'язань[1].

Найскладнішими для планування є грошові потоки від операційної діяльності. На думку М. Тихомирової[2], підготувати прогноз короткострокових зобов'язань перед постачальниками і підрядниками, а також отриманих авансів від покупців можна детально або наближено. При детальному підході прогнозний бюджет складають виходячи з повного переліку контрагентів, обсягу закупівель кожного із них і з урахуванням умов оплати. В рамках наближеного підходу використовуються певні припущення і середні показники. На практиці застосовують поєднання обох підходів, усе залежить від масштабу підприємства, кількості контрагентів і питомої ваги кожного з них у загальній сукупності. Якщо у більшості з них однаковий оборот, то раціональнішим є застосування приблизного методу. Планувати кредиторську заборгованість перед постачальниками і підрядниками доцільно помісячно або поквартально, при цьому важливим є той факт, щоб періодичність цих показників співпадала з датами фактичного балансу підприємства, для того, щоби можна було простежити виконання бюджету на протязі року.

Прогноз кредиторської заборгованості перед постачальниками і підрядниками залежить від обсягу закупівель товарів і послуг у вартісному вираженні, а також від умов оплати. При використанні деталізованого підходу, обсяг закупівель формується виходячи з необхідної номенклатури продукції в розрізі постачальників. При використанні наближеного підходу (табл. 2.2.2) достатньо мати загальну суму закупівель у вартісному вираженні.

Таблиця 2.2.2

Розрахунок прогнозної суми кредиторської заборгованості

№	Показник	Формула розрахунку	Умовні позначення
1.	Період обороту кредиторської заборгованості, $ПО_{кз}$	$ПО_{кз}=КЗ_{ф}/С\times Т$	$КЗ_{ф}$ — кредиторська заборгованість (середня); С — собівартість на кінець звітного періоду; Т- кількість днів у періоді; ОЗ — обсяг закупівель (плановий).
2.	Прогнозна сума кредиторської заборгованості, $КЗ_{пр.}$	$КЗ_{пр}=ОЗ/Т\times ПО_{кз}$	

**Складено автором на основі*[3]

[1]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор».– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.– С. 36.

[2]*Тихомирова М.* Как планировать кредиторскую задолженность при составлении бюджета [Електронний ресурс] / Мария Тихомирова// Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/227/bssPhr176/?of=copy-7fac5f5cda

[3]Там само.

При вивченні умов оплати потрібно враховувати лише тих постачальників, з якими погоджена дата оплати після переходу права власності на товар або після надання послуг. При наближеному підході умови оплати (відстрочку платежу, тобто період обороту) можна розраховувати виходячи з фактичного балансу і звіту про фінансові результати на останню звітну дату.

Для цілей планування фактичний період відстрочки платежу необхідно скоригувати з урахуванням планових змін на наступний період. Варто зазначити, що під час планування кредиторської заборгованості варто виключати обсяги закупівель, що здійснюються на умовах передоплати (за умови дотримання і незмінності цих умов і їх виконання).

На думку М. Тихомирової[1], для того, щоб спрогнозувати суму по статті «аванси отримані», необхідно зібрати дані щодо обсягів майбутніх продажів клієнтам на умовах передоплати та інформацію щодо цих умов. Обсяги продажів на умовах передоплати. З початку необхідно визначити у відділі продаж планові зміни умов оплати від контрагентів на наступний період. Для прогнозу використовують погоджений план продажів, в якому деталізовані умови оплати, пропоновані кожному контрагенту, з нього необхідно взяти інформацію щодо покупців, які працюють на умовах передоплати та плановий обсяг продажів по ним у вартісному вираженні.

Умови передоплати. На більшості великих підприємств усіх клієнтів ділять на категорії залежно від ступеню їх кредитоспроможності та надійності. Залежно від цього їм надають різні умови передоплати, для цього їх доцільно розподілити на різні категорії. Універсальної формули для розрахунку прогнозної суми авансів не існує, оскільки умови передоплати та відстрочки платежу можуть сильно варіюватись у різних компаніях. Але в загальному, якщо сума авансу залежить від вартості одного відвантаження, розрахувати прогнозну суму отриманих авансів можна за формулою №2 (табл. 2.2.3).

При цьому важливо врахувати, що умови передоплати у всіх контрагентів можуть бути різними. Так, якщо аванс від контрагента отримують за кожне відвантаження, то може бути використана формула №1 (табл. 2.2.3). Варто зазначити, що наведені формули можуть спрогнозувати точні результати при умові збереження договірних умов щодо термінів передоплати.

---

[1] *Тихомирова М.* Как планировать кредиторскую задолженность при составлении бюджета [Електронний ресурс] / Мария Тихомирова// Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/227/bssPhr176/?of=copy-7fac5f5cda

Таблиця 2.2.3

Розрахунок прогнозної суми отриманих авансів від контрагентів

№	Показник	Формула розрахунку	Умовні позначення
1	Прогнозна сума авансу за 1 відвантаження, $А_{1п}$	$А_{1п} = (ОР_п/К_в)\times А_д$	$ОР_п$ — плановий обсяг реалізації клієнту в звітному періоді; $К_в$ — кількість відвантажень; $К_{вм}$ — мінімальна кількість відвантажень, що покрита авансом; $А_д$ — розмір авансу по умовам договору (%); $А_{1п}$ — прогнозна сума авансу за 1 відвантаження; АП- прогнозна сума отриманих авансів від контрагентів на різних умовах *i* — порядковий номер контрагента, який оплачує аванс за одне відвантаження; *j* — порядковий номер контрагента, який оплачує аванс за кілька відвантажень (визначену кількість); *N*, *M* — кількість контрагентів відповідної групи.
2	Прогноз авансів за мінімальну партію відвантажень у періоді, $А_м$	$А_м = (ОР_п/ К_в)\times К_{вм}$	
3	Прогнозна сума отриманих авансів від контрагентів на різних умовах, АП	$АП = \sum_{i=0}^{N} АП_i^{'} + \sum_{j=0}^{M} АП_j^{''}$	

**Складено автором на основі*[1]

Для того, щоб визначити надходження грошових коштів від покупців та їх виплати постачальникам Є. Лісіцина[2] та О. Борисов пропонують використовувати такі формули табл. 2.2.4.

Таблиця 2.2.4

Формули для розрахунку планових надходжень і виплат грошових коштів від операційної діяльності

№	Показник	Формула розрахунку	Умовні позначення
1	Середній термін погашення дебіторської заборгованості, $Т_{дз}$	$(ДЗ_п+ДЗ_к)/(2\times(В-В_в+ПДВ_{-а}+А_{-а}))\times Т$	А — акцизи нараховані до суми виручки, грн; АЗ — акцизи по сировині в матеріалам у запасах, грн; АС — акцизи по списаній на собівартість сировині, грн; АП– аванси покупців, грн;
2	Середній термін отриманих авансів, $Т_{ап}$	$(АП_п+АП_к)/(2\times(В_а+ПДВ_а+А_а))\times Т$	

[1]*Тихомирова М.* Как планировать кредиторскую задолженность при составлении бюджета [Електронний ресурс] / Мария Тихомирова// Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/227/bssPhr176/?of=copy-7fac5f5cda.

[2]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор»,– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.– С.30.

№	Показник	Формула розрахунку	Умовні позначення
3	Дебіторська заборгованість на кінець планового періоду, $ДЗ_к^{пл.}$	$(2\times Т_{дз}\times(В^{пл.}-В_а^{пл.})-(ПДВ_{-а}^{пл.}+А_{-а}^{пл.}))/Т-ДЗ_к$	АПП — аванси постачальникам і підрядникам, грн; В — виручка, без ПДВ, грн; ПДВ — податок на додану вартість у сумі виручки, грн; ПДВЗ — податок на додану вартість у запасах сировини, грн; ПДВС– податок на додану вартість по списаній на собівартість сировині, грн; С — собівартість сировини, грн; З — запаси сировини, грн; КЗ — кредиторська заборгованість по оплаті сировини, грн; ДЗ — дебіторська заборгованість, грн; Т — звітний період, дні. Індекси величин: «п» і «к» — початок і кінець періоду; «а» — з авансом; «-а» — без авансу; «пл.» — дані планового періоду
4	Кредиторська заборгованість на кінець планового періоду, $КЗ_к^{пл.}$	$(2\times Т_{ап}\times(В^{пл.}+ПДВ_а^{пл.}+А_а^{пл.}))/Т-АП_к$	
5	Планові надходження грошових коштів від покупців, $Н_{пл.}$	$В^{пл.}+ПДВ^{пл.}+А^{пл.}+ДЗ_к-ДЗ_к^{пл.}-АП_к+АП_к^{пл.}$	
6	Планові виплати грошових коштів постачальникам, $В_{пл.}$	$КЗ_к-КЗ_к^{пл.}+(С^{пл.}+ПДВС^{пл.}+АС^{пл.})+(З_к^{пл.}-З_к+ПДВЗ^{пл.}+АЗ_к^{пл.}-ПДВЗ_к+АЗ_к)+(АПП_к^{пл.}+АПП_к)$	

**Складено автором на основі*[1]

Також при плануванні виплат по заробітній платі вони рекомендують використовувати існуючі на підприємстві графіки платежів по заробітній платі.

Що ж до планування податкових платежів пропонується створення спеціальної допоміжної таблиці, в якій доцільно відобразити очікувані розміри податкової бази та виплат (наприклад, якщо складений бюджет доходів і витрат, у якому вказаний плановий прибуток підприємства, необхідно розрахувати прогнозовані нарахування по даному податку та побудувати графік перерахування податку до бюджету).

Грошові потоки по інвестиційній діяльності плануються окремо та переносяться до CFB. Грошові потоки по інвестиційній діяльності визначаються графіками здійснення капітальних вкладень, що базується на угодах з підрядниками, кошторисах і документами, які регламентують рух грошових коштів у рамках фінансових інвестицій.

Грошові потоки по фінансовій діяльності плануються виходячи із графіків отримання у виплат власних чи позикових фінансових ресурсів. План грошових потоків по фінансовій діяльності доцільно складати в розрізі окремих джерел фінансування: власний капітал (додаткова емісія акцій, викуп

[1]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор»,– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.

акцій, виплата дивідендів та ін.), позиковий капітал: банківський кредит (отримання кредитів та виплати по ним), облігації (емісія облігацій і їх погашення) та ін.

Важливими методичними інструментами, які дозволяють налагодити ефективно діючу систему планування та контролю грошових потоків є нормативи та ліміти. На думку П. Боровкова[1], планові значення по статтям бюджету (плану) можуть бути задані нормативами або лімітами, при цьому досить часто по одних і тих же статтях встановлюються як нормативи, так і ліміти. Норматив — значення показника по бюджетній статті, яке не можна не досягти за жодних обставин. Нормативи слугують оцінкою успішності центрів відповідальності як бізнес-напрямків або професійної придатності працівників на конкретних посадах. Існує три типи нормативів: «обмеження зверху», «обмеження знизу» та «цифра в цифру».

Норматив «обмеження зверху» визначають максимально можливе значення по статті бюджету (наприклад: прострочена заборгованість по контрагенту повинна бути не більше ніж 10% від загальної суми його заборгованості). Тобто це фактично верхні порогові значення статті бюджету. Норматив «обмеження знизу» — цей тип нормативів фіксує мінімальні допустимі значення по бюджетним статтям (наприклад: обсяг виручки від реалізації продукції має бути не меншим ніж 10 млн грн). Норматив «цифра в цифру» — специфічний вид нормативу, за якого ставиться завдання витримати значення показника на строго заданому значенні, не більше і не менше. (Наприклад штатний розклад з посадовими окладами по кожній групі працівників, що є основою для визначення виплат по основній заробітній платі).

Ліміт — це діапазон (коридор) значень, у межах якого може варіюватись певний плановий показник. У принципі ліміт можна вважати різновидом нормативу. Різниця полягає в тому, що ліміти мають як правило кілька рівнів, а також можуть пов’язувати між собою різні планові показники. Під рівнями лімітів мається на увазі те, що для одного і того ж показника може бути задано декілька варіантів відхилень, які відрізняються одне від одного істотністю та вагомістю. Наприклад, комплексна система лімітів може виглядати так: цільове значення середньомісячних продаж 10 млн грн, допустиме відхилення по середньомісячним продажам (1 рівень ліміту) — 2 млн грн, критичне відхилення по середньомісячним продажам — 4млн грн, що означатиме, що

[1]*Боровков П.* Как нормировать и лимитировать плановые значения по статьям бюджета [Електронний ресурс] / Павел Боровков // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/218/lara58/?of=copy-0bb4977995.

при досягненні фактичних обсягів реалізації у 6 млн грн план визнається не виконаним і потребує коригування на наступний період.

Для того, щоб контролювати виконання CFB доцільно відобразити в ньому ліміти по укрупненим статтям. Це дозволить бачити на скільки вичерпаним є бюджет та чи можна акцептувати чергову заявку від того чи іншого підрозділу без додаткового погодження з керівництвом[1].

Для щоденного управління грошовими потоками CFB не підходить, оскільки в ньому немає лімітів по статтям щоденного надходження і використання грошових коштів, без яких не можливо контролювати заявки на платежі від підрозділів підприємства. Для ефективного оперативного управління грошовими потоками підприємства, щоби мінімізувати можливість виникнення розрахунково-касових розривів і планування поточних платежів необхідною є розробка платіжного календаря.

Таблиця 2.2.5

Система нормативів і лімітів для руху грошових коштів (приклад)

Вид фінансового плану	Стаття	Норматив	Ліміт	
			Допустиме відхилення	Критичне відхилення
Бюджет руху грошових коштів	Залишок грошових коштів на кінець періоду	5млнгрн	Мінус 5% нормативу	Мінус 10% нормативу
…	…	…	…	…
Платіжний календар	Надходження грошових коштів від покупця «А»	200тис. грн	Мінус 1% від нормативу	Мінус 3% від нормативу

При потребі кількість статей надходжень і виплат можна збільшити, враховуючи особливості діяльності підприємства, також можна кожну зі статей платіжного календаря деталізувати або в розрізі підвидів або в розрізі окремих контрагентів. Для складання платіжного календаря застосовується така методика:

- першим розділом календаря є його дохідна частина, в якій відображається залишок грошових коштів на розрахункових і валютних рахунках, у касі, виручка від реалізації товарів, отримання кредитів, погашення дебіторської заборгованості та інші надходження;
- витратна частина, в якій відображаються всі очікувані витрати і перерахування коштів,у тому числі кредит і погашення кредиторської заборгованості.

[1]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор»,– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.– С.34.

Процес складання платіжного календаря можна поділити на шість етапів: вибір періоду планування (місяць, декада, п'ять днів); планування обсягу реалізації продукції (робіт, послуг); розрахунок обсягу можливих грошових надходжень (основним джерелом грошових коштів є реалізація товарів); оцінка очікуваних у плановому періоді грошових витрат (виплата заробітної плати, комерційні і управлінські витрати; капітальні вкладення, виплата податків ідивідендів, погашення банківських позик; підведення підсумків дозволяє виявити не достаток або надлишок грошових коштів[1].

На думку А. Матвєєва[2], для того, щоби розробити платіжний календар та ефективно застосовувати його на практиці, необхідно: розробити форму платіжного календаря, сформувати реєстр надходжень і виплат, визначити правила заповнення платіжного календаря. Форма платіжного календаря залежить від завдань, які планується вирішувати за допомогою цього інструменту. Найрозповсюдженіші серед них:

- контроль залишків грошових коштів на всіх рахунках і касі підприємства;
- формування детального плану надходження та вибуття грошових коштів. В основі такого плану лежать як очікувані грошові потоки по вже укладеним договорам, так і ті платежі, які можна передбачити з високою долею ймовірності не маючи на руках підтверджуючих документів (наприклад виплата зарплати, податків, прямі витрати на сировину, по яким рахунків може ще не бути, проте сума може бути розрахована; прогноз надходжень від роздрібних продаж);
- забезпечення фінансового директора усією необхідною інформацією щодо майбутніх грошових потоків, яка дозволить приймати рішення щодо тих або інших виплат. В ідеалі платіжний календар повинен містити інформацію не тільки щодо контрагента і даті платежу, але й аналітику по центрам фінансової відповідальності, проектам, статтям бюджету, іншим статтям;
- контроль дотримання лімітів по статтям бюджету та незнижуваних залишків по розрахунковому рахунку;
- моделювання ситуації по принципу «якщо, то», тобто платіжний календар повинен допомагати віднайти оптимальне рішення, яке дозволяє уникати касових розривів.

---

[1]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор»,– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.

[2]*Матвеев А.* Как разработать и применять платежный календарь [Електронний ресурс] / Александр Матвеев // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/98/lara72/?of=copy-b0a1aeb059

Для вирішення поставлених завдань А. Матвєєв[1] рекомендує включити такі статті і графи:

➢ залишки грошових коштів на початок і на кінець періоду. При цьому важливим є не стільки загальний залишок грошових коштів, а розбивка цієї цифри по розрахунковим рахункам і касам підприємства. Лише в такому випадку можна буде швидко вирішити з якого рахунку або з якої каси виділити кошти для платежу;

➢ статті надходження та вибуття грошових коштів. Це основна частина платіжного календаря. Склад статей платіжного календаря повинен співпадати зі статтями БРГК, оскільки в іншому випадку буде складно контролювати дотримання бюджетних лімітів. Але при необхідності для статей платіжного календаря можна передбачити більшу деталізацію;

➢ період і крок планування. Платіжний календар на відміну від БРГК інструмент управління короткостроковою ліквідністю підприємства. Тому на практиці платіжний календар складається на місяць або квартал з розбивкою по дням або тижням відповідно. Чим більшою є деталізація, тим більше можливостей у фінансової служби для усунення касових розривів. Варто зазначити, що при необхідності платіжний календар можна доповнити даними щодо фактичних надходжень і виплат грошових коштів за попередні періоди;

➢ бюджетні ліміти. Для того, щоб за допомогою платіжного календаря було зручно контролювати ліміти по статтям БРГК необхідно передбачити відповідні графи, наприклад «всього по бюджету за місяць», «фактично надійшло/виплачено за місяць» і «залишок ліміту по статті»;

➢ аналітика по статтям руху грошових коштів. Підбір форм і видів аналітики залежить від самого підприємства та інформаційних потреб його менеджменту. Як зазначає А. Матвєєв[2], на практиці можуть застосовуватись наступні аналітичні ознаки: «центр фінансової відповідальності», «проект» (той чи інший проект, до якого відносяться надходження чи виплати підприємства), «банк» (за допомогою цієї аналітичної ознаки конкретизується рахунок, на який надійшли, або з якого були виплачені грошові кошти).

На думку А. Матвєєва[3], реєстр надходжень і платежів призначений для обліку всіх запланованих і здійснених операцій з грошовими коштами. По суті — це таблиця, кожен рядок якої — окрема операція з грошима підпри-

---

[1]*Матвеев А.* Как разработать и применять платежный календарь [Електронний ресурс] / Александр Матвеев // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/98/lara72/?of=copy-b0a1aeb059

[2]Там само.

[3]*Матвеев А.* Как разработать и применять платежный календарь [Електронний ресурс] / Александр Матвеев // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/98/lara72/?of=copy-b0a1aeb059

ємства, а стовбці — аналітика та довідкові дані, що необхідні для коректного обліку і планування грошових потоків. Саме реєстр надходжень і виплат слугує основою для формування платіжного календаря.

У реєстрі по кожній окремій операції крім традиційного — контрагент, реквізити документа, сума –А. Матвєєв[1] та Є. Бірка[2] рекомендують відображати таку інформацію:

- статус заявки — прийнята до виконання або відхилена;
- джерело оплати — рахунок (або каса), з якого будуть перераховані гроші;
- контрольна дата — термін, до якого необхідно погасити зобов'язання перед контрагентом (або отримати гроші від контрагента) відповідно з укладеним договором;
- дата оплати — термін не пізніше контрольної дати, за який планується перерахувати грошові кошти (або очікується їх надходження);
- пріоритет — важливість платежу;
- статус платежу — виконаний або знаходиться в режимі очікування;
- бюджетна стаття — найменування статті бюджету руху грошових коштів на яку буде віднесено заплановане надходження чи вибуття грошових коштів;
- опис — призначення платежу;
- ЦФВ — підрозділ, який відповідальний за планове надходження або витрачання грошових коштів.

Щоденно на основі даних про фактичне надходження грошових коштів, доступному залишку грошей і створеним резервам визначається обсяг грошових виплат, які можуть бути здійснені по менш значимим статтям. Виходячи з цього акцептуються суми по менш значимим статтям. Виходячи з отриманої суми акцептуються заявки на оплату (рис. 2.2.2).

Як зазначає В. Бурмістров[3], на практиці досить часто використовують «лист погодження» з вказівкою прізвищ і посад відповідальних за цей етап осіб або матрицю. Процес погодження заявки на платіж можна відобразити у вигляді такої матриці (таблиця 2.2.6).

---

[1]Тамсамо.

[2]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор».– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.– С.33.

[3]*Бурмистров В*. Как регламентировать контроль исполнения бюджетов [Електронний ресурс] / Виктор Бурмистров // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/1012/qwert48/?of=copy-2e0a2af815

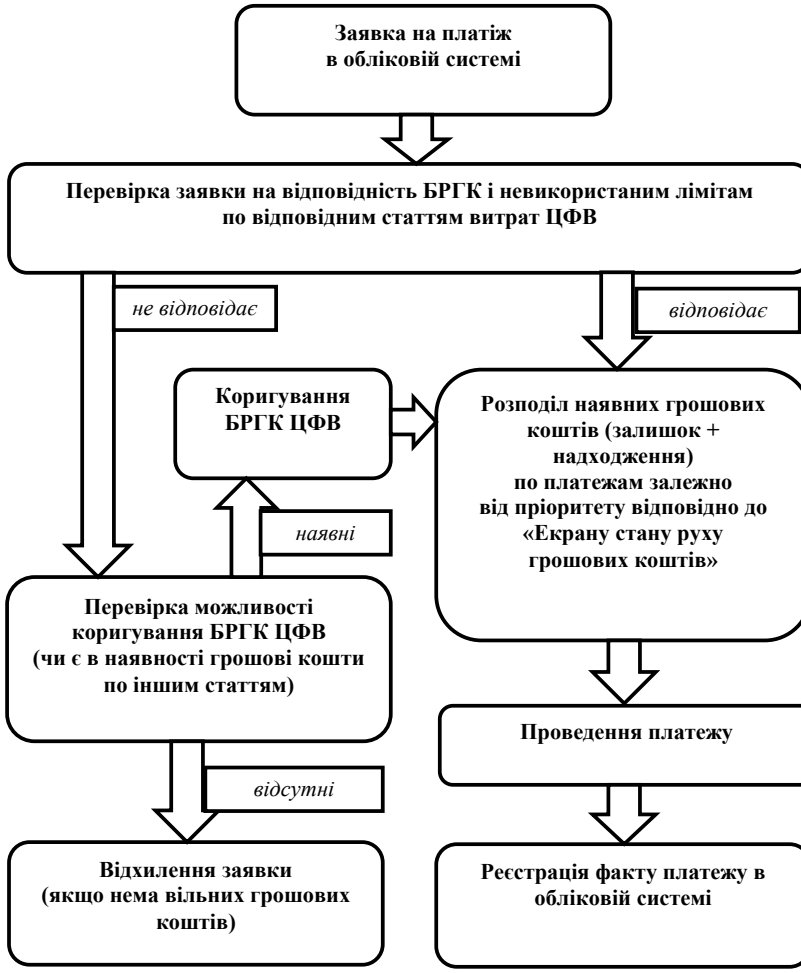


Рис.2.2.2. Процедура оперативного контролю руху грошових коштів

**Складено автором на основі*[1]

На думку Є. Біркої[2], підхід до погодження заявок на платежі повинен передбачати такі дії:

➢ підготовка заявки на платіж (складається і візується ініціатором платежу — працівником підприємства);

---

[1]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор». — Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.–С.52.

[2]*Биркая Е.*. Как организовать согласование платежей [Електронний ресурс] / Евгения Биркая // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/100/lara101/?of=copy-79cf7bec46

➢ контроль доцільності. Заявка перевіряється на доцільність керівником підрозділу;

➢ бухгалтерський контроль. Заявка оцінюється працівником бухгалтерії на повноту і правильність оформлення документів на оплату, які супроводжують заявку, відповідність виплат нормам законодавства;

➢ бюджетний контроль. Фінансовий контролер перевіряє затребуваний платіж на відповідність затвердженому бюджету та дотримання ліміту по відповідній статті витрат;

➢ виконання платежу. Якщо всі етапи погодження пройшли успішно заявка передається в бухгалтерію для безпосереднього перерахування грошових коштів.

Таблиця 2.2.6

Матриця погодження заявки на платіж

Посада	Сума заявки менше встановленого мінімального ліміту	Сума заявки вище встановленого мінімального ліміту, але нижче максимального	Позабюджетні виплати менше встановленого мінімального ліміту	Сума заявки вище встановленого максимального ліміту	Позабюджетні виплати менше встановленого максимального ліміту
Виконавець ЦФВ	Ініціює				
Керівник ЦФВ	Погоджує				
Фінансовий контролер	Затверджує	–	–	–	–
Фінансовий директор	–	Затверджує	Затверджує	–	–
Казначейство	Виконує				
Головний бухгалтер	Погоджує, якщо заявка на нового постачальника				
Генеральний директор	–	–	–	Затверджує	Затверджує
Юридичний відділ	Погоджує, якщо заявка по нестандартному договору				
Директор з безпеки	Погоджує, якщо заявка на нового постачальника				
Члени інвестиційного комітету	Затверджують фінансування проекту, по якому обсяг інвестицій вище встановленого ліміту.				

**Складено автором на основі*[1]

[1]*Бурмистров В.* Как регламентировать контроль исполнения бюджетов [Електронний ресурс] / Виктор Бурмистров // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/1012/qwert48/?of=copy-2e0a2af815

При цьому Є. Біркая пропонує використовувати різні маршрути погодження для різних платежів залежно від таких факторів:

- сума платежу (чим вона більша, тим більше етапів погодження варто пройти);
- контрагент (наприклад всі платежі відносно визначених наперед компаній може візувати лише генеральний директор);
- призначення платежу (для прикладу всі виплати, що пов'язані з купівлею основних засобів о обов'язковому порядку візує фінансовий директор).

В уніфікованій заявці на платіж варто передбачити наступні елементи: реквізити платежу: № рахунку, № договору, найменування контрагента, сума платежу; реквізити створювача: назва підрозділу, що склав заявку, ініціатора платежу; бюджетні дані: вид діяльності, стаття платіжного календаря, термін оплати по платежу, пріоритет платежу. Якщо в заявці є термін платежу і пріоритет, то ці відомості дозволяють при плануванні руху грошових коштів переносити деякі виплати на пізніші дати, уникаючи тим самим касових розривів і штрафів за прострочення платежів

Крім маршруту погоджень, на думку Є. Біркої[1], варто передбачити ситуації, коли на тому чи іншому етапі не отримала погодження. Подальший порядок дій буде залежати від причин відмови в погодженні. Варіанти відмови як правило такі: платіж не доцільний, помилки в заявці або в супроводжуючих її документах, платіж не відповідає бюджету. Для подібних ситуацій потрібно описати чіткий алгоритм дій (наприклад якщо ціна платежу необґрунтовано завищена, або є помилки в документах, то таке заявка відправляється на доопрацювання її ініціатору).

Також для того, щоби платежі виконувались вчасно, варто чітко обмежити час, відведений кожному працівнику на погодження (наприклад загальний термін подачі заявки на здійснення платежу за 3 дні до очікуваного періоду платежу, при встановленому терміну погодження для кожного з рівнів).

Ті заплановані витрати, по яким не була здійснена оплата через нестачу грошових коштів, переносяться на наступний день. Відкладені виплати виконуються в першу чергу при визначенні послідовності платежів одного пріоритету. У випадку неможливості провести платіж точно в термін контрагентам завчасно повідомляється нова дата оплати, завдяки цьому працівники підприємства завжди знають коли будуть здійснюватись виплати і можуть повідомити про це контрагентів.

[1]Cash is king. Управление денежными потоками компании / Подготовлено редакцией журнала «Финансовый директор»,– Москва: ЗАО «Актион-Медиа», 2012. — 144 с.– С.33.

На думкуМатвєєва[1], якщо правильно організувати процес погодження виплат на підприємстві, то у фінансової служби з'являється робочий інструмент по попередженню несанкціонованих і помилкових платежів. Як мінімум доведеться передбачити дві контрольних процедури: перевірка договорів і заявок на оплату.

Бюджетний контроль договорів. Якщо підприємству необхідно погодити договір, який не був передбачений на момент складання бюджету про рух грошових коштів. При цьому по статті, до якої відноситься платіж передбачений резерв. Для того, щоб оцінити чи вписується у цей резерв сума по новому контракту, зручно застосовувати форму звіту про виконання БРГК до кінця року. Так, у фінансової служби буде інформація не тільки про проведені платежі, але і про майбутні у відповідності з умовами діючих договорів. Саме ця інформація знадобиться при погодженні.

Завдяки такому звіту можна прийняти рішення щодо допустимості нових виплат у будь-якому із наступних місяців поточного року. Звісно ж для того щоби воно було насправді зваженим, знадобляться достовірні дані щодо всіх запланованих платежах по діючим договорам. Їх можна збирати і актуалізувати таким чином:

- після укладання чергового договору, працівники фінансової служби або бухгалтерії фіксують в інформаційній системі графік оплат по ньому;
- будь-які затверджені зміни, які стосуються умов оплати по договорам, повинні відображатись у сформованому графіку платежів;
- кожен платіж проведений по договору змінює свій статус на графіку з «прогнозу» на факт. При цьому може коригуватись не тільки статус, але і величина платежу;
- оплати, які погано піддаються детальному прогнозуванню не варто відмічати на графіку. Навантаження на працівників ФС зросте, а точність планування не підвищиться.

Казначейський контроль. Навіть при умові, що всі договори погоджуються з фінансовою службою в обов'язковому порядку, а графіки оплат по ним враховуються в бюджеті руху грошових коштів, спірних ситуацій все одно не уникнути. Наприклад, поза чергою подається термінова заявка на оплату, яка не прив'язана до затвердженого контракту, або ініціатор вирішує піти на зустріч постачальнику і перерахувати йому гроші раніше встановленого терміну. Прийняти правильне рішення та відхилити невиправдані та не-

[1]*Матвеев А*. Как контролировать исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Александр Матвеев // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/477/lara33/?of=copy-eb2338f866

своєчасні витрати можливо, якщо впровадити ще одну контрольну процедуру — погодження платежів. Вона може бути реалізована таким чином:

- ініціатор платежу формує заявку на оплату, прикріплює до неї рахунок і передає у фінансову службу (фінансовому контролеру);
- фінансовий контролер перевіряє правильність заповнення реквізитів, чи недопущені в документі будь-які помилки, чи є запланованою ця виплата в бюджеті руху грошових коштів і чи вписується вона в залишок по відповідній статті на дату платежу згідно запиту;
- якщо все коректно і грошей для виконання заявки вистачає, фінансовий контролер погоджує її, а потім реєструє в інформаційній системі як таку, що пройшла фінансовий контроль і передає на підпис фінансовому директору. Заявка, яка не пройшла по бюджету автоматично відхиляється або подається на додаткове затвердження фінансовому директору. Ця проста процедура дозволяє фінансовій службі не пропускати платежі, які перевищують бюджет у тому чи іншому зрізі.

Бюджетний контролер перевіряє суму заявки на відповідність запланованим витратам. При цьому є можливими такі рівні деталізації:

- контроль загального обсягу фінансування центру фінансової відповідальності без деталізації по статтям бюджету;
- контроль всіх витратних документів, генерованих підрозділом, у розрізі статей бюджету на відповідність запланованим сумам;
- контроль усіх витратних документів, генерованих підрозділом, у розрізі статей бюджету з деталізацією витрат.

Такий рівень деталізації, на думку А. Мартьянової[1], є доцільним при аналізі бюджетів будь-яких проектів, тобто у випадках, коли важливо в режимі онлайн відслідковувати будь-які відхилення від плану та оперативно їх аналізувати. Підприємство визначає контрольний період (як правило квартал), на протязі якого додаються всі витрати та визначається їх співвідношення з бюджетом.

При перевищенні витрат над запланованими фінансування призупиняється. У цьому випадку в бюджетному регламенті необхідно пропрацювати і закріпити такі положення:

- процедуру організації фінансування витрат понад бюджет (фінансуються в наступному періоді чи відхиляються остаточно);
- документообіг понад бюджетних документів (заявка на платіж до початку наступного бюджетного періоду знаходиться у виконавця чи бюджетного контролера).

---

[1]*Мартьянова А.* Как анализировать и контролировать исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Анастасия Мартьянова// Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/236/dfasik8xxr/?of=copy-6ad777c032

Як справедливо зазначає А. Матвєєв[1], на практиці досить часто буває ситуація, коли по тій чи іншій статті бюджет вичерпаний, проте існує об'єктивна необхідність у додатковому платежі. На такий випадок варто передбачити механізм оперативного коригування бюджету, його адаптації під умови, що змінились. Коригування плану може здійснюватись на такому алгоритму (рис. 2.2.3).

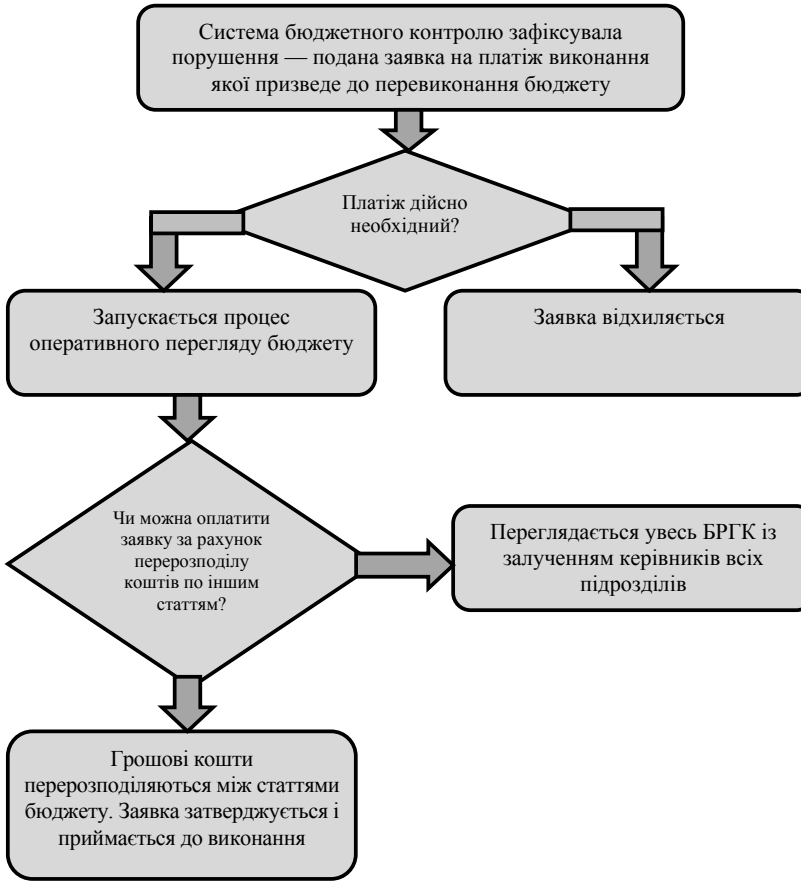


Рис. 2.2.3. Алгоритм оперативного коригування бюджету

**Складено автором на основі*[2]

[1]*Матвеев А.* Как контролировать исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Александр Матвеев // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/477/lara33/?of=copy-eb2338f866

[2]*Матвеев А.* Как контролировать исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Александр Матвеев // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/477/lara33/?of=copy-eb2338f866

Основою для планування виплат грошей слугують операційні бюджети, складені на поточний місяць (у частині зобов'язань перед постачальниками, витрат на оплату праці, оренду та ін.), а також дані про наявність на початок періоду простроченої кредиторської заборгованості перед постачальниками.

Виплати у звіті відображені в порядку зменшення їх пріоритетності, у такі послідовності вони і виконуються:

- у першу чергу — виплата основної суми по кредиту та відсотків;
- у другу чергу — розрахунки з постачальниками і податкові платежі;
- у третю чергу — виплати по заробітній платі та лізингові платежі;
- у четверту чергу — всі інші виплати.

На думку Є. Митрофанової[1], бюджетні показники, які потребують обов'язкового контролю доцільно поділити на групи: Результуючі показники економічної діяльності підприємства. До цієї групи відносяться виручка, собівартість виробленої і реалізованої продукції, чистий прибуток, основні виробничі показники (обсяг і структура випуску, відсоток виконання виробничої програми, незавершене виробництво і готова продукція та ін.). Їх аналіз за результатами періоду дозволить встановити, чи були в цілому досягнуті результати, що заплановані підприємством. Ці показники необхідно розглядати по всім підприємствам незалежно від виду їх діяльності, виробничо-економічної моделі, стратегії і т д.

Стратегічні показники. Дуже важливо тримати під контролем індикатори, які відображають досягнення стратегічних цілей підприємства. Наприклад, якщо воно хоче завоювати нові ринки збуту, то варто розглядати обсяг реалізації по ринкам збуту. Якщо планується розширення виробництва, то необхідно оцінювати інвестиції в розширення виробництва, обсяг виробленої продукції у тому числі в розрізі видів виробництва.

Ключові показники. З певною періодичністю необхідно контролювати фактори (умовно можна назвати ключовими), незначні зміни яких можуть суттєво впливати на результати роботи підприємства. Їх перелік залежить від особливостей конкретного підприємства. Це можуть бути ціни на певний вид сировини або матеріалів, курси валют, вартість послуг і т д.

Найбільші статті доходів і витрат. Варто звертати увагу на статті бюджету, які займають значну питому вагу в загальній сумі доходів чи витрат підприємства. Наприклад можна встановити правило — контролю підлягають ті статті, питома вага яких складає не менше 10% від величини доходів (ви-

---

[1]*Митрофанова Е.* Как выбрать контрольные показатели исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Елена Митрофанова // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/1011/qwert592/?of=copy-29179cf2bd

трат). Використовуючи цей принцип, підприємство контролює усі значні для неї бюджетні статті не витрачаючи час на дрібниці.

Показники з найбільшим відхиленням від плану. Якщо значення по будь-яким статтям суттєво відрізняються від планових, то варто вияснити і проаналізувати причини цього. Допустима величина відхилень встановлюється кожним підприємством індивідуально та може знаходитись у діапазоні від 20% і вище. На думку Є. Митрофанової[1], контроль над кожною групою показників бажано закріпити за певними працівниками та встановити його періодичність. Наприклад відповідальність може бути розподілена так, як відображено в табл. 2.2.7.

Таблиця 2.2.7

Розподіл відповідальності за контроль бюджетних показників по часовим горизонтам

Виконавець	Місяць	Квартал	Рік
Рада директорів	Виконання бюджету не контролюється		Контроль бюджету по основним стратегічним і результативним показникам
Фінансово-економічна служба	Виконання бюджету не контролюється	Контроль ключових і результуючих бюджетних показників; Контроль по бюджетним показникам, значення яких мають найбільшу долю у доходах і витратах; Контроль показників, які мають критичні відхилення.	
Функціональні підрозділи	Контроль результуючих показників функціональних бюджетів, які знаходяться в зоні відповідальності функціонального підрозділу.		

**Складено автором на основі*[2]

Рада директорів контролює результуючі і стратегічні показники, як правило один раз на рік (за підсумками року). Мета такого контролю оцінити чи досягнуті стратегічні цілі підприємства. Виходячи з отриманих результатів рада директорів може прийняти рішення щодо перегляду прийнятої стратегії або бюджету на такі періоди.

---

[1]*Митрофанова Е.* Как выбрать контрольные показатели исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Елена Митрофанова // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/1011/qwert592/?of=copy-29179cf2bd

[2]Митрофанова Е. Как выбрать контрольные показатели исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Елена Митрофанова // Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/1011/qwert592/?of=copy-29179cf2bd

Фінансово-економічна служба контролює результуючі і стратегічні показники щоквартально і щорічно. Нею можуть бути сформульовані пропозиції щодо коригування планів на наступні квартали. ФЕС щоквартально аналізує структуру показників у розрізі дохідної і витратної частин, а також виявляє ті з них, по яким виникли критичні відхилення та виясняє причини цього. Керівникам структурних підрозділів доручається контроль над результуючими показниками функціональних бюджетів, що знаходяться в зоні їх відповідальності. Багаторівневий контроль виконання бюджету дозволяє оцінити виконання усіх найважливіших для підприємства показників, розподіливши при цьому навантаження та відповідальність між працівниками. Важливо не тільки встановити розбіжності фактичних значень з плановими, але й вияснити причини цього, в результаті чого або скоригувати план, або застосувати заходи для його виконання.

Як правило щоденний моніторинг доходів проводить комерційна служба, яка використовує інформацію для діяльності свого підрозділу та надає у фінансову службу для аналізу. Надходження в оперативному режимі можна контролювати загальною сумою, а у випадку необхідності з деталізацією по ключовим контрагентам і продуктам. Деталізація необхідна передусім для ретроспективного аналізу.

Доходи можуть контролюватися фінансовою службою по надходженню (CFB) і по нарахуванню (БДВ). В обох випадках найнадійнішим джерелом інформації є дані обліку (бухгалтерського та управлінського), у зв'язку з цим необхідно організувати обмін інформацією між фінансовою службою і бухгалтерією.

Ретроспективний аналіз дозволяє провести факторний аналіз виконання бюджету. У результаті повинні бути отримані числові показники, їх відхилення і структура відхилень, а також виявлені причини, що вплинули на зміну ситуації і ступінь їх об'єктивності. Ретроспективний контроль можна проводити від загального до часткового, почавши з аналізу фінансового результату перейти до доходів і витрат, їх відхилення від бюджетного рівня.

План-фактний аналіз є важливим інструментом контролю над рухом грошових коштів підприємства. Він дозволяє повністю контролювати ефективність діяльності підприємства та своєчасно коригувати її з урахуванням як змін на ринку, так і в самому підприємстві. Тому необхідно по закінченні кожного календарного місяця складати звіт за попередній місяць і наростаючим підсумком від початку року та по місяць, що передує звітному.

Оцінку і аналіз виявлених відхилень, на думку І. Моторіної[1], доцільно проводити як в абсолютних значеннях (грн), так і відносних (%). При цьому

[1]*Моторина И.* Планирование деятельности предприятия с помощью ОДСС: опыт практика [Електронний ресурс] / Ирина Моторина // Журнал «Финансовый директор» №11. — 2014. — Режим доступу до ресурсу: http://e.fd.ru/article.aspx?aid=358743

якщо абсолютні відхилення доцільно відображати по кожній окремій статті, то відносні достатньо розглядати по групі статей. В окремих випадках, коли потрібно провести більш глибокий аналіз, доцільно деталізувати їх.

Необхідно визначити і зафіксувати в регламентуючих документах, які відхилення від бюджету вважаються критичними та потребують деталізованого аналізу. При цьому суттєвість відхилень, на думку А. Мартьянової[1], може визначатись: у процентах від сум запланованих по статті; у процентах від суми бюджету від сум запланованої статті з урахуванням важливості статті.

При виявленні суттєвого відхилення необхідно виявити причини його виникнення та визначити, чи було воно санкціонованим вищим керівництвом. Контроль і аналіз виконання бюджету дозволяють вирішити такі завдання: визначити достовірність складеного бюджету (оцінити якість планування); забезпечити тенденції руху (розвитку) компанії, визначені в бюджеті. Контроль виконання бюджету дозволяє в режимі он-лайн відслідковувати відповідність ресурсів, що фактично споживаються підрозділами. Лімітування надаваних ресурсів дозволяє дієво показати підрозділам підприємства наслідки їх недостатнього ставлення до складання бюджету. В тому випадку, коли таке обмеження створює перешкоди виробничо-технологічному процесу, можливою є ускладнення процедур отримання понадлімітних;

- визначити рівень виконання бюджету та оцінити якість управління нею;
- проаналізувати фактори, які вплинули на зміну статей бюджету.

З метою проведення план/факт аналізу формування грошових потоків підприємства в структурі позитивних і негативних грошових потоків доцільно виділяти частково прогнозовані грошові потоки. План-фактний аналіз є важливим інструментом контролю над рухом грошових коштів підприємства. Він дозволяє повністю контролювати ефективність діяльності підприємства та своєчасно коригувати її з урахуванням як змін на ринку, так і в середині самого підприємства. Тому необхідно по закінченні кожного календарного місяця складати звіт за попередній місяць і наростаючим підсумком від початку року та по місяць, що передує звітному.

Таким чином за рахунок сформованої системи показників контролю грошових потоків можуть бути реалізовані такі функції управління:

- визначення ефективності господарської діяльності підприємства в розрізі видів діяльності і по окремим структурним підрозділам;

---

[1]*Мартьянова А*. Как анализировать и контролировать исполнение бюджетов [Електронний ресурс] / Анастасия Мартьянова// Материал из ФСС «Система финансовый директор». — Режим доступу до ресурсу: http://www.1fd.ru/#/document/173/236/dfasik8xxr/?of=copy-6ad777c032

➢ визначення ефективності політики управління грошовими потоками;

➢ визначення відхилень запланованих параметрів;

➢ моніторинг виконання планових показників і їх оперативне коригування.

Отже, реалізація методики планування та контролю грошових потоків підприємства дозволить підприємствам покращити свій фінансовий стан, збільшити обсяги фінансування, забезпечити фінансову стійкість і рівновагу у довгостроковому періоді, що буде важливою передумовою приросту ринкової вартості підприємства в довгостроковому періоді та зростанню добробуту його власників.

2.3. Ставка витрат на капітал як інструмент корпоративних фінансів і контролінгу

Практична квінтесенція корпоративних фінансів як науки — обґрунтування технологій прийняття фінансових рішень. Серед численних методів та інструментів оптимізації рішень слід виокремити процентну ставку, за якою компанії залучають капітал. З точки зору підприємств, що є одержувачами ресурсів, процентна ставка характеризує відносну величину витрат на борговий чи інвестиційний капітал (cost of capital). Для капіталодавців процентна ставка є виразом очікуваної норми доходності на вкладений капітал. У результаті нарахування та виплати капіталодавцям доходів у підприємств виникають витрати. Саме тому, на рівні підприємств доцільно вживати термін «ставка витрат на капітал».

Особливістю ставки витрат на капітал як фінансового інструменту є те, що вона, будучи індикатором співвідношення ризиків і доходності вкладень, інтегрована у переважну більшість методів і технологій обґрунтування рішень щодо фінансування та інвестування. Ставка витрат на капітал є необхідною у разі використання таких фінансових технологій:

- оцінка вартості бізнесу та корпоративних прав, у тому числі у разі виходу підприємства на ринок капіталів (IPO), у процесі здійснення операцій типу M&A;
- обґрунтування оперативних і стратегічних інвестиційних рішень;
- оцінка ризиків вкладень у підприємство чи окремі активи;
- оцінка результативності компаній, у тому числі а рамках концепції вартісно-орієнтованого управління (VBM).
- визначення справедливої вартості активу (у разі застосування методу дисконтування грошових потоків);

- розрахунок теперішньої вартості попередньо оцінених майбутніх грошових потоків за фінансовим активом (для цілей визначення резервів);

- тестування знецінення активів (Impairment-Test) відповідно до стандарту IAS 36 «Impairment of assets».

Оскільки ставка витрат на капітал використовується як ставка дисконтування, без неї неможливо використати такі методи, як дисконтування cash-flow (DCF), IRR (internal rate of return), динамічний Payback метод, методи VBM (Value-Based Management) і ряд інших. Причому ставка витрат на капітал є найбільш слабким місце зазначених методів. За відсутності об'єктивної інформації щодо усередненої ціни капіталу або некоректного її розрахунку неможливо об'єктивно оцінити вартість бізнесу, розрахувати фундаментальну вартість активів, оцінити вигідність інвестиційних проектів, доцільність залучення тих чи інших джерел фінансування. Ставка дисконтування є невід'ємним інструментом будь-якого аналізу грошових потоків.

Ставка витрат на капітал є результатом реакції ринку на можливі загрози вкладення капіталу в актив. Вона є свого роду виразом очікувань капіталодавців щодо доходності вкладень, яка визначається:

- рівнем процентних ставок на глобальних ринках;

- процентними ставками на локальному фінансовому ринку;

- ризиком фінансування конкретного підприємства.

У той час як загальний алгоритм розрахунку процентних ставок, за якими надається (залучається) капітал корпоративним підприємствам визначено (безризикова процентна ставка плюс премія за ризик), до цього часу відсутній єдиний підхід до розрахунку окремих параметрів, що складають зазначений алгоритм. Особливо гостро ця проблема проявляється у разі визначення безризикових процентних ставок та премії за ризик вкладень у підприємства, які функціонують на ринках, що розвиваються (emerging markets, EM), до яких відноситься і Україна. Це пояснюється тим, що стандартні моделі, що використовуються на розвинених ринках, для EM є здебільшого непридатними, перш за все через брак релевантної інформації. Процентні ставки рефлектують на рівень зайнятості та заробітної плати, ціни, обсяг інвестицій і ділової активності. Відтак, вони є предметом спекуляцій на політичному рівні. Навколо питання процентних ставок точаться гострі дискусії серед науковців і практиків.

Слід розрізняти дві складові усередненої ставки витрат на капітал: відсоток, за яким залучається борговий капітал,і ставка витрат на власний (інвестований у підприємство) капітал. Витрати на борговий капітал здебільшого відповідають процентній ставці за позиками і наводяться у статті «фінансові витрати». Водночас, витрати на власний капітал у переважній своїй частині є

імпліцитними (прихованими або тіньовими). Інформація про них в офіційній звітності є неповною, або ж узагалі відсутня. Їх можна визначити вдаючись до непрямих методів (моделей). Однак, ідеальні з теоретичної точки зору моделі (зокрема CAPM, трифакторна модель Фама-Френча) у їх чистому вигляді на ЕМ не мають практичного застосування, оскільки діють лише за досить рестриктивних припущень. Відтак, існує потреба у розробці модифікованих підходів до розрахунку ставки витрат на капітал, які б ураховували специфіку зазначеного сегменту глобального ринку. Пропоноване дослідження є спробою визначити ключові детермінанти ставки витрат на капітал, які мають бути ураховані у процесі розробки моделі її розрахунку для підприємств, які функціонують на ринках, що розвиваються.

В економічно розвинених країнах вихідним пунктом для встановлення процентних ставок є інформація, що надходить з фінансового ринку, зокрема, з кредитного та фондового ринків. Плата за капітал є інтегрованим виразом сукупності факторів, що втілюють ринкові очікування щодо ризиків вкладень у конкретний актив з урахуванням доходності по ринку в цілому. По суті, мова йде про кількісну оцінку (монетизацію) ризиків. Що більше ця оцінка прив'язана до ринку, тим вона вважається об'єктивнішою. Відповідно до неокласичної моделі (CAPM) за умови досконалого ринку капіталів такі оцінки були б абсолютно точними. Похибки, які мають місце на практиці, пояснюються здебільшого рівнем невідповідності ринків критеріям досконалості та впливом біхевіористичної складової. Залежно від ступеня невідповідності умов діяльності критеріям досконалого ринку можна виокремити три категорії підприємств:

- компанії, акції яких мають обіг на розвинених ринках капіталів;
- підприємства, що функціонують у розвинених країнах, однак, корпоративні права яких не знаходяться у вільному обігу;
- підприємства, які функціонують на ЕМ, незалежно від того, чи мають їх корпоративні права обіг на локальному ринку капіталів.

До відмінних рис країн, що відносяться до ЕМ, можна віднести: вищий, порівняно з розвиненими країнами економічний ріст; високу економічну та політичну волатильність; високі ризики вкладень, зокрема, ризики корупції; приватизаційні процеси; неефективний ринок капіталів; значний тіньовий сектор; ліберальні умови доступу іноземних інвесторів; низькі витрати на персонал. Зазначені особливості так чи інакше впливають на ставку витрат на капітал, порядок її визначення та механізм виплати доходів капіталодавцям. У країнах з деформованим ринком капіталів невідповідність критеріям досконалості ринку є критичною. Відтак, інформація, що генерується відповідним локальним ринком, лише частково може прийматися для кількісного

оцінювання ризиків. Для таких країн, як Україна, на проблему незначної невідповідності глобальних ринків капіталів критеріям досконалості накладається проблема повної невідповідності зазначеним критеріям місцевого ринку. З огляду на недієздатність і маніпулятивність фондового ринку в Україні (як і у багатьох інших країнах ЕМ), можна припустити, що порядок розрахунку ставки витрат на капітал для усіх вітчизняних підприємств буде однаковим, незалежно від того чи мають їх корпоративні права обіг на локальному ринку капіталів чи ні. Виключення становлять компанії, які представлені на міжнародних ринках.

З огляду на тіньову складову, на таких деформованих фінансових ринках, як український мають місце три види процентних ставок: договірна (наводиться в офіційній звітності та в офіційних угодах), фактична та ринкова. Офіційна плата за користування капіталом є здебільшого нижчою за фактичну та ринкову. На окремих державних підприємствах, через зловживання менеджменту можна спостерігати протилежну картину. Питання полягає в тому, чи співпадає фактична ставка та капітал з ринковою. Відповідь на нього залежить від типу капіталу, який залучається (борговий чи власний), а також від умов залучення (публічні чи непублічні). Виходячи з цього, капітал можна класифікувати таким чином:

1)борговий капітал, залучений на ринкових умовах: банківські кредити, залучені за ринковими кондиціями та кошти, залучені на основі публічної емісії облігацій;

2)борговий капітал, залучений на неринкових умовах: банківські кредити, залучені за неринковими кондиціями та кошти, залучені на основі квазі-публічного розміщення облігацій;

3) власний капітал, залучений на ринкових умовах: кошти, залучені на основі емісії корпоративних прав на публічних умовах або ж за ринковими кондиціями не публічними компаніями;

4) власний капітал, залучений на неринкових умовах — кошти, залучені в результаті емісії корпоративних прав на квазі-публічних умовах або ж за неринковими кондиціями не публічними компаніями.

Під ринковими умовами залучення капіталу слід розуміти комплекс параметрів, що диктуються ринком: плата за капітал (відсоткова ставка), строки, рівень забезпечення, ризик. Якщо капітал залучений на ринкових умовах, то це означає, що процентна ставка за його користування відповідає ринковій процентній ставці на вкладення з порівнюваними строками, рівнем ризику та забезпечення. Під квазі-публічним розміщенням цінних паперів слід розуміти випадок емісії акцій чи облігацій, за якого має місце формальне дотримання нормативно-правових вимог, однак, фактичне (приховане) їх по-

рушення. Враховуючи викладене, можна припустити, що витрати на борговий капітал, що залучений на неринкових умовах у цілому будуть нижчими, ніж ринкова процентна ставка для капіталу з подібними кондиціями. Це пояснюється тим, що в процес отримання такого капіталу досить часто задіяна корупційна або ж кримінальна складова. Прикладом цього можуть бути кредити, отримані пов'язаними особами банку, або ж кредити, видані клієнтам з недостатнім розміром кредитного забезпечення чи високим рівнем ймовірності дефолту. На неринкових умовах можуть також залучатися кошти через квазі-публічне або ж не публічне розміщення облігацій, зокрема, товариствами з обмеженою відповідальністю. Йдеться про де-факто низькі кредитні рейтинги емітентів, незабезпеченість емісії ліквідними активами, переобтяженість поточними зобов'язаннями, відсутність ефективного андерайтингу, закрите розміщення цінних паперів серед вузького кола учасників і про відверто фіктивні цінні папери. Зазначені проблеми стосуються як неринкового розміщення облігацій, так і емісії акцій. У разі неринкового розміщення цінних паперів можливими є два сценарії формування ціни капіталу:

1) відносно дрібних інвесторів — ціна капіталу штучно занижується: через невиплату дивідендів, відсотків, реструктуризацію заборгованості за облігаціями на невигідних для їх держателів умовах тощо;

2) відносно крупних інвесторів, навпаки, ціна капіталу може перевищувати ринкові значення.

Висновок щодо неринкових умов залучення капіталу робиться у разі розбіжності між офіційною платою за капітал і фактичними платежами. У цьому випадку мають місце імпліцитні (тіньові) витрати на капітал. За наявності тіньових витрат на капітал, він вважатиметься таким, що залучається на неринкових умовах, навіть якщо загальна величина платежів за його користування відповідатиме ринковій процентній ставці. Це зумовлено тим, що переведення платежів за капітал у тіньовий сектор пов'язане, перш за все, з ухиленням від оподаткування, що так чи інакше порушує ринкові умови залучення та обслуговування капіталу. У країнах з деформованим фінансовим ринком діють усталені схеми переведення плати за капітал у тіньовий сектор. Крупний бізнес для цих цілейвикористовує, перш за все, офшорні зони, а дрібний — приватних підприємців чи інші інструменти переведення капіталу із офіційного в тіньовий сектор.

Наукове завдання полягає в обґрунтуванні інструментарію оцінки величини плати за капітал, що виводиться у тіньовий сектор, а також у розробці рекомендацій щодо детінізації витрат на капітал. Останні можуть мати адміністративну та економічну природу і можуть дати ефект лише за їх комплексності, повноти та взаємодоповнюваності. Проблематика тіньової

плати за капітал тісно пов'язана із тінізацією прибутку, заробітної плати та платежів за користування ресурсами.

Для оцінювання величини тіньового сектора плати за капітал доцільно використати інформацію щодо обсягу офіційних платежів у рамках плати за капітал у розрізі окремих його категорій. Йдеться про офіційні дивіденди, розмір тезаврованого прибутку, відсотки за облігаціями чи банківськими кредитами. Визначити фактичну плату за капітал прямими методами є нереалістичним завданням. З огляду на розмаїття схем та форм виведення капіталу, а також на надзвичайну витратність подібного контролю, це можна зробити лише у відношенні невеликої кількості підприємств. Гіпотетично можна припустити, що величина тіньового сектору витрат на капітал (додаткова тіньова процентна ставка) відповідає різниці між ставкою, визначеною з використанням непрямих методів і витратами на капітал, що наведені в офіційній звітності. Визначальною при цьому є коректність непрямого розрахунку ставки витрат на капітал.

У теорії та практиці набули поширення три методичні підходи для визначення ставки витрат на власний капітал підприємств, корпоративні права яких не мають обігу на ефективному ринку капіталів: аналоговий, аналітичний та експертний підходи. Перші два підходи ґрунтуються на традиційній CAPM і сконцентровані на методах оцінювання систематичних ризиків (бета). Безризикова ставка та ринкова премія за ризик вважаються заданими. Експертний підхід зорієнтований на визначення загальної очікуваної доходності інвесторів.

За аналогового підходу (метод peer group, секторальний бета) враховуються генеровані ринком показники систематичного ризику (бета) підприємств, які подібні за характеристиками або ж використовується інформація щодо секторальних (галузевих) бета. За підбору підприємств-аналогів слід керуватися такими критеріями: однакові види діяльності, співставні обсяги, подібна структура капіталу, порівнюване макроекономічне середовище. До проблемних питань формування груп аналогів можна віднести складність віднесення підприємств до тієї чи іншої галузі (через широку диверсифікацію діяльності), а також необхідність використання інформації з розвинених ринків, які функціонують дещо в інших макроекономічних умовах, ніж вітчизняні підприємства.

За аналітичного підходу рівень систематичного ризику (бета-фактор) визначається на основі інформації, що міститься в офіційній фінансовій звітності. При цьому розрізняють три модифікації:

- метод бета-прибутковості, який передбачає оцінку волатильності показників прибутку підприємства;

- бухгалтерський бета, в основі якого покладено розрахунок ряду фінансових показників на базі бухгалтерської інформації;

- фундаментальний бета, який, окрім фінансових показників ураховує іншу економічну інформацію[1].

Проведені дослідження рівня кореляції між показниками офіційної звітності та систематичними ризиками показують досить розхожі результати, які свідчать про відсутність однозначного зв'язку між зазначеними величинами. Цей спосіб визначення бета характеризується також високим рівнем складності та витратності. Відтак, використання окресленого підходу для розрахунку витрат на власний капітал є обмеженим.[2]

Експертний (або якісний підхід) не передбачає використання кількісних моделей, інформації щодо підприємств-аналогів чи фінансових показників. Підхід ґрунтується на суб'єктивних оцінках інвесторів і менеджменту щодо очікуваної прибутковості вкладень з урахуванням ризиків і доходності за можливими альтернативними вкладеннями. Відповідні оцінки можуть здійснюватися з використанням скорингових моделей, які включають різні індикатори ризику та шкалу їх виміру або ж у формі коригування безризикової ставки відсотка на кумулятивну надбавку за специфічні ризики вкладень у підприємство. Зазначена надбавка може включати такі компоненти: ризик структури капіталу, ризик високого рівня поточної заборгованості, ризик помилкових рішень менеджменту, ризик погіршення ситуації підприємства на ринках факторів виробництва та збуту продукції, специфічні галузеві ризики, ризик незначних обсягів діяльності, ризик волатильності доходів та ряд інших. До слабких місць окресленого підходу слід віднести складність трансформації якісних оцінок ризиків у кількісні показники ставки витрат на капітал і суб'єктивність оцінок. Ще одним методом експертного підходу, які є досить поширеним при визначенні ставки витрат на власний капітал підприємств малого та середнього бізнесу є опитування інвесторів і менеджменту щодо очікуваної доходності вкладень. Орієнтиром при цьому можуть бути показники результативності та значення бета підприємств різних галузей і підприємств, що є аналогами. З огляду на його простоту, експертний підхід може бути прийнятним для малих підприємств.

Для середнього за розмірами бізнесу, на наш погляд, доцільно використовувати комбінований підхід: усереднена величина, яка отримана за аналоговим і експертним підходами. Для крупних підприємств виправданим є ви-

---

[1]Dalla-Rosa C. Die Ermittlung von Eigenkapitalkosten nicht börsennotierter Unternehmen // Controlling. — 2016. — Heft 3.– S.194–196.

[2] Pfister C. Divisionale Kapitalkosten: Theorie und Anvendung. — Bern: Haupt, 2003. — 317S.

користання аналогового підходу. У нагоді тут може статися адаптована до ЕМ модифікація згаданої класичної моделі CAPM.

Якщо припустити, що весь реалізований прибуток підприємств, незалежно від того, чи він розподіляється чи ні, є платою за капітал, то ставка витрат на інвестиційний капітал, що фіксується офіційною звітністю буде відповідати рентабельності інвестованого у підприємство власного капіталу. Таким чином, різниця між очікуваною ставкою доходності, розрахованою за модифікованою CAPM і рентабельністю інвестованого капіталу складатиме наближене значення рівня тіньової плати за інвестиційний капітал. Ставку витрат на інвестиційний капітал рекомендується приймати як середнє значення за відповідний період. По борговому капіталу тіньова ставка відповідатиме різниці між середньорічною ринковою ставкою відсотка та відношення фінансових витрат до суми боргу. Основна складова тіньової процентної ставки за позики криється у сегменті комерційних позик (кредиторська заборгованість). У цьому контексті слід наголосити, що у міжнародній практиці досить поширеним є явище тіньового банкінгу (Shadow Baking). Так, стрімке зростання тіньового банкінгу в Китаї становить серйозну загрозу для глобальних фінансових ринків.

Проблематиці використання неокласичної CAPM для локальних ринків, що підпадають під категорію ЕМ присвячені численні науково-практичні дослідження (наприклад, L. Pereiro, D. Lessard, S. Godfrey, R. Espinosa, A. Damodaran). У табл. 1 наведено алгоритми визначення локальної CAPM (за версією Л. Перейри), модифікації CAPM, запропоновані С. Готфреєм і Р. Еспінозою, А. Дамодараном і Д. Лесардом, а також пропонована кризова модель для визначення ставки витрат на капітал за умови фінансової кризи в країні та відсутності фондового ринку, що заслуговує довіри.

Таблиця 2.3.1

Модифікації CAPM для ринків, що розвиваються

Модифікація та алгоритм розрахунку	Інтерпретація параметрів
Local CAPM (Pereiro)[1] $Re = rf_L + \beta_{LL} \cdot (\mathrm{MR_L} - rf_L)$ $rf_L = rf_g + CRP$	Дані локального фондового ринку; rf_L– локальна безризикова ставка; rf_g — глобальна безризикова ставка; $\mathrm{MR_L}$ — ринкова доходність на локальному ринку; β_{LL}– локальний бета, розрахований на основі даних локального фондового ринку

[1] Pereiro L. E. The practice of investment valuation in emerging markets: Evidence from Argentina// Journal of Multinational Financial Management. –No.16(2) — 2006. — P. 160–183.

Модифікація та алгоритм розрахунку	Інтерпретація параметрів
Godfrey-Espinosa Model[1] $Re = rf_g + CRP + \beta_{mod} \cdot (\mathrm{MR_g} - rf_g)$ $\beta_{mod} = \frac{\sigma_L}{\sigma_{G,US}} \cdot 0{,}6$	Дані фондового ринку США як глобального та локального ринку; rf_g — глобальна безризикова ставка (США) ; $\mathrm{MR_g}$ — ринкова доходність на глобальному ринку (США); β_{mod} – модифікований бета, розрахований на основі даних локального фондового ринку та ринку США σ_L – стандартне відхилення доходності на локальному ринку; $\sigma_{G,US}$ — стандартне відхилення доходності на ринку США
Additive Model *(Damodaran)*[2] $Re = rf_g + \beta_{LL} \cdot \mathrm{MRP_g} + \mathrm{CRP}$	Однаковий вплив CRP на ставку витрат на капітал для всіх підприємств; $\mathrm{MRP_g}$ – глобальна ринкова премія за ризик
Beta Model *(Damodaran)* $Re = rf_g + \beta_{LL} \cdot (\mathrm{MRP_g} + \mathrm{CRP})$	Індивідуальний вплив CRP на ставку витрат на капітал, залежно від параметру β
Lambda Model *(Damodaran)* $Re = rf_g + \beta_{LL} \cdot \mathrm{MRP_g} + \lambda \cdot \mathrm{CRP}$	Індивідуальний вплив ризиків країни на ставку витрат на капітал, залежно від рівня ураженості підприємства локальними ризиками; λ — коефіцієнт, що визначає рівень впливу ризиків країни на діяльність підприємства
Lessard Model[3] $Re = rf_g + CRP + \beta_{LG} \cdot \beta_G \cdot (\mathrm{MR_g} - rf_g)$	Гібридна модель, яка враховує дані глобального та локальних ринків. Як глобальний ринок розуміється ринок США; β_{LG} — локальний бета, що характеризує взаємозв'язок між доходністю на локальному ринку та доходністю ринкового портфеля в США; β_G – бета порівнюваних активів у США; $\mathrm{MR_g}$ – доходність ринкового портфеля у США
Гібридна кризова модель $Re = rf_g + \beta_{ga} \cdot (\mathrm{MRP_g} + \mathrm{CRP}) + R_{id}$	Гібридна модель, що орієнтована на максимальне урахування глобальних даних через відсутність довіри до локального фондового ринку та локальну фінансову кризу; β_{ga} – адаптований до конкретного підприємства глобальний секторальний (аналоговий) бета; R_{id} – надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив.

[1] Godfrey S., & Espinosa R. A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets // Journal of Applied Corporate Finance. –No.9(3). — 1996. — P.80–90.

[2] Damodaran A. Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications — A Post-Crisis Update // Financial Markets, Institutions & Instruments. –No.18(5). — 2009. — P. 289–370.

[3] Lessard D. R. Incorporating country risk in the valuation of offshore projects // Journal of Applied Corporate Finance. — No.9(3).–1996. — P. 52–63.

З огляду на неможливість об'єктивного обчислення параметрів моделі через відсутність заслуговуючої довіри інформації з локальних фінансових ринків, для ЕМ доцільно використовувати модифікації CAPM, які передбачають мінімальне використання даних зазначених локальних ринків. Однак, практично усі модифікації, наведені в табл. 1, передбачають використання тих чи інших даних локального ринку капіталів. У пропонованій гібридній кризовій моделі задіяні такі параметри: глобальна безризикова ставка доходності, глобальна ринкова премія за ризик, премія за ризик країни, бета-фактор, розрахований на базі аналогового підходу, надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив. Гібридність у цьому разі означає поєднання в одній моделі різних типів ризиків: глобальних, локальних і специфічних ризиків, характерних для конкретного активу. На наш погляд, що меншими є глобальні операційні ризики, характерні для конкретного виду діяльності, а також фінансові ризики конкретного підприємства, тим менше воно буде зазнавати впливу специфічних ризиків країни, і навпаки. Таким чином, виправданим є підхід, який передбачає взаємозв'язок бета фактора та CRP. Інші надбавки за ризик (за розмір підприємства, рівень мобільності часток, неточність планових розрахунків) є індивідуальними і залежать від конкретного підприємства та цілей розрахунку ставки витрат на капітал[1].

Для уникнення подвійного урахування одних і тих же ризиків, у пропонованій гібридній моделі не передбачено застосування додаткової надбавки за ризик банкрутства. Це пояснюється тим, що алгоритм розрахунку адаптованого бета передбачає урахування ризику структури капіталу. Водночас, параметр структури капіталу є складовою більшості методик розрахунку ймовірності дефолту. Окрім цього, з практичної точки зору, використання параметру ймовірності дефолту значно ускладнило б розрахунки та збільшило ризик помилкових оцінок через залучення додаткового фактору невизначеності. З теоретичної точки зору, у разі використання надбавки за ризик банкрутства, бета фактор має включати лише складову операційного ризику.

За допомогою параметра очікуваної ставки витрат на капітал можна провести наближені оцінки прибутків тіньового сектору економіки. Відповідно до нашого припущення, тіньова процентна ставка на капітал — це різниця між очікуваною доходністю за модифікованим CAPM та офіційним ROE (за інших рівних умов). Відтак, доходи на інвестований (власний) капітал за імпліцитною (тіньовою) процентною ставкою відповідають доходам, що генеруються тіньовою економікою. У табл. 2.3.1. наведено оцінки доходів тіньового сектора України за пропонованим методом.

---

[1]*Терещенко О.О.* Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи / О.О. Терещенко // Фінанси України. — 2015. — № 6. — С. 58–71.

Таблиця 2.3.1

Оцінки доходів тіньового сектора економіки України за методом імпліцитної ставки витрат на інвестований капітал, 2013–2016рр.

Показники	2013	2014	2015	2016
Moody's rating	B3	Caa1	Caa3	Caa3
RfR	2,4	2,5	3,15	2,8
CRP	9,0	11,25	15,0	14,9
Total Equity Risk Premium	14,8	16,25	20,75	20,9
Expected market return, USD	17,2	18,75	25,9	23,7
Inflation rate, UA	100,5	124,9	143,3	112,4
Expected market return, UA	16,0	47,2	76,7	36,0
ROE, %	-1,2	-35	-18	0,5
Доходи тіньового сектора, млрд грн	332	770	1571	635,5
У % до ВВП	22,7	48,5	79	25
Альтернативні оцінки частки тіньового сектору	15-35	40-70	40-70	20-35

Як бачимо, очікувана інвесторами норма доходності на капітал та обсяг доходів тіньового сектора зростають відповідно до зростання ризиків і премії за ризик країни. З іншого боку, високі ризики призводять до зменшення доходів, які показуються в офіційній звітності. Усереднена рентабельність власного капіталу вітчизняних підприємств протягом аналізованого періоду була від'ємною, або ж знаходилася на мінімальному позитивному рівні. Результати аналізу дають підстави стверджувати, що зі зменшенням премії за ризик країни зменшуватиметься як тіньова процентна ставка на інвестований капітал, так і розмір тіньового сектора в цілому.

Високі витрати на капітал, зокрема, тіньової їх складової є однією з причин низьких заробітних плат в Україні. Так, частка витрат на заробітну плату у структурі витрат й у відношенні до ВВП в Україні є на порядок нижчою, ніж у розвинених країнах. Висока щільність зв'язку між ризиками, що знаходять свій вираз у високій премії за ризик країни ставці витрат на інвестований капітал, рівнем заробітної плати і зростанням безробіття свідчить про жорстку орієнтацію бізнесу в країнах ЕМ на інтереси шехолдерів та ігнорування інтересів стейкхолдерів. Розраховані коефіцієнти кореляції між аналізованими змінними на основі інформації за 2007–2016 рр. засвідчили наявність зв'язку між зростанням ризиків, рівнем заробітної плати і безробіття.

Відповідні коефіцієнти кореляції складають -0,645 та 0,82. Це означає, що збільшення ризиків країни тягне за собою зменшення рівня заробітних плат і підвищення безробіття. Водночас, аналіз показав низьку залежність між ризиками країни та рівнем інфляції (близько 0,2).

Таким чином, ставка витрат на капітал є продуктом впливу процесів глобалізації на фінансову діяльність корпоративних підприємств, необхідним параметром оцінювання їх результативності, змінною, що визначає фінансові відносини між корпоративним і фінансовим сектором економіки, результатом макроекономічної політики та економічних реформ локального уряду, критерієм ризиковості вкладення капіталу в конкретну країну, сегмент ринку, актив.

Проведене дослідження доводить, що ставка витрат на капітал є одним із важливіших інструментів корпоративних фінансів. Вона є ланкою, що поєднує макро- та мікроекономічний аналіз. Водночас, визначення усередненої ставки витрат на капітал пов'язано із численними проблемами, які мають особливий прояв у країнах, що відносяться до ринків, які розвиваються. До числа таких проблем слід віднести, перш за все. відсутність ефективного ринку капіталів і відсутність релевантної для розрахунків ціни капіталу інформації.

У таких країнах, як Україна досить висока частка належить імпліцитним витратам на капітал, зокрема, на ресурси, інвестовані власниками. Для з'ясування реальних витрат на капітал підприємств доцільно скористатися непрямими методами. Одним із найпоширеніших способів визначення ціни капіталу є використання адаптованих до умов ЕМ модифікацій моделі оцінки доходності капітальних активів (CAPM). Обґрунтована модифікація (гібридна кризова модель) передбачає мінімальне використання даних локального фінансового ринку. У ній задіяні такі параметри: глобальна безризикова ставка доходності, глобальна ринкова премія за ризик, премія за ризик країни, бета-фактор, розрахований на базі аналогового підходу, надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив.

Через високі фінансово-інвестиційні ризики, структура економічних витрат вітчизняних підприємств є деформованою. Непропорційно високу частку у ній займають витрати на капітал, натомість, частка витрат на персонал є досить низькою. Високою є також частка витрат корупції. З огляду на значну величину імпліцитної частини плати за капітал можна припустити, що відповідні витрати через механізм трансфертного ціноутворення знаходять свій вираз у занижених показниках виручки від реалізації або ж завуальовані у витратах на сировину, роботи, послуги.

Наслідком деформованої структури витрат, результатом чого є низький рівень заробітних плат, є недостатня мотивація персоналу та низький рівень продуктивності праці. Частка витрат на заробітну плату у структурі витрат і

по відношенню до ВВП в Україні є на порядок нижчою, ніж у розвинених країнах. У країнах ЕМ чітко проявляється орієнтація бізнесу на інтереси шехолдерів та ігнорування інтересів стейкхолдерів. Можна зробити висновок щодо існування залежності між рівнем ризиків і повнотою урахування інтересів стейкхолдерів.У розвинених країнах, зростання ризиків і витрат на капітал призводить здебільшого до зростання безробіття. На ринках, що розвиваються, наслідки зростання ризиків призводять як до суттєвого скорочення заробітної плати , так і до зростання безробіття.

Проблематика тіньової плати за капітал тісно пов'язана з тінізацією прибутку, заробітної плати та платежів за користування ресурсами. За результатами дослідження запропоновано спосіб оцінювання доходів тіньового сектору на основі використання імпліцитної складової ставки витрат на інвестиційний капітал. Розрахунки показують наявність залежності між рівнем ризиків країни та величиною тіньового сектору.

2.4. Аналіз фінансової стратегії підприємства на основі матриці рентабельності

Ефективне фінансове управління в умовах соціально-економічної турбулентності є необхідною умовою підтримки конкурентоспроможності підприємства і гарантування його довгострокового стабільного зростання. Результати господарської діяльності, що погіршуються, часто являють собою проблему, яка передбачає детальний аналіз драйверів і часто вимагає змін у корпоративній стратегії.

З метою вивчення стратегічних напрямів розвитку підприємств реального сектору в контексті стратегічного фінансового управління, раціонування обмежених фінансових ресурсів і створення акціонерної вартості здійснено аналіз якості стратегічного фінансового управління на підприємстві за допомогою матриці фінансової стратегії. Функціонал даного інструменту дозволяє ретроспективно вивчати результати господарської діяльності підприємства в контексті створення акціонерної вартості, прогнозувати майбутні тренди створення акціонерної вартості, здійснювати управління зростанням і грошовими потоками. *Науково-практичне завдання*, що вирішує даний інструмент, полягає у: 1) здійсненні оцінки достатності наявних фінансових ресурсів для реалізації загальної ринкової стратегії підприємства; 2) здійсненні ефективного розподілу обмежених фінансових ресурсів у контексті їх реінвестування та розподілу між зацікавленими особами. Даний інструмент також дозволяє здійснювати аналітичну підтримку процесу вироблення ре-

комендацій щодо напрямів стратегічного розвитку підприємства (що проведено на прикладі вибірки підприємств пивобезалкогольної галузі України).

У роботі[1] наголошується, що процес стратегічного аналізу на підприємстві має брати до уваги фактори впливу як ендогенної, так і екзогенної природи. Спектр екзогенних факторів є широким; Rupčić наводить приклади змінних, що впливають на підприємство та формування його грошових потоків, але при цьому знаходяться поза безпосереднім контролем керівництва підприємства, є майбутні споживчі смаки, рівень цін на сировину, ступінь концентрації ринку, темпи розвитку національної економіки, тощо. Teryima[2] підкреслює велике значення комплексної стратегічної оцінки екзогенного та ендогенного середовища підприємства за допомогою інструментів стратегічного аналізу, зокрема SWOT-аналізу, PEST-аналізу, матриці росту тощо, що покликані дослідити середовище, в якому працює підприємство. Teryima також зазначає, що метою даного аналізу є виявлення зон потенційного росту, сильних сторін, недоліків і загроз, що можуть вплинути на перспективи росту підприємства. Тобто перед науковцями стоїть глобальна задача розробки інструментів стратегічного управління, що вирішують задачі впровадження заходів, направлених на посилення ринкової позиції підприємства за умов нестабільного середовища діяльності підприємства.

Одним з факторів нестабільності є обмежений доступ до ресурсів, у т.ч. фінансових. West наголошує[3], що ключовим для успішної реалізації стратегії є саме розподіл ресурсів (фінансових, людських, матеріальних тощо) між стратегічними напрямами господарської діяльності підприємства. З цієї причини особливого значення набувають задачі пріоритизації напрямів розвитку підприємства та ефективного розподілу наявних ресурсів.

Перед керівництвом підприємств постає нагальна потреба підвищення ефективності управлінських рішень в умовах ринкових викликів. Додаткові складності витікають з умов інституціонального середовища країни, що розвивається. Для цих ринків є характерними численні обмеження та диспропорції, що ускладнюють процес планування та реалізації стратегічних управ-

---

[1]Rupčić N. Comprehensive Strategic Decision-Making Model In Building Sustainable Competitive Advantages / N. Rupčić, L. Jelenc. // Management and Organizational Development : Collection of Papers from 22nd International Scientific Conference on Development of Organizational Sciences. — 2003. — P. 482–492.

[2]Teryima S. J. Corporate level strategic analysis and choice as a measure of achieving performance in organizations: (a survey of Dangote groups of companies/conglomerates) quoted on Nigeria stock exchange market / J. T. Sev, P. A. Angahar. // International Journal of Business and Economic Development. — 2014. — №2. — P. 34–50.

[3]West D. Strategic Marketing: Creating Competitive Advantage / D. West, J. Ford, E. Ibrahim., 2015. — 571 p.

лінських рішень. Почітаєв, Яровінская та Філіппова[1] визначають характерні риси недосконалих ринків, що суттєво впливають на фінансову стратегію підприємства:

- обмежений доступ до капіталу;
- висока інформаційна асиметрія та агентські витрати;
- значні макроекономічні ризики для інвесторів;
- неефективна структура власності підприємств;
- низький рівень корпоративного управління;
- ускладнений процес прогнозування та довгострокового планування через низьку ефективність ринку та високий рівень ризику.

Однією з яскраво виражених диспропорцій є ускладнений доступ до фінансування. Роботи Beck, Demirguc-Kunt, Maksimovic[2] і Musso, Schiavo[3] підкреслюють важливість доступного фінансування для розвитку підприємств. Про ускладнений доступ до фінансування свідчать численні опитування керівників підприємства, що проводилися в дослідженнях Slotty[4], Irwinta Scott[5]. Виділяються численні фактори ускладненого доступу до фінансування, зокрема інформаційна асиметрія та агентські затрати[6]. Яскраво виражений дефіцит доступних фінансових ресурсів з внутрішніх джерел, що пов'язується з негативними тенденціями споживчого ринку (що виражається в падінні виручки), поглибленням рівня неефективності господарської діяльності підприємства (знижена маржа операційного прибутку), волатильністю обмінного курсу (ріст собівартості імпортних складових), неплатоспроможністю ділових партнерів (ріст дебіторської заборгованості), обмеженістю зовнішніх джерел фінансування.

У контексті проблеми доступності фінансування в роботах Guiso, Sapienza, Zingales[7] і Kerr, Nanda[8] підкреслюється високе значення ступеню розвиненості фінансового ринку. Особливості фінансових ринків країн, що

---

[1]Pochitaev A. Y. Some Aspects of the Formation a Financial Strategy in Emerging Markets / A. Y. Pochitaev, M. S. Yarovinskaya, I. A. Filippova. // Mediterranean Journal of Social Sciences. — 2014. — №24. — P. 28–32.

[2]Beck T. Financial and legal constraints to firm growth: Does firm size matter? / T. Beck, A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic. // Journal of Finance. — 2005. — №1. — P. 137–177.

[3]Musso P. The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth / P. Musso, S. Schiavo. // OFCE. — 2007. — №37. — C. 1–18.

[4]Slotty C. Financial constraints and the decision to lease: Evidence from German SME / Slotty. // Working Paper Series: Finance & Accounting. — 2009. — №205. — P. 1–29

[5]Irwin D. Barriers faced by SMEs in raising bank finance / D. Irwin, J. Scott. // International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research. — 2010. — №16. — P. 245–259.

[6]Crisóstomo V. Firm Size Matters For Financial Constraints: Evidence From Brazil / V. Crisóstomoa, F. López-Iturriaga, E. Vallelado. // Sistemas & Gestão. — 2012. — №7. — P. 490–501.

[7]Guiso L. Does local financial development matter? / L. Guiso, P. Sapienza, L. Zingales. // Quarterly Journal of Economics. — 2004. — №119. — P. 929–969.

[8]Kerr W. Financing Constraints and Entrepreneurship / W. Kerr, R. Nanda. // Harvard Business School. — 2009. — №10. — C. 1–21

розвиваються, ведуть до асиметрії в структурі капіталу підприємств з цих ринків, що підкреслюється в дослідженні[4]. Наприклад, дослідження Chakraborty[1] свідчить, що за період 1995–2008 рр. відбулися суттєві позитивні зміни в структурі капіталу підприємств, спричинені комплексом реформ індійського фінансового ринку. Studart[2] виявив, що в фінансових управлінських рішеннях на бразильських підприємствах відбулися суттєві зміни внаслідок структурних зрушень у національній економіці, а саме трансформації фінансового ринку зі стану банко-центричності в бік більшої ваги альтернативних джерел фінансування у його структурі.Delcoure[3] зазначає, що стан фінансового ринку в країнах, що розвиваються, суттєво впливає на рішення підприємств щодо залучення фінансування, наводячи приклади Росії, Словаччини, Польщі, Чехії, де рівень співвідношення ринкової капіталізації та ВВП є нижчим за 3 %, що є значно нижчим порівняно з рівнем даного показника в розвинених країнах. Особливості рішень щодо фінансування в умовах обмеженого доступу також висвітлені в роботі Wu, Yue[4], де вивчається ситуація на фінансовому ринку Китаю; результати дослідження говорять, що в Китаї майже відсутній ринок корпоративних облігацій, а також існують суттєві адміністративні обмеження щодо проведення первинних розміщень акцій (*InitialPublicOffering,IPO*), що в комплексі веде до надмірного попиту підприємств на банківське кредитування. Згідно дослідження[5]корпоративних рішень щодо фінансування в регіоні Південної Америки підприємства в значній мірі не використовують переваги позикового фінансування — у порівнянні з підприємствами з США. Дане явище є в значній мірі викликаним високим рівнем інформаційної асиметрії, низькою транспарентністю корпоративного сектору та нерозвиненістю інфраструктури фінансового ринку (зокрема, сегменту аналітичних агентств), що підкреслюється в роботі Rajagopal[6].

---

[1]Chakraborty I. Capital structure in an emerging stock market: The case of India / Chakraborty. // Research in International Business and Finance. — 2010. — №24. — P. 295–314.

[2]Studart R. Financial opening and deregulation in Brazil in the 1990s Moving towards a new pattern of development financing? / Studart. // he Quarterly Review of Economics and Finance. — 2000. — №40. — P. 25–44.

[3]Delcoure N. The determinants of capital structure in transitional economies / Delcoure. // International Review of Economics and Finance. — 2007. — №16. — P. 400–415.

[4]Wu L. Corporate tax, capital structure, and the accessibility of bank loans: Evidence from China / L. Wu, H. Yue. // Journal of Banking & Finance. — 2009. — №33. — P. 30–38.

[5]Cspedes J. Ownership and capital structure in Latin America / J. Cspedes, M. Gonzlez, C. Molina. // Journal of Business Research. — 2010. — №63. — P. 248–254.

[6]Rajagopal S. The portability of capital structure theory: Do traditional models fit in an emerging economy? / Rajagopal. // Journal of Finance and Accountancy. — 2011. — №5. — P. 1–17.

В умовах обмеженого доступу до фінансування підприємства як у розвинених країнах, так і країнах, що розвиваються, надають перевагу внутрішнім джерелам фінансових ресурсів, що підтверджується численними дослідженнями в низці розвинених країн (США[1], Іспанії[2]) і країн, що розвиваються (Чехії[3], Болгарії[4]). Серед внутрішніх джерел фінансових ресурсів можна виділити власний капітал і його складову — нерозподілений прибуток, а також чистий грошовий потік. Ці джерела підприємство може ефективно використовувати за умови сприятливої структури свого капіталу, підвищення ефективності використання активів і росту маржинальності господарської діяльності. Слід зазначити, що ці інструменти являють собою драйвери факторної моделі *DuPont*, що шляхом дезінтеграції показника прибутковості власного капіталу (*Return on Equity, ROE*) відслідковує тренди та фактори створення акціонерної вартості на підприємстві, що не обмежуються лише функціоналом фінансової стратегії. Так, на маржу чистого прибутку впливають як заходи фінансової стратегії (оптимізація фінансових і інвестиційних витрат; покращення якості управлінського обліку), так і інструменти маркетингової стратегії (покращення цінової та асортиментної політики) і операційної стратегії (оптимізація операційних витрат). Показник оборотності активів знаходиться під впливом інструментів управління оборотним капіталом (функціонал фінансової стратегії), так і бережливого виробництва (функціонал операційної стратегії). Тобто з метою максимізації створеної вартості для акціонерів має відбуватися синергія функціональних стратегій підприємства. Акціонерна вартість створюється на перетині різних функціональних стратегій підприємства, в свою чергу корпоративна фінансова стратегія виступає балансуючим фактором залежно від обраного вектору загальної ринкової стратегії підприємства. За агресивного ринкового зростання, що характеризується динамічним нарощенням ринкової частки, фінансова стратегія має носити консервативний характер (розвиток фінансується переважно за рахунок власного капіталу та пошуку резервів скорочення операційних витрат); за помірного вектору ринкового зростання фінансова стратегія має бути агресивною, що дозволить за рахунок позикового фінансування здеше-

[1]Whited T. Financial Constraints Risk / T. Whited, G. Wu. // The Review of Financial Studies. — №19. — P. 531–559.

[2]D'Espallier B. Analyzing firm-varying investment-cash flow sensitivities and cash-cash flow sensitivities: A Bayesian approach. / B. D'Espallier, J. Huybrechts, F. López-Iturriaga. // Revista Española de Financiación y Contabilidad. — 2011. — №151. — P. 437–465.

[3]Lízal L. Investment, Credit Rationing, and the Soft Budget Constraint: Evidence from Czech Panel Data / L. Lízal, J. Svejnar. // The Review of Economics and Statistics. — 2002. — №84. — P. 353–370.

[4]Rizov M. Credit Constraints and Profitability / Rizov. // Emerging Markets, Finance & Trade. — 2004. — №40. — P. 63–83.

вити вартість капіталу, таким чином здобувши додаткові конкурентні переваги на ринку, що скорочується або повільно зростає.

Концепції створення акціонерної вартості, управління зростанням за рахунок управлінських рішень, що спираються на внутрішні фінансові ресурси об'єднані в матриці фінансової стратегії, що розроблена в Hawawinita Viallet[1]. Матриця фінансової стратегії являє собою діагностичний інструмент оцінки та навігації процесу фінансового управління на підприємстві. Цей інструмент визначає сучасне положення підприємства в розрізі задач створення вартості та управління зростанням, розміщуючи підприємство в певному квадранті матриці. Після цього матрицю фінансової стратегії можливо використовувати як інструмент визначення доречного стратегічного напрямку управлінських рішень з метою покращення положення підприємства на ринку.

Матриця фінансової стратегії оцінює здатність підприємства до створення вартості за допомогою *ROE*. Слід зазначити, що показник *ROE* як інструмент фінансового аналізу має низку обмежень, а саме: 1) широкий спектр напрямів господарської діяльності підприємства, що впливають на фінансовий результат; 2) викривлення значень унаслідок фактору інфляції; 3) вплив сезонних трендів окремих галузей, у яких працюють досліджувані підприємства; 4. викривлення фінансового результату внаслідок впровадження різних бухгалтерських і операційних практик (наприклад, у розрізі питань оцінки запасів, амортизаційної політики, лізингу). Однак, показник *ROE* є ефективним інструментом оцінки та аналізу створюваної акціонерної вартості, що підтверджується дослідженням Higgins[2], де доводиться, що 82 великих американських підприємства за 3-річний період продемонстрували кореляцію між зваженим середнім показником *ROE* і ринковою капіталізацією.

Оцінка якості управління грошовими потоками здійснюється за допомогою різниці між показниками темпу росту виручки та темпу органічного зростання підприємства (*SustainableGrowthRate, SGR*). Темп росту виручки вищий за *SGR* призведе до дефіциту грошових коштів, тоді як занизькі темпи росту виручки — до надмірних обсягів запасів грошових коштів. *SGR* визначається як максимальний темп росту виручки, що підприємство може досягти без змін у своїй фінансовій політиці (змін у співвідношенні зовнішніх і внутрішніх джерел капіталу, змін у рівні дивідендних виплат, без випуску нових акцій або викупу акцій з ринку) та змін у політиці операційного управління

[1]Hawawini G. Finance for Executives: Managing for Value Creation, 4th ed. / G. Hawawini, C. Viallet., 2010. — 672 p.

[2]Higgins R. Analysis for Financial Management, 11th ed. / Robert Higgins., 2015. — 464 c. — (Mcgraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate).

(без змін у рівні маржі операційного прибутку та рівня оборотності), і розраховується за формулою:

$$SGR = ROE \times (1 - \frac{\text{Дивідендні виплати}}{\text{Чистий прибуток}}).$$

Матриця фінансової стратегії визначає рівень створення акціонерної вартості за рахунок показника *ROE* на осі ординат. Створення акціонерної вартості відбувається, коли значення *ROE* є додатними, руйнація акціонерної вартості — за від'ємних значень *ROE*.

Темпи росту підприємства визначаються на осі абсцис за рахунок ідентифікації обсягів дефіциту або надлишку запасів грошових коштів. Якщо підприємство зростає занадто швидко, то темпи росту виручки вищі за *SGR* і, як наслідок, утворюється дефіцит запасів грошових коштів (позиція справа на осі абсцис). За надмірно низьких темпів росту виручки в порівнянні з *SGR* утворюється надлишок запасів грошових коштів (позиція зліва на осі абсцис).

Квадрант «А» представляє собою найкращу позицію для підприємства. В даній позиції підприємство створює вартість і не зростає занадто швидко, не утворюється дефіцит запасів грошових коштів. Найприйнятнішими діями для підприємств у цій позиції є нарощення створюваної вартості та пошук можливостей використання надлишків запасів грошових коштів.

Підприємства в квадранті «Б» створюють вартість, але при цьому мають дефіцит запасів грошових коштів. Найприйнятнішими діями в даній позиції є скорочення дивідендних виплат і інвестування у свій розвиток за рахунок залученого капіталу.

У квадранті «В» відбувається руйнація вартості, але при цьому ці підприємства мають надлишкові запаси грошових коштів. У даній позиції необхідно впроваджувати швидкі зміни корпоративної фінансової політики — поки ще наявні грошові кошти, що необхідні для трансформації підприємства, посилення його ринкових позицій і підвищення рівня ефективності господарської діяльності. Найприйнятнішими діями в даній позиції є повернення частки надлишків запасів грошових коштів акціонерам (шляхом виплати дивідендів або викупу акцій) і направлення наявних грошових коштів на реструктуризацію та трансформацію підприємства — з метою досягнення тренду росту створюваної вартості.

Знаходячись у квадранті «Г», підприємства руйнують вартість і мають дефіцит запасів грошових коштів. Даний сценарій є найгіршим з 4 можливих і вимагає швидких антикризових заходів з боку керівництва підприємства, включаючи частковий продаж активів з метою покриття дефіциту запасів грошових коштів, реструктуризацію підприємства, оптимізацію господарської діяльності (скорочення збиткових напрямів операційної діяльності), по-

силення фокусу підприємства на напрямах операційної діяльності, що створюють акціонерну вартість.

Матриця фінансової стратегії дозволяє не тільки проводити моніторинг господарської діяльності підприємства за рахунок ретроспективної оцінки його результатів, але і здійснювати стратегічне планування, визначаючи стратегічний вектор розвитку, і ефективно розподіляти обмежені фінансові ресурси. Також матриця фінансової стратегії слугує інструментом ефективного управління зростанням і генеруванням грошових потоків. Функціонал даного інструменту дозволяє відслідковувати процес створення акціонерної вартості, здійснювати оцінку стратегічних опцій розвитку підприємства з метою максимізації створеної вартості.

Здійснено розрахунок напряму фінансової стратегії за період 2014–2016 рр. на прикладі вибірки підприємств пивобезалкогольної галузі України, а саме ПАТ«Оболонь» (ЄДРПОУ 05391057), ПАТ «Карлсберг Україна» (ЄДРПОУ0377511) і ПАТ «САН ІнБев Україна» (ЄДРПОУ30965655). Результати розрахунку подані в табл.2.4.1 і нарис. 2.4.1–2.4.3.

ПАТ «Оболонь» перебувало в квадранті «Г» у 2014–2015 рр. і перемістилася в квадрант «В» у 2016 р. за рахунок зниження дефіциту грошових коштів. Однак, рівень *ROE* залишається на стабільно низькому рівні, що означає руйнаціюакціонерної вартості. За такої динаміки рекомендується проводити реструктуризацію підприємства, здійснювати операційну оптимізацію, скорочувати собівартість, підвищувати фокус на прибуткових напрямах господарської діяльності.

Таблиця 2.4.1

Розрахунок показників матриці фінансової стратегії для вибірки підприємств пивобезалкогольної галузі України, 2014–2016 рр., %

Показник	2014 р.	2015 р.	2016 р.
ПАТ «Оболонь»			
ROE	-23	-36	-38
Потреба в грошових коштах	31	28	-1
ПАТ «Карлсберг Україна»			
ROE	27	25	34
Потреба в грошових коштах	1	34	8
ПАТ «САН ІнБев Україна»			
ROE	-42	-47	-18
Потреба в грошових коштах	26	21	-17

Джерело: власні розрахунки

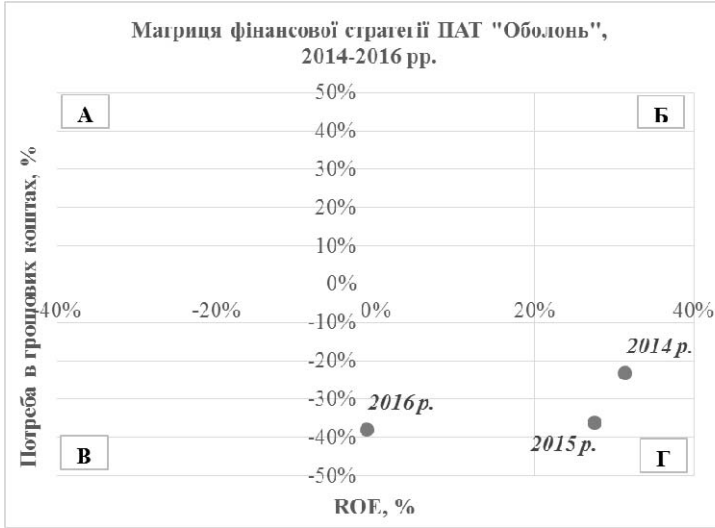


Рис. 2.4.1 Матриця фінансової стратегії ПАТ «Оболонь», 2014–2016 рр.
Джерело: власні розрахунки

Рис. 2.4.2 Матриця фінансової стратегії ПАТ «Карлсберг», 2014–2016 рр.
Джерело: власні розрахунки

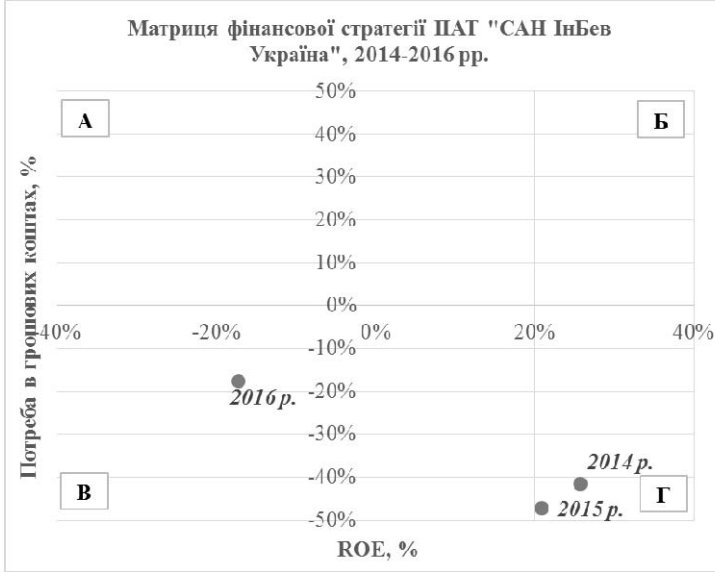


Рис. 2.4.3 Матриця фінансової стратегії ПАТ «САН ІнБев Україна», 2014–2016 рр.

Джерело: власні розрахунки

ПАТ «Карлсберг Україна» демонструє успішні результати за період 2014–2016 рр., знаходячись у квадранті «А». Діяльність підприємства характеризується стабільно високим рівнем *ROE*в поліпшенням стану дефіциту грошових коштів. При цьому підприємству необхідно знизити темпи росту виручки до оптимальних з метою усунення ризику дефіциту грошових коштів, скоротити рівень дивідендних виплат, провести оптимізацію асортименту шляхом скорочення товарних позицій з низькою маржинальністю або низькою оборотністю.

ПАТ «САН ІнБев Україна» за період 2014–2015 рр. перебувало в кризовому стані; підприємство знаходилося в квадранті «Г», маючи від'ємний рівень *ROE* та дефіцит грошових коштів. У 2016 р. спостерігається поліпшення позиції підприємства за рахунок позитивного тренду *ROE*і скорочення дефіциту грошових засобів. Однак, показники все ще знаходяться на незадовільному рівні. Рекомендується здійснити реструктуризацію, зосередившись на напрямах діяльності, що створюють акціонерну вартість, підвищувати ефективність господарської діяльності підприємства.

Виділимо загальні рекомендації для підприємств за результатами здійсненої оцінки діяльності зі створення акціонерної вартості, управління зрос-

танням і грошовими потоками відповідно до певного квадранту матриці фінансової стратегії:

Квадрант «А: Помірне зростання»:

1. використання надмірних запасів грошових коштів (інвестиції в органічне зростання підприємства, неорганічне зростання (злиття та поглинання, *M&A*));
2. розподіл надмірних запасів грошових коштів (нарощення дивідендних виплат, зворотній викуп акцій).

Квадрант «Б: Надмірно швидке зростання»:

1. скорочення дивідендних виплат;
2. залучення фінансування (залучення додаткового власного капіталу, залучення позикового фінансування);
3. зниження темпів росту продажів до органічного рівня (оптимізація асортименту шляхом скорочення товарних позицій з низькою маржинальністю або низькою оборотністю).

Квадрант «В: Початок кризи на підприємстві»:

1. розподіл частки надмірних грошових запасів між стейкхолдерами, направлення залишку грошових запасів на підвищення рівня прибутковості (нарощення рівня ефективності управління активами, ріст рівня маржі операційного прибутку);
2. удосконалення політики управління структурою капіталу (покращення балансу між джерелами капіталу з метою зниження витрат на середньозважену вартості капіталу);
3. ередпродажна підготовка підприємства.

Квадрант «Г: Реструктуризація»:

1. реструктуризація підприємства;
2. ліквідація підприємства з мінімізацією витрат.

Таким чином, рекомендовані управлінські заходи залежно від трендів створення акціонерної вартості, динаміки грошових потоків і управління зростанням не обмежуються виключно функціоналом фінансової стратегії, але використовують інструменти інших суміжних напрямів (операційна діяльність, маркетинг,інше). Задачею фінансової стратегії в даному контексті є вироблення стратегічного бачення, виходячи з історичних результатів господарської діяльності підприємства, надання та раціонування необхідних фінансових ресурсів для реалізації загальної корпоративної стратегії на ринку.

Наукова новизна матриці фінансової стратегії полягає у внеску вдискусію щодо оцінки ефективності створення акціонерної вартості та фінансування напрямів стратегічного розвитку підприємств реального сектору. Дане дослідження знаходиться в рамках емпіричної літератури з проблематики

фінансування зростання підприємств, фокус якої спрямований на фінансові обмеження підприємств реального сектору та використання внутрішніх джерел фінансових ресурсів.

Результати сформованої моделі мають *практичне значення* в розрізі:

1. визначення трендів створення акціонерної вартості підприємств реального сектору України (на прикладі пивобезалкогольної галузі) в умовах обмеженості фінансування, характерного для національної економіки;
2. раціонування обмежених фінансових ресурсів з метою підтримки тренду створення акціонерної вартості підприємством;
3. здійснення управління ефективністю зростання підприємства в контексті достатності запасів грошових коштів.

2.5. Використання альтернативних концепцій бюджетування в українських компаніях

Останнім часом у науковій літературі немало уваги приділяється дослідженню проблем у формуванні та впровадженні традиційного бюджетування на підприємствах, виявленню його недоліків і позитивних сторін, а також, взагалі, доцільності використання даного інструменту фінансового управління.

Уже довгий час підприємства використовують бюджет як первинну систему менеджменту для встановлення цілей, розподілу ресурсів і підвищення мотивації на підприємстві. Часто це єдиний інструмент управління підприємством з орієнтацією на прибуток, тому постійний розвиток у минулому зробило його всеохоплюючим і комплексним інструментом. Але, незважаючи на його дуже широке застосування, керівні працівники та контролери висловлюють усе більше невдоволення цим інструментом. Критичні зауваження можна розділити на дві групи: персональні і матеріальні витрати, пов'язані з плануванням і бюджетуванням, розцінюються як занадто високі; піддається сумніву користь планування і бюджетування[1].

Як і будь-який процес, бюджетування має і свої недоліки, і переваги. Будь-яка критика повинна бути аргументована та підкріплена детальним дослідженням як негативних, так і позитивних сторін процесу, внесено пропозиції щодо виявлення альтернативи. Незважаючи на широке застосування бюджетування у компаніях, у першу чергу, керівники компаній, фінансові

[1]Horvath&Partners. Концепція контролінгу: Управлінський облік. Система звітності. Бюджетування; пер. з нім. — 2-е вид. — М.: Альпіна Бізнес Букс. — 269 с. — (Серія «Моделі менеджменту провідних корпорацій»), 2006. Режим доступу: http://rua.pp.ua/kontseptsiya-kontrollinga-upravlencheskiy.html.

контролери, аналітики досить часто висловлюють невдоволення даним інструментом фінансового управління підприємствами.

Приділимо увагу дослідженню самого поняття бюджетування, виявленню переваг і недоліків даного інструменту управління, дослідимо запропоновані альтернативні концепції і доцільність їх використання в українських компаніях.

Бюджетування –це інтегрована в систему управління технологія, за допомогою якої досягається якісне управління формуванням і використанням ресурсів компанії для досягнення поставлених цілей. Щодо визначення сутності та послідовності реалізації бюджетування як управлінської технологіїв організаціях, то з цього питання у літературі і на практиці є багато розбіжностей.

Усі погляди, які стосуються трактування сутності поняття «бюджетування», можна об'єднати укілька груп:

1. перша група авторів розглядає бюджетування лише в рамках процесуформування, розробки, складання бюджетів на підприємстві. Дане трактування нерідко розкривається в наукових працях, в теоретичних і практичних напрацюваннях. У той же час, воно є досить вузьким і не враховує усі функції бюджетування як інструменту управління (не враховано функції аналізу, контролю, мотивації);

2. друга група авторів трактує бюджетування як технологію планування, обліку та контролю грошей і фінансових результатів (існують певні варіації цього трактування). Це тлумачення є значно ширшим від трактування терміну «бюджетування» авторами першої групи. Дана група авторів розглядає бюджетування і як технологію, тобто сукупність знань, відомостей про послідовність певних процесів: планування, обліку і контролю. Але це трактування також має певні недоліки, а саме: не розглядається організаційний і мотиваційний аспекти бюджетування. Варто звернути увагу також на те, що облік є одним із етапів реалізації функції контролювання, тому не доцільно акцентувати увагу одночасно на двох поняттях.

3. у третю групу входять автори, які розглядають бюджетування як стандартизований процес, що базується як на самостійно розроблених підприємством, так і на загальновизнаних вимогах і процедурах[1];

4. у четверту групу можна віднести авторів, які, на нашу думку,запропонували найудаліші та найповніші трактування терміну «бюджетування». Насамперед заслуговують на увагу твердження В. Гамаюнова, Т. Сізової, В. Хруцького, що бюджетування є управлінською технологією, яка призначена для вироблення та підвищення фінансового обґрунтування

[1]*Білик М.Д.* Бюджетування у системі фінансового планування / М.Д. Білик // Фінанси України. –2003. — № 3.

управлінських рішень, адже уся система бюджетування спрямована на підвищення якості управлінських рішень, що стосуються оптимізації формування та використання ресурсів організації[1].

Перед тим, як перейти до дослідження питання «за» та «проти» бюджетування в компаніях, варто дослідити, яке значення бюджетування та яку роль воно відіграє в діяльності компанії.

Значення бюджетування для господарюючого суб'єкта полягає в тому, що воно:

- втілює вироблені стратегічні цілі у форму конкретних фінансових показників;
- забезпечує фінансовими ресурсами закладені у виробничому плані економічні пропорції розвитку;
- служить інструментом отримання фінансової підтримки від зовнішніх інвесторів[2].

Бюджетування використовується в таких підсистемах управління (рис. 2.5.1):

Рис. 2.5.1. Використання бюджетування в підсистемах управління підприємством

[1]*Хруцкий В.Е.* Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования / В.Е. Хруцкий, Т.В. Сизова, В.В Гамаюнов. — М.: Финансы и статистика, 2012. — 400 с.

[2]*Криворотько І.О.* Бюджетування як інструмент фінансового управління підприємством./ Економічні науки. Серія «Облік і фінанси». — Вип. 9(33). — Ч.2. — 2012. — С. 567.

Як і будь-яке явище, бюджетування має свої позитивні й негативні сторони.Можна виділити ряд переваг бюджетування:

- впливає на мотивацію і настрій колективу;
- дозволяє координувати роботу підприємства в цілому;
- аналіз бюджетів дозволяє вчасно вносити коригувальні зміни;
- дозволяє вчитися на досвіді складання бюджетів минулих періодів;
- дозволяє удосконалити процес розподілу ресурсів;
- сприяє процесам комунікацій:
- допомагає менеджерам нижчої ланки зрозуміти свою роль в організації;
- дозволяє співробітникам-новачкам зрозуміти «напрямок руху» підприємства, допомагаючи у такий спосіб їм адаптуватися в новому колективі;
- служить інструментом порівняння досягнутих і бажаних результатів;
- бюджети узгоджують і координують дії окремих підрозділів підприємства, цілі та інтереси різних членів організації;
- бюджетування дає змогу визначити найефективніший спосіб використання ресурсів;
- надає можливість порівняти фактичні результати із запланованими і визначити ефективність і результативність діяльності;
- вводиться суворіший режим економії витрат і фінансових ресурсів підприємства, що особливо важливо для виходу з економічної кризи тощо [1].

У той же час, об'єктивною є критика бюджетування, оскільки існує немало його недоліків, таких як:

- різне сприйняття бюджетів у різних людей (наприклад, бюджети не завжди здатні допомоги у вирішенні повсякденних, поточних проблем, не завжди відбивають причини подій і відхилень, не завжди враховують зміни умов; крім того, не всі менеджери мають достатню підготовку для аналізу фінансової інформації);
- складність у формуванні та дорожнеча системи бюджетування;
- якщо бюджети не доведені до кожного співробітника, вони не роблять практично ніякого впливу на мотивацію і результати роботи, а замість цього сприймаються як засіб для оцінки діяльності працівників і відстеження їхніх помилок;
- бюджети потребують від співробітників високої продуктивності праці; у свою чергу, співробітники протидіють цьому, намагаючись мінімізувати своє навантаження та ін., що призводить до конфлікту, викликає стан пригніченості, страху, а отже, знижує ефективність роботи;

---

[1] *Криворотько І.О.* Бюджетування як інструмент фінансового управління підприємством/ Економічні науки. Серія «Облік і фінанси». — Вип. 9(33). — Ч.2. — 2012. — С. 567.

• суперечність між досяжністю цілей і їхній стимулюючим ефектом: якщо досягти поставлених цілей легко, то бюджет не має стимулюючого ефекту для підвищення продуктивності; якщо досягти цілей складно, — стимулюючий ефект пропадає, оскільки ніхто не вірить у можливість досягнення цілей. Крім того, у процесі бюджетування підприємство можуть підстерігати і ряд труднощів і перепон:

- політичні інтриги, що можуть вплинути на розподіл ресурсів;
- конфлікти між менеджерами підрозділів і відділом контролінгу;
- завищення потреб у ресурсах;
- поширення помилкової інформації про бюджети по неформальних каналах;
- великий обсяг роботи з паперовими та електронними носіями в процесі складання бюджетів та їх аналізу, що займає більшу частину робочого часу та створює невдоволення працівників;
- традиційно бюджети складаються на рік і не можуть своєчасно та чітко врахувати всі можливі зміни на ринку протягом бюджетного періоду;
- існує ряд причин виникнення відхилень бюджетних і фактичних показників виконання: невірність проведення розрахунків, прогнози виявляються недостовірними тощо;
- витратність процесу формування системи бюджетування на підприємстві;
- бюджети потребують від співробітників високої продуктивності праці; але співробітники протидіють цьому, намагаючись мінімізувати своє навантаження й ін., що призводить до конфліктів, а отже, знижує ефективність роботи [1];
- керівні працівники скаржаться на недостатній облік критеріїв, релевантних для управління сферами підприємницької діяльності, за які вони відповідають, а також на недостатню актуальність у рамках менше одного року традиційного бюджетування[2].

Дійсно, існує немало недоліків традиційного бюджетування, але варто дослідити, чи можливо ліквідувати хоча б основні з них і чи дійсно реальним є впровадження альтернативних концепцій традиційному бюджетуванню у вітчизняних компаніях.

---

[1]*Маркіна І.А.* Контролінг для менеджерів[Електронний ресурс]: навч. посіб. / Маркіна І.А., Таран-Лала О.М., Гунченко М.В. — К. : Вид-во «Центр учбової літератури», 2013. — 304 с. — Режим доступу: http://culonline.com.ua/Books/Controling_Markina.pdf

[2]Horvath&Partners. Концепція контролінгу: Управлінський облік. Система звітності. Бюджетування; пер. з нім. — 2-е вид. — М.: Альпіна Бізнес Букс. — 269 с. — (Серія «Моделі менеджменту провідних корпорацій»), 2006. Режим доступу: http://rua.pp.ua/kontseptsiya-kontrollinga-upravlencheskiy.html.

Щоб бути успішними, сучасні компанії повинні виводити нові продукти на ринок у короткі інтервали часу, вибудовувати довгострокові ділові і виробничі відносини зі споживачами і бізнес-партнерами; постійно розвивати «людський капітал» компанії; утримувати хороших працівників; задовольняти вимогливіших інвесторів хорошими фінансовими результатами.

Тому сьогодні їм необхідно виконувати одночасно абсолютно різні речі: і розвивати правильні продукти (довгострокова перспектива), й вибудовувати хороші відносини з споживачами, працівниками та бізнес партнерами (середньострокова перспектива) та забезпечувати прибутковість (короткострокова перспектива).

Бюджетування як управлінська технологія за умови грамотного використання дозволяє досягти такого: дати менеджерам можливість приймати рішення на своєму рівні, не виносячи їх нагору (але в рамках встановленого бюджету); побудувати для менеджера ефективну систему KPI 2 (KeyPerformanceIndicators — комплекс ключових показників діяльності підприємства), що дозволяє стежити за виконанням планів «онлайн»; стимулювати менеджерів до досягнення цілей компанії за допомогою KPI і контрольних показників бюджетів. На жаль, аналіз роботи вітчизняних підприємств свідчить, що більш ніж у 80 % випадків упровадження технології бюджетування не дає того ефекту, який можна було б отримати від його використання. Це відбувається з кількох причин: бюджетування використовується тільки як фінансова технологія, інакше кажучи, компанії використовують бюджети для контролю за фактичними оборотами, але не для прийняття управлінських рішень; плани і звіти перевантажені завідомо зайвою інформацією; бюджети дають тільки поверхневе уявлення про діяльність компанії; процес бюджетування побудований неефективно; керівні співробітники компанії не хочуть використовувати систему бюджетування [1].

В умовах кризи в останні роки в Україні виникли й інші проблеми, які змушують менеджерів задумуватись про пошук шляхів покращення діючої системи бюджетування чи пошуку альтернативних бюджетуванню інструментів управління підприємством.

Досвід ряду компаній показує, що й вірно сформована фінансова структура, бюджетний регламент, побудована матриця відповідальності на всіх рівнях управління, мотиваційна політика компанії в аспекті виконання бюджету відповідно до рівня впливу на результат, автоматизація планування і план-факт аналізу, постійний моніторинг, тобто оптимально сформована система бюджетування не завжди веде до довготривалого позитивного ефекту

[1] *Цветков М*. Бюджетирование как реальный инструмент управления бизнесом [Текст] / М. Цветков // Економічний аналіз, теорія і практика. — 2008. — № 8. — С. 10–12.

за результатами діяльності компанії. На жаль, різке падіння гривні, зростання вартості імпортної сировини та матеріалів, різке зростання вартості палива, хаотичні зміни в вартості вітчизняних матеріалів, сировини тощо. Компанії, у яких давно сформована система бюджетування, що функціонує вже багато років, за таких умов приходять до того, щоб аналізувати не виконання бюджету, а виконання ключових показників. Ключові показники повинні відображати поточні цілі бізнесу, а ті, у свою чергу, повинні відповідати стратегії компанії. При управлінні по KPI бюджетування по несуттєвим статтям не завжди проводять, їх нормують.

Усе більш обговорюваним серед теоретиків і практиків у бізнесі є вибір альтернативи бюджетуванню чи пошук способів його удосконалення при існуючих умовах в Україні.

На сьогодні можна виділити дві досить суттєві тенденції, ціллю яких єпрагнення ліквідувати проблеми, що виникають при традиційному бюджетуванні, які ми дослідили раніше. Вони стали відомі під назвами «покращене бюджетування» (Better Budgeting) і «поза бюджетування» (Beyond Budgeting). Підхід групи Horvath & Partners, відомий як «просунуте (прогресивне) бюджетування» (Advanced Budgeting), є спробою поєднати найважливіші елементи обох підходів. Особливу увагу приділяють і процесно-орієнтованому підходу до бюджетування (ABB, Activity-Based Budgeting).

Розглянемо детальніше кожен з підходів.

Відображення в бюджетах стратегічних цілей компанії стало першочерговим завданням планування в компанії.На основі використання нових управлінських інструментів планування складається бюджет, що забезпечує досягнення стратегічних цілей компанії.До традиційного бюджетування та нуль-базис-бюджетування додалися нові підходи, одним з яких є процесно-орієнтоване бюджетування (ABB, Activity-Based Budgeting).Даних підхід бюджетування має у своїй основі поєднання двох стратегій, а саме: управління ефективністю бізнесу і управління витратами.Управління ефективністю бізнесу основане на формуванні збалансованої системи показників (BSC, Balanced Scorecard).

Управління витратами базується на поетапному впровадженні функціонально-вартісного аналізу (ABC, Activity-Based Costing), процессно-орієнтованого управління (ABM, Activity-Based Management), після чого здійснюється перехід до процесно-орієнтованого бюджетування ABB.Використання таких інструментів, як ABC, ABM, BSC дозволить компанії правильно структурувати бюджет, враховуючи оціночні індикатори ефективності, бази розподілу витрат по роботах і групам продукції.

У даний час існують думки, що основою ефективного бюджетування повинна стати методика планування витрат, впровадження якої не змінить

логіку роботи безпосередньо самих підрозділів.Таким вимогам відповідає метод бюджетування витрат на основі визначення системи драйверів (driver-based budgeting або DBB-метод). Дана концепція бюджетування на основі функціонального підходу була запропонована Р. Барретом у 2007 році в роботі під назвою «Планування і бюджетування для компаній, здатних адаптуватися до змін середовища: DBB-інструментарій». Менеджери багатьох компаній усвідомили, що, незважаючи на великі вкладення коштів у системи управління, вони не мають чіткого уявлення про продукти, покупців і каналах збуту.

У рамках бюджетування на основі принципів DBB під драйвером розуміється складова частина фінансової або нефінансової інформації, зміна якої робить прямий вплив на доходи або витрати, а в кінцевому підсумку — на ключові показники прогнозного балансу, бюджету руху грошових коштів і плану прибутків і збитків.Іншими словами, драйвером може бути не тільки кількість продуктів, число активних споживачів, дзвінків покупців, час циклу, продуктивність, але і очікувана ціна продукту, яка впливає на величину доходів[1].

Прихильники концепції «безбюджетної діяльності» *(BeyondBudgeting*) вважають, що процес бюджетування досить витратний і вимагає серйозних фінансових вкладень у необхідні для процесу IT-мережі, перебудову способу менеджменту, обліку витрат за видами діяльності, та ін.[2].

Автори даної концепції — фінансисти Джеремі Хоуп, Робін Фрейзер і Пітер Банс, засновники BeyondBudgetingRoundTable і BeyondBudgetingInstitute. Вони запропонували відмовитися від жорсткого регулювання за допомогою бюджету і перейти на гнучкішу систему, розширивши при цьому можливості і сфери впливу кожного департаменту.Коротковониописуютьпідхідтак: «Fromcommandandcontroltoempowerandadapt». Цю концепцію активно впроваджують по всьому світу, найбільше вона прижилася в скандинавських країнах, зараз просувається в США.Помітні складності у цій системи є у Німеччині, але це пов’язано з типом мислення[3]. Ідея «безбюджетного» управління бізнесом виникла ще на початку 70-х років минулого століття.

---

[1]*Левушкина Н. В., Макарова Л. М.* Сравнительная характеристика методик бюджетирования деятельности предприятий // Молодой ученый. — 2013. — №4. — С. 253-257.

[2]*Бусарев В.В.* Релевантность концепций бюджетирования в бизнес-процессном управлении предприятием [Електронний ресурс]: В.В.Бусарев// Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка". — 2013. — №12. — Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2643.

[3]*Рогачев С.*Beyond Budgeting: чем заменить бюджеты и повысить прибыль [Електронний ресурс]: С. Рогачев. — М.: ScrumTrek, 2017. — Режим доступу: https://scrumtrek.ru/blog/beyong-budgeting-chem-zamenit-byudzhety-i-povysit-pribyl/.

Можна виділити ряд ключових елементів системи Beyond Budgeting, що розкриваються в 12 принципів, які було сформульовано одним з авторів даної концепціїДжеремі Хоупом (табл. 2.5.1.)

Таблиця 2.5.1

Принципи Beyond Budgeting

Принцип концепції «безбюджетної діяльності»	Основний зміст
1	*2*
Принципи управління за допомогою адаптивного процесу	1) цілі орієнтовані на максимізацію потенціалу виконання;
	2) системи оцінки і винагороди засновані на вимогах за відносним поліпшення;
	3) план дій є безперервним і включає процесом;
	4) ресурси доступні на вимогу;
	5) внутрішньокорпоративні дії координуються згідно споживчому попиту;
	6) контроль базується на ефективному управлінні та на відносних показниках виконання.
Принципи, засновані на передачі повноважень	1) концепція управління формується на чітких принципах і обмеженнях;
	2) високоефективна середовище створюється на відносних досягнення;
	3) працівникам надається свобода в прийнятті локальних рішень, сумісних з принципами управління і цілями організації;
	4) відповідальність за рішення по створенню цінності покладено на групи по роботі з клієнтами;
	5) співробітники відповідальні за результати роботи з клієнтами;
	6) наявність відкритих і етичних інформаційних систем.

Можна немало уваги приділити розкриттю сутності концепції «безбюджетної діяльності», її переваг, але варто зазначити, що одним з аспектів даної концепції все ж таки є планування (прогнозування), як неперервний процес, координація планів відбувається неперервно та в динаміці, враховуючи формованим цілям та завданням. Помилковою є думка, на наш погляд, що концепція Beyond Budgeting не враховує в себе прогнозування, бізнес-моделювання, як гнучких інструментів в управлінні компанією, показники яких постійно переглядаються, враховуючи зміни зовнішніх і внутрішніх факторів впливу на діяльність компанії, зміни ринку, зміни в стратегії компанії тощо.

Проводиться безліч тренінгів по напрямку впровадження Beyond Budgeting у компаніях, ведуться дискусії щодо позитивного впливу Beyond Budgeting на результати діяльності компаній. Для українського ринку дана концепція є новою, але чи є можливість її запровадження на сьогодні — це, на нашу думку, важливе та складне питання[1].

Деякі експерти підготували широкомасштабну критику того, яким чином системи бюджетування зазвичай реалізуються. Процес часто може бути бюрократичним і дорогим, бюджетування може не відповідати потребам менеджерів у конкурентних середовищах, а бюджетні системи можуть призвести до управлінської «гри чисел».На практиці рекомендації щодо «виходу з бюджету» часто передбачають фактичне відмову від бюджетування. Таким прикладом «виходу з бюджету» і є концепція безбюджетної діяльності компанії.

Ще в 1998 році було засновано проект «поза межами бюджету» (BBRT — Beyond Budgeting Round Table), який є центром руху, що допомагає організаціям постійно вдосконалювати свою діяльність у діловому середовищі, що є ринковим, високо конкурентним і непередбачуваним, і в якому інтелектуальний капітал є ключовим стратегічним ресурсом.Даний проект має своє походженням у Великобританії, але зараз вона має багатьох членів з решти країн Європи, з США та Австралії.BBRT являє собою поєднання нової концепції ("поза бюджету") та спільноти («круглий стіл»).Співтовариство BBRT є незалежним науковим співробітництвом, яке поділяє свої знання через свою глобальну мережу через конференції та семінари.

Проводяться різноманітні дискусії щодо бюджетування в традиційному вигляді, щодо переваг, недоліків концепції безбюджетного управління, інших альтернатив бюджетуванню тощо.У свою чергу, критичні зауваження фахівців даного проекту щодо традиційного бюджетування спрямовані, перш за все, на нефінансових менеджерів, які мусять «постраждати» від керівників бухгалтерів, що продовжують застосовувати застарілі процедури складання бюджету.Даний проект знайшов мало доказів для підтримки цих поглядів.Як зазначається в ряді статей, що сформовані за результатами досліджень в рамках проекту BBRT , нема широкого незадоволення традиційним бюджетом. Замість цього менеджери зазвичай бачать бюджет як важливі, особливо для планування, контролю та оцінки.Існує також висока ступінь узгодження між

[1]*Зінькевич Т.О.*Переваги та недоліки традиційного бюджетування на підприємстві, актуальність пошуку альтернативи. Зб. матеріалів І Міжнар. наук.-практ. конференції “Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку”: [Електронний ресурс]. — К. : КНЕУ, 2017. — 455с.

фінансовими менеджерами (FM) і нефінансовими керівниками НФМ) щодо ролі та важливості бюджетування.

З метою удосконалення традиційного бюджетування, подолання притаманних йому недоліків у теорії і практиці пропонуються ряд альтернативних концепцій бюджетування. Еволюцію концепцій бюджетування зображено[1] на рис 2.5.3.

Рис. 2.5.3. Еволюція концепцій бюджетування

Що стосується «BetterBudgeting» (покращення бюджетування), то дана концепція відрізняється тим, що постійно вносяться невеликі додаткові зміни, які здійснюються малими кроками.Основні цілі, переслідувані в рамках даного підходу, полягають у підвищенні ефективності, в спрощенні процесів бюджетування. Покращене бюджетування концентрується на спрощення традиційного бюджетування, в першу чергу, шляхом підвищення її функціональних та інституційних аспектів.

На відміну від Beyond Budgeting «покращене бюджетування» не націлене на різку та радикальну зміну корпоративної культури компанії, а зміни, що необхідно здійснювати, є менш екстремальними,та радикальними.

Існує ряд переваг прогресивного підходу, які можна об’єднати в три основні критерії (рис. 2.5.4).

Вітчизняні підприємці відзначають, що вони використовують окремі елементи Beyond Budgeting, і вважають, що саме завдяки використанню цієї методики в умовах кризи вони змогли забезпечити більший ріст у порівнянні з конкурентами в галузі. При цьому перехід до Beyond Budgeting для багатьох підприємств може стати згубним з тієї причини, що на переважній більшості підприємств ще не накопичений достатній досвід успішного фінансового планування, складання ковзають прогнозів, не визначені ті ключові

[1]*Терещенко О.О.* Фінансовий контролінг: навч. посіб. /О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк. — К. : КНЕУ, 2013. — 407, [1] с.

показники, які можуть дати об'єктивну оцінку, що відбуваються на підприємстві процесів[1].

Загальне управління компанією

1) Сприяє одночасному вирішенню оперативних завдань і реалізації стратегії компанії;
2) Допомагає виявляти і своєчасно реагувати на зовнішні зміни;
3) Дозволяє отримувати релевантну прогнозну інформацію зацікавленим сторонам;
4) Фокусується увага на конкуренції, виявляється та враховується краще в практиці конкурентів.

Фінансове управління компанією

1) Сприяє перерозподілу ресурсів від детального планування «зверху-вниз» до виявлення потенціалу на місцях;
2) Інтеграція оперативного і стратегічного планування ;
3) Можливість управління з орієнтацією на вартість компанії.

Інші функції

1) Сприяє підвищенню ініціатив з боку менеджерів,
2) Орієнтується на ключові показники діяльності компанії,
3) Дозволяє закладати більш реалістичні досяжні цілі.

Рис. 2.5.4. Переваги прогресивного бюджетування

Можна зазначити, що бюджетування не являє собою універсальний метод уникнення підприємцями негативного впливу на результати їх діяльності кризових ситуацій, але надає можливість зорієнтуватися в реальному мінливому середовищі та прийняти необхідні виважені управлінські рішення, що забезпечать оптимальні умови розвитку бізнесу за нестабільної економіки.

Таким чином, у сучасних умовах господарювання, бюджетування, як інструмент фінансового управління, фінансового контролінгу, повинно стати більш динамічною, гнучкою системою, яка забезпечить підприємству ефективну діяльність. Слід погодитись, що бюджетування має немало недоліків, але важко погодитись з думкою, що бюджетування на підприємствах не має майбутнього взагалі. На сьогодні, більшість компаній в Україні використовують концепції прогресивного чи покращеного бюджетування, або ж, як вже зазначалось, лише певні елементи концепції безбюджетної діяльності.

[1]*Хруцкий В.Е.* Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования / В.Е. Хруцкий, Т.В. Сизова, В.В Гамаюнов. — М.: Финансы и статистика, 2012. — 400 с.

2.6. Вартісно-орієнтований підхід в управлінні фінансами корпорацій

Ключовим завданням при управлінні бізнесом є вибір адекватних критеріїв оцінки ефективності діяльності підприємства. При побудові вартісно-орієнтованого управління (Value-BasedManagement, VBM) треба з особливою увагою підійти до вибору моделі, оскільки використання помилкових критеріїв може призвести до розбалансування інтересів менеджменту та власників, і, як наслідок, до зростання агентський витрат.

Найпоширенішими підходами до оцінки вартості компанії є:

- витратний (майновий) — переважно для оцінювання об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів;
- дохідний — заснований на оцінці потенційних доходів чи грошових потоків, які може генерувати об'єкт оцінювання;
- ринковий (порівняльний) підхід, що базується на інформації щодо продажу подібних підприємств (їх корпоративних прав) на ринку[1].

Провідні західні консалтингові фірми розробили декілька альтернативних підходів оцінки ефективності бізнесу, які, на думку багатьох спеціалістів, більш вдало вимірюють результати діяльності компаній, ніж традиційні бухгалтерські моделі, що ґрунтуються на показниках прибутку та рентабельності капіталу. До найбільш поширених можна віднестиі:

- модель економічної доданої вартості (EconomicValueAdded (EVA) — запровадила консалтингова компанія «SternStewart&Co»;
- модель доданої вартості грошового потоку (CashValueAdded (CVA) — запровадила консалтингова компанія «AneldaAB».

Ці моделі дають змогу оцінити як діяльність компанії у цілому, так і окремих її підрозділів з позиції нарощування доданої вартості, крім того, їх можна інтегрувати у мотиваційну систему, що допоможе узгодити інтереси власників і менеджерів[2].

Оцінку ефективності аграрного бізнесу розглянемо на базі однієї із найбільших агропромислових компаній України — ПАТ «Миронівський хлібопродукт» (ПАТ «МХП»), яка: об'єднує близько 30 підприємств по всій території країни; охоплює 35 % від загального споживання курятини і більше 55 % українського ринку промислового виробництва; здійснила у 2008 р. успішне первинне публічне розміщення акцій (IPO) на Лондонській фондовій

---

[1] *Майер Э.* Контроллинг как система мышления и управления / Э. Майер. –М.: ФиС, 1992. — 208 с. –С. 191.

[2] AmericanJournalofAgriculturalEconomics. [Електроннийресурс]. — Режимдоступу: http :// https://academic.oup.com/ajae.

біржі, на даний час частка акцій у вільному обігу біржі становить близько 40 %; ефективність і актуальність проекту з точки зору стандартів екології та безпеки підтверджена міжнародними організаціями[1].

Перш ніж оцінювати вартість компанії за EVA та CVA, які, базуються на показниках ReturnonInvestedCapital (ROIC), CashFlowReturnonInvestment (CFROI), необхідно визначити ставку витрат на залучення капіталу, оскільки саме вона лежить в основі вартісно-орієнтованого підходу до управління і є мірилом ефективності використання компанією залучених коштів як від акціонерів, так і від кредиторів.

Показник рентабельності інвестованого капіталу (ROIC) використовується для оцінки ефективності вкладеного капіталу, що знаходиться у розпорядженні компанії і показує, наскільки вдало компанія управляє грошовими коштами:

$$\mathrm{ROIC} = \frac{\mathrm{NOPATt}}{\mathrm{ICt}}, \tag{1}$$

де NOPATt — (Net Operating Profit After Tax) — прибуток підприємства в періоді *t* перед сплатою процентів за кредити та після оподаткування; ICt (Invested Capital) — сума інвестованого капіталу підприємства в періоді *t* (за вирахуванням елементів позичкового капіталу на які не нараховуються проценти).

Рентабельність інвестицій на базі CashFlow (CFROI) — це внутрішня норма дохідності інвестицій, які вже були вкладені в підприємство. Такий показник відображає середню рентабельність проектів, які компанія приймала у минулому (або середню внутрішню норму дохідності існуючих активів підприємства). Для розрахунку CFROI необхідно визначити такі параметри, як валовий обсяг інвестиції (BI), величина Cashflow (брутто) у періоді *t* (BCF), очікуваний строк економічного життя активів, ліквідаційну вартість активів — обсяг неамортизованих активів:

$$0 = -\mathrm{BI} + \frac{BCF}{(1+CFROI)^1} + \frac{BCF}{(1+CFROI)^2} \ldots + \frac{BCF}{(1+CFROI)^n}. \tag{2}$$

За статичним методом CFROI розраховується таким чином:

$$\mathrm{CFROIt} = \frac{CF - A}{BI}, \tag{3}$$

де CF– чисті грошові потоки; A — амортизація.

Дані розрахунків ROIC іCFROI представлені в табл. 2.6.1:

[1]Сайт компанії «Миронівський хлібопродукт» [Електронний ресурс].– Режимдоступуhttp://www.mhp.com.ua/ru/operations/poultry

Таблиця 2.6.1

Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC) та інвестицій на базі CF (CFROI) ПАТ «МХП» за 2013–2015рр., %

Показники	*2013р.*	*2014р.*	*2015р.*
ROIC	*14,44*	*23,70*	*23,84*
CFROI	*11,54*	*22,17*	*20,00*

Джерело: розраховано за даними звітності МХП[1]

Протягом 2013–2015рр. ROIC ПАТ «МХП» зросла. Ця тенденція є позитивною і свідчить про генерування більшого прибутку при використанні меншого обсягу платного капіталу.

Динаміка показника CFROI була нестабільною. Для оцінки показника CFROI необхідно, перш за все, співставляти його із середньозваженою вартістю залученого капіталу (WeightedAverageCostofCapital–WACC), і лише в разі перевищення рентабельності інвестицій над середньозваженою вартістю залученого капіталу можна стверджувати про ефективне використання вкладеного капіталу. Саме на цьому підході ґрунтується розрахунок CVA.

Загальний алгоритм розрахунку WACC виглядає таким чином:

$$\text{WACCs} = Re \times \frac{E}{C} + (1\text{-s}) \times Rd \times \frac{D}{C}, \quad (4)$$

де *Re* — очікувана ставка вартості власного капіталу; *Rd*– очікувана ставка вартості позичкового капіталу; *C*– сума капіталу підприємства; *E*– сума власного капіталу; *D* — сума позичкового капіталу; *s*– коефіцієнт, що характеризує ставку податку на прибуток.

Найпоширенішим способом розв’язання проблеми розрахунку ставки витрат на власний капітал для підприємств, які функціонують на ринках, що розвиваються, є використання модифікованих моделей. Це пояснюється відсутністю вірогідної інформації з локального фондового ринку. Найдоцільніше використовувати гібридну кризову модель обчислення ставки витрат на власний капітал, оскільки вона поєднує різні типи ризиків — глобальні, локальні та специфічні, характерні для конкретного активу.

Формула розрахунку ставки витрат на власний капітал за описаною вище моделлю має вигляд:

$$\text{Re} = \text{rfg} + \beta\text{ga} \times (\text{MRPg} + \text{CRP}) + \text{Rid}, \quad (5)$$

де rfg — глобальна безризикова ставка; βga — адаптований до конкретного підприємства глобальний (аналоговий) бета; MRPg — глобальна ринкова

[1]Сайт компанії «Миронівський хлібопродукт» [Електронний ресурс].– Режимдоступуhttp://www.mhp.com.ua/ru/operations/poultry

премія за ризик; CRP — премія за ризик країни; Rid — надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив.

В якості безризикової ставки доцільно використати дохідність одномісячних державних облігацій США — 0,52 %. βu (unlevered) — бета секторальний для сільськогосподарської галузі складає 0,59.

βL (levered) визначатимемо шляхом адаптації заР. Гаррісоном та Д. Прінглом[1]:

$$\beta u = \frac{\beta L}{1+(1-s)\square\frac{D}{E}}, \qquad (6)$$

Через проблему рециркуляції доцільно взяти не балансову структуру капіталу, а середню по сільському господарству (табл. 2.6.2):

Таблиця 2.6.2

Відношення позичкового капіталу до власного сільськогосподарських компаній України в 2015р.

Компанія	ВК, тис. дол. США	ПК, тис. дол. США	Відношення ПК/ВК, %
MHP	672849	1402884	208,50
Kemel	890844	574774	64,52
Munchak Holdings Limited	8210	61258	746,14
Astarta	6306501	6585844	104,43
Agroton	46021	23776	51,66
Медіана	7924425	8648536	109,14

Формула розрахунку βLбуде мати вигляд:

$$\beta L = \beta u \times (1+(1-s) \times \frac{D}{E}. \qquad (7)$$

За глобальну премію приймається ринкова премія для країн із розвинутим фондовим ринком, що має тривалу історію функціонування (глобальна ринкова премія за ризик для США становить 3,74 %). За актуальними даними А. Дамодарана, середня премія за ризик країни (CRP) для України становить 14,21 %.

Останнім компонентом ставки витрат на власний капітал є премія за ризик інвестування в конкретний актив. ПАТ «МХП» у 2013р. розмістила облігації зі ставкою 8,25 % до погашення у 2020 р. Враховуючи, що ставка вже включає безризикову, надбавка за специфічні ризики інвестування в ПАТ

[1]Harris, R.S. andJ.J. PringleRisk–AdjustedDiscountRatesExtensionsformtheAverage–RiskCase // JournalofFinancialResearch (Fall). — 1985. — P. 237–244.

«МХП» становить 7,73 % (8,25–0,52 %). Таким чином Re буде складати 28,31 %.

Для обчислення ставки вартості позикового капіталу враховано процентну ставку, за якою підприємство може залучити нові позики, а не ціну їх залучення в минулому. Це пов'язано з тим, що з метою оцінки інвестицій або вартості підприємства дисконтуються очікувані грошові потоки.

За даними Національного банку України, на національному ринку можна залучити довгостроковий кредит в іноземній валюті за ставкою 7,1 %. За даними фінансової звітності ПАТ «МХП» за 2015р. середньозважена ставка витрат на позиковий капітал становила 7,87 %, а в проміжній фінансовій звітності за2016р. — 8,37 %. Через постійні коливання відсоткової ставки на вітчизняному ринку позикових коштів і курсу валют, варто використовувати саме ставку витрат –8,37 %.

Ставка дисконтування деномінована у доларах США. Враховуючи, що для ставки дисконтування були використанні дані глобального ринку, можна стверджувати, що протягом 2013–2015рр., суттєвих змін у величинах її складових не відбулося. Тому для розрахунку ставки дисконтування за 2013 і 2014рр. відповідно врахуємо лише зміну в структурі капіталу підприємств сільськогосподарської галузі та ставку залучення позикового капіталу. За даними фінансової звітності ПАТ «МХП» кредити в іноземній валюті залучалися за середньозваженими ставками 5,83 і 6,05 % відповідно у 2013 і 2014 рр.

Додана вартість грошового потоку (CVA) — показник, який характеризує різницю між фактичним (плановим) обсягом операційного CF та очікуваним капіталодавцями (за якого можливе надання капіталу):

$$CVAt = BCFt - At - WACCs \times BIt, \quad (8)$$

або

$$CVAt = (CFROIt - WACCs) \times BIt, \quad (9)$$

Дані розрахунку CVA представлено в табл. 2.6.3:

Таблиця 2.6.3

CVA ПАТ «МХП» за 2013–2015рр.

Показник	2013 р.	2014 р.	2015 р.
CFROI, %	11,54	22,17	20,00
WACCs, %	17,18	15,23	17,12
BI, тис.дол. США	3026318	2 213 718	2048390
CVA, тис.дол. США	-170 684	153 632	58994

Джерело: розраховано за даними звітності МХП[1]

[1]Сайт компанії «Миронівський хлібопродукт» [Електронний ресурс].– Режимдоступуhttp://www.mhp.com.ua/ru/operations/poultry

Від'ємне значення CVA спостерігалося у 2013р., адже у 2013р. був найменший показник валового грошового потоку, а валовий обсяг інвестованого капіталу був найбільшим, тобто внутрішня норма дохідності була на рівні 11,54 %, тоді як середньозважена ставка залучення капіталу складала 17,18 %. Останнє говорить про неефективне використання вкладеного капіталу і, відповідно, негативне значення доданої вартості грошового потоку ПАТ «МХП».

Протягом 2014–2015рр. знизився обсяг інвестованого капіталу за рахунок переоцінки основних засобів і зменшення суми оборотного капіталу, але менше його значення генерувало все ж більші обсяги валових грошових потоків — тому показник рентабельності інвестицій на базі CF зріс і суттєво перевищив ставку витрат на залучений капітал, що і спричинило позитивне значення CVA.

Модель управління фінансами на основі показника доданої вартості грошового потоку є альтернативним до методу економічної доданої вартості методологічним підходом концепції управління вартістю підприємства.

Економічна додана вартість — показник ефективності діяльності, основою розрахунку якого є зіставлення прибутку підприємства за певний період з витратами на капітал, інвестований у відповідному періоді. Метод EVA полягає в оцінюванні вартості, створеної понад очікування капіталодавців. З цією метою використовують такий алгоритм:

$$EVAt = NOPATt - (WACCs \times ICt), \quad (10)$$

або

$$EVAt = (ROCEt - WACCs) \times CE, \quad (11)$$

Результати розрахунків представлено по ПАТ «МХП»у табл. 2.6.4:

Таблиця 2.6.4

EVA ПАТ «МХП» за 2013-2015рр.

Показник	2013р.	2014р.	2015р.
ROIC, %	13,79	23,70	23,84
WACC, %	17,18	15,23	17,12
IC, тис. дол. США	2551451	2160830	1952189
EVA, тис. дол. США	- 86445	183101	131115

Джерело: розраховано за даними звітності МХП[1].

Динаміка економічної доданої вартості ПАТ «МХП» повторює динаміку попередньо описаних показників.

[1]Сайт компанії «Миронівський хлібопродукт» [Електронний ресурс].– Режимдоступуhttp://www.mhp.com.ua/ru/operations/poultry

Перш ніж оцінювати вартість агрохолдингу за описанимипідходами, розглянемо тенденції та перспективи розвитку компанії.

Агрохолдинг ПАТ «МХП» — це компанія-лідер промислового виробництва курятини в Україні з найбільшою часткою ринку і високою впізнаваністю бренду продуктів. Компанія контролює усі етапи виробництва курятини і таким чином зменшується залежність від постачальників і цін на сировину. Крім економічної ефективності, вертикальна інтеграція дозволяє втілювати сувору політику біобезпеки, контролювати якість сировини і кінцеву якість, а також безпечність продукції до точок продажу. Для підтримки продажів компанія контролює дистриб'юторську мережу, яка складається з 15 дистриб'юційних центрів у великих містах України. Компанія використовуєвласні вантажівки для доставки своєї продукції, що знижує загальні транспортні витрати ічас доставки.

Займаючи стійку позицію навітчизняному ринку м'ясопереробки, ПАТ «МХП» прагне розширити асортимент і завоювати більшу частку даного сегменту. Компанія експортує свою продукцію у різні країни світу, зокрема: до 17 країн ЄС (Нідерланди, Ірландія, Бельгія, Польща, Італія, Греція й інші); країн СНД і Митного Союзу; країн Близького Сходу (Ірак, Йорданія, Ліван, ОАЕ, Кувейт); країн Африки (Єгипет, Лівія, Демократична Республіка Конго) та Саудівської Аравії.

Через великі обсяги експорту значний вплив на фінансові результати мають курсові різниці. Хоча прибуток від операційної діяльності у 2013р. був найменшим за три роки, проте лише в цей період агрохолдинг отримав позитивні фінансові результати. Протягом 2014–2015рр.– негативні результати, оскільки збитки від курсових різниць перевищували операційний прибуток.

Компанія знаходиться на стадії розширення діяльності, нарощування виробництва та реалізації високоякісної продукції як на вітчизняний ринок, так і на експорт. У першому півріччі 2016р. ПАТ «МХП» скоротив збитки втричі, порівняно з аналогічним періодом 2015р. — тому фінансові показники теж сигналізують про стабілізацію діяльності.

Обрахувавши значення економічної доданої вартості, можна знайти вартість підприємства спрогнозувавши показник EVA у майбутніх періодах і розрахунку їх приведеної вартості із застосуванням ставки дисконтування, що дорівнює вартості капіталу, тобто WACC[1].

$$ВП_{EVA} = ІК_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{ЗВП}{(1+d)^t} + НА - ПК, \quad (12)$$

[1]*Терещенко О. О.* Фінансовий контролінг: навч. посіб. / Терещенко О.О.,Бабяк Н. Д. — К. : КНЕУ, 2013. — 408 с.–С. 201–206.

$$ЗВП_{NPV} = \frac{NOPAT_{t+1} - (WACC_s \times IC_t)}{WACC_s \times (1 + WACC_s)^t}, \quad (13)$$

де ЗВП — залишкова вартість підприємства; НА — надлишкові активи.

Протягом наступних 7 років планується, що агрохолдинг буде щорічно збільшувати дохід від реалізації на 7 %. Для прогнозу скористаємося двофазною моделлю :

1 фаза — прогнозна : 2016–2022 роки, тобто період до моменту стабілізації діяльності та доходів компанії. Для цього періоду характерне зростання виробничих потужностей і, як наслідок, прибутку;

2 фаза — пост прогнозна.

Концептуальною основою для прогнозування є Going concern (безперервна діяльність). Вона передбачає нескінченний період інвестування коштів.

Зробимо припущення, що ставка дисконтування та структура капіталу залишиться незмінною у довгостроковій перспективі. Показник економічної доданої вартості у прогнозному періоді зростає (рис.2.6.1).

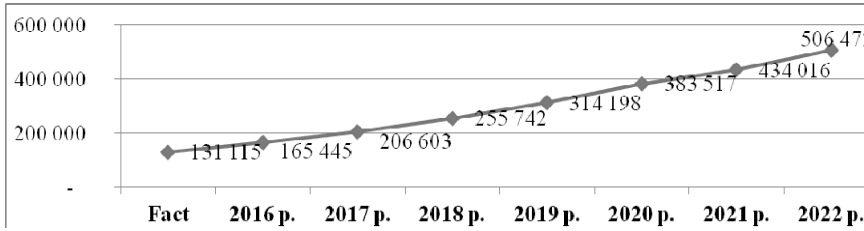


Рис.2.6.1. Динаміка EVA ПАТ «МХП» за 2016–2022рр., тис. дол. США

Головним драйвером зростання цього показника є збільшення виручки за рахунок нарощування виробничих потужностей. У 2017 році ПАТ «МХП» відкриває дистрибуційні склади у різних точках світу: ЄС, ОАЕ, Єгипет, інші. У наступні роки також планується зростання інвестицій у капітальне будівництво.

Залишкова вартість компанії складає 978666 тис. дол. США. Продисконтувавши суму показників прогнозної економічної доданої вартості та залишкову вартість, отримано брутто-вартість агрохолдингу. Скоригувавши брутто-вартість на позиковий капітал, отримано чисту вартість агрохолдингу, яка становить 2 000 849 тис. дол. США.

Для розрахунку вартості за допомогою методу доданої вартості грошового потоку скористаємося також двофазною моделлю з прогнозним і постпрогнозним періодами:

$$ВП_{CVA} = ВІ_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{CVA_t}{(1+WACC)^t} + ЗВП_{CVA} - ПК, \quad (14)$$

$$ЗВП_{CVA} = \frac{NOPAT_{t+1} - (WACC_t \times IC_t)}{WACC_t \times (1+WACC_t)^t} \quad . \qquad (15)$$

Показник доданої вартості грошового потоку ПАТ «МХП» у прогнозному періоді залишається позитивним, оскільки рентабельність інвестицій на базі грошового потоку перевищує середньозважену вартість капіталу (рис.2.6.2).

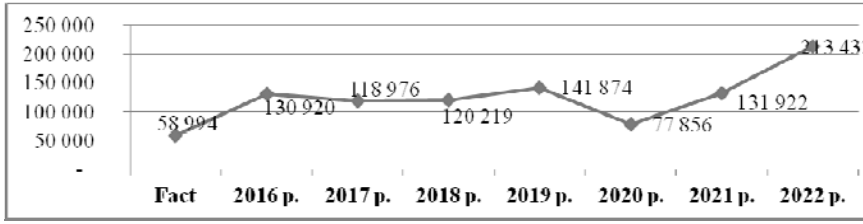


Рис.2.6.2.Динаміка CVA ПАТ «МХП» за 2016–2022рр., тис. дол. США

Головним драйвером зростання CVA є зростання прибутку та валового грошового потоку внаслідок збільшення виручки.

Залишкова вартість компанії складає 412 418 тис. дол. США. Продисконтувавши суму показників прогнозної доданої вартості грошового потоку та залишкову вартість, отримано брутто-вартість підприємства. Скоригувавши брутто-вартість на позиковий капітал, отримано чисту вартість підприємства, яка становить 1 287 738 тис. дол. США.

Результати оцінки вартості ПАТ «МХП» за методами EVA та CVA відрізняються, оскільки передбачити грошові потоки, які включають такий важкопрогнозований елемент як збиток (прибуток) від курсових різниць в українських реаліях досить важко.

Вартість компанії за методом EVA вийшла вища, ніж її ринкова капіталізація (станом на 31.12.2015 –982 702тис. дол США). З цього випливає, що акціїкотируються за низькою ціною, а вартість досліджуваної компанії є недооціненою. Прогнозується, що в майбутньому вона буде зростати, тому ПАТ «МХП» є привабливим об’єктом для інвестування.

Вартість компанії є комплексним показником, що характеризує як внутрішній стан підприємства, так і вплив на нього зовнішніх чинників. У зв’язку з цим, визначення ринкової вартості підприємства є дуже складним процесом, оскільки вона формується під впливом багатьох чинників (як фінансових, так і нефінансових) і має значну чутливість до їх зміни. Можна виділити внутрішні (ендогенні) та зовнішні (екзогенні) фактори вартості підприємства.

Розглянувши детально ендогенні фактори, які знаходяться безпосередньо у зоні впливу досліджуваної компанії відмітимо, що постійне вдосконалення технологій, вертикальна інтегрованість бізнес-процесів, управління усіма стадіями виробництва та збуту, контроль витрат і збереження собівар-

тості продукції на низькому рівні, свідчить про задоволення існуючого попиту на продукції з позиції як якості, так і ціни. Усе це вказує на зростання показників обсягів продажу та грошових потоків, які знаходяться в центрі оцінювання та управління вартістю бізнесу[1].

Отже, альтернативною до традиційної фінансової моделі є вартісна модель оцінювання ефективності підприємства, за якою успішність діяльності компанії пов'язується з приростом його вартості. VBM передбачає використання для оцінювання ефективності прогнозної інформації щодо майбутніх грошових потоків і ризиків. Згідно з цим підходом основним критерієм оцінювання ефективності підприємства та діяльності менеджменту є величина створеної у відповідному періоді доданої вартості для власників. Перевагами використання VBM є: узгодження інтересів акціонерів і менеджерів; виділення ключових факторів вартості; підвищення якості та ефективності прийнятих рішень; оптимальне поєднання поточних і стратегічних цілей бізнесу; врахування як точок «зростання», так і витрат разом з ризиками.

Висновки до розділу 2

У розділі розглянуто ряд інструментів контролінгу, спрямованих на підтримку фінансових рішень. Найпоширенішим із таких інструментів є бюджетування.Компанії використовують бюджет для планування витрат, робочого капіталу, грошових потоків і їх координації у майбутніх періодах. Основними цілями бюджетування є мотивація співробітників, розподіл і координація наявних ресурсів підприємства. Воно направлене на полегшення розподілу відповідальності та підвищення ефективності діяльності підприємства.

Незважаючи на широке використання даного інструменту контролінгу, науковцями та практиками доведено, що бюджет далеко не оптимальна система контролю та управління. Аби обходити традиційні перешкоди бюджетного управління була спроектована альтернативнамодель управління — Beyond Budgeting, яка дала можливість перейти працівникам від основної цілі виконання бюджету до забезпечення прибутковості та створення доданої вартості. Новий підхід до управління заохочує менеджерів корпорацій до нетрадиційних рішень, швидкого їх прийняття, а також швидкої співпраці та взаємодії між всіма підрозділами підприємства.

Згідно сучасної наукової парадигми корпоративних фінансів, грошові потоки є одним із ключових факторів формування вартості підприємства.

[1]ChepkaV. V. Endogenousfactorsofthecompany'svalue. Зб. матеріалів І Міжнар. наук.-практ. Конференції "Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку": [Електронний ресурс]. — К. : КНЕУ, 2017. — 455с.–С. 106.

Чим більшим буде обсяг грошових потоків, генерованих у майбутньому активами підприємства, тим більшою буде його сьогоднішня ринкова вартість. За цих умов грошові потоки визначають як рівень ліквідності, платоспроможності, фінансової стійкості та рівноваги, так і є основою для формування вартості підприємств.

Висвітлені результати проведених досліджень показали, що на більшості вітчизняних підприємств на сьогоднішній день відсутні ефективні системи корпоративного управління, стратегічного планування, внутрішнього фінансового моніторингу та контролю. Наслідком цього є неврахування численних факторів динамічного бізнес-середовища, помилкові фінансові рішення, неконкурентоспроможність бізнесу та низькі показники вартості підприємств. Відтак, нагальною є потреба в запровадженні системи підтримки прийняття фінансових рішень, зорієнтованих на максимізацію вартості компаній. Таку систему репрезентує вартісно-орієнтоване управління і контролінг, які спрямовані на забезпечення функціонування фінансових відносин корпорацій на вартісно- орієнтованих засадах.

Вартісно-орієнтоване управління передбачає зосередження усіх процесів і підрозділів підприємства на прийняття операційних, фінансових та інвестиційних рішень, які сприятимуть зростанню його ринкової вартості та максимізації добробуту акціонерів. Ключовими передумовами розвитку та стрімкого поширення концепції вартісно-орієнтованого управління є: глобалізація ринків капіталів, зростання ролі інституційних інвесторів, збільшення частки іноземних інвесторів через підвищення мобільності капіталу, зростання обізнаності приватних інвесторів і зміна їхнього відношення до вкладення коштів в акції, загроза ворожих поглинань, глобалізація товарних ринків.

Необхідною умовою успішної імплементації вартісно-орієнтованого управління фінансами на підприємстві є використання ключових інструментів контролінгу, таких як: показники результативності діяльності, система мотивації, вартісно-орієнтований аналіз, контроль і репортинг. Ефективність вартісно-орієнтованого управління корпорацією залежить від вибору його концепції, яка включає сукупність вартісно-орієнтованих показників, порядок їх розрахунку, планування, аналізу та контролю, а також механізм інтеграції у загальну систему управління фінансами. Важливим етапом впровадження вартісно-орієнтованого контролінгу є вибір ключового показника результативності, який має характеризувати вартість підприємств та уможливить оцінку ефективності менеджменту як у цілому по підприємству, так і у розрізі окремих підрозділів.

Розділ 3

ВПЛИВ ІНСТРУМЕНТВ ФІНАНСОВОГО РИНКУ НА РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

Дослідження впливу інструментів фінансового ринку на розвиток корпоративних фінансів є важливим питанням інновацій у фінансовій сфері. Світовий розвиток фінансових інструментів значно випереджує вітчизняну практику, формуючи підґрунтя для вдосконалення фінансової діяльності. Діалектика теорії та практики використання інноваційних підходів до фінансових інструментів, їх регулювання, оцінювання, хеджування дозволяє фінансовій науці своєчасно реагувати на виклики фінансового середовища в сучасному часовому просторі.

Глобальна нестабільність світової економіки призводить до пошуку інноваційних фінансових інструментів. Мета їх використання це перерозподілу грошових потоків, ризиків, ліквідності, доходів, змін макро- і мікросередовища та вимог клієнтів, що на сучасному етапі забезпечено похідними фінансовими інструментами (деривативами).

Розвиток сучасного строкового ринку характеризується якісними змінами пов’язаними з глобальними фінансовими інноваціями, інфраструктурними коливаннями, зближенням біржового та позабіржового ринків, гармонізацією та уніфікацією державного регулювання, активним розширенням спектру інструментів.

Пріоритетність інновацій, економічне зростання та фінансова стабільність визначають необхідність трансформації світової фінансової системи на основі новітніх підходів до оцінювання кредитного ризику та визначення цін фінансових інструментів. Систематизація методологічних підходів до пруденційного визначення ціни дозволить розуміти процеси формування ринкових котирувань та економічні механізми їх ціноутворення.

Фінансова криза загострила необхідність переосмислення принципів регулювання діяльності банків: актуалізувала потребу в розробці інноваційних підходів і методів оцінки системних ризиків, створення норм достатності капіталу та формування резервів для покриття можливих збитків за позиками.

Формування інноваційної економіки призведе до прискорення функціонування господарських систем, підвищення продуктивності праці,

поліпшення якості життя населення, що актуалізує пошук джерел і механізмів забезпечення інноваційно-інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств.

Зазначені питання досліджуються у пропонованому розділі монографії.

3.1. Інноваційний розвиток ринку деривативів: міжнародні тенденції та вітчизняні реалії

Глобальна нестабільність світової економіки змушує учасників ринку постійно шукати інноваційні інструменти та ефективні методи ведення бізнесу. Перехід суспільства на якісно новий етап розвитку, де визначальну роль відіграє інформація, створило сприятливі умови для поширення фінансово-кредитних інновацій. В інформаційній економіці реалізація фінансових інновацій стала важливим фактором досягнення конкурентних переваг. Динамічний розвиток суспільства стимулює учасників фінансового ринку підвищувати ефективність, постійно працюючи над розробкою та конструюванням нових фінансових продуктів та інструментів. Призначення інноваційних фінансових продуктів полягає у використанні їх фінансовими інститутами для перерозподілу грошових потоків, ризиків, ліквідності, доходів та інформації відповідно до змін у макро- та мікроекономічному середовищі та потреб клієнтів.

Серед інновацій фінансового характеру найуспішнішим вважається введення в обіг похідних фінансових інструментів (деривативів), які є предметною основою функціонування строкового ринку. Міжнародний досвід свідчить, що деривативи стали найефективнішим інструментарієм мінімізації фінансових ризиків, на які наражаються всі суб'єкти господарювання. В умовах лібералізації міжнародних валютних відносин і глобалізації фінансових ринків рівень ризиків постійно зростає, а це формує підвищений попит на інструменти хеджування ризиків. Протягом останніх тридцяти років еволюція міжнародного строкового ринку була особливо стрімкою. За даними професійної асоціації строкових бірж — *Futures Industry Association (FIA)*, тільки у Сполучених Штатах Америки обсяг ринку деривативів становить близько 700 трлн дол. США, тоді як світовий ВВП не перевищує 70 трлн дол. США.

Такий швидкий розвиток глобального строкового ринку пояснюється, насамперед, можливістю трансферту фінансових ризиків окремо від тих реальних активів, у зв'язку з якими цей ризик виникає. Як економічна категорія, строковий ринок є сукупністю економічних відносин з приводу трансферту (перерозподілу) ризиків, що виникають у процесі проведення операцій з фінансовими інструментами чи товарами. Призначення та основна функція

строкового ринку полягає у створенні механізмів хеджування (мінімізації) фінансових ризиків. Однак, це не виключає можливості проведення операцій спекулятивного характеру, на які припадає близько 85–90 % усіх операцій. За даними міжнародних організацій, саме на строковому ринку відбувається переважна частина всіх фінансових операцій, як на глобальному, так і на регіональному рівнях.

Зараз на міжнародних строкових ринках перебувають в обігу різноманітні похідні інструменти — від традиційних (форвардні і ф'ючерсні контракти, опціони, своп-контракти) до складних фінансових конструкцій, таких як свопціони, опціонні форвардні угоди, опціони на купівлю (продаж) ф'ючерсів, кредитні деривативи, погодні ф'ючерси, фондові варанти, своп-спреди та інші. На міжнародних ринках запропоновано кілька модифікацій форвардних валютних контрактів, які дозволяють уникнути незручностей, пов'язаних з обов'язковістю виконання форвардів. Це, зокрема, форвардний опціон з відкритим терміном виконання, форвардний контракт з валютним контокоррентом, непрямий форвардний валютний контракт, форвардний контракт з опціоном анулювання. До групи гібридних похідних інструментів належить брейк-форвард, який є комбінацією форвардного валютного контракту та опціону на продаж однієї валюти і купівлю іншої валюти за додатково визначеним валютним курсом. До цієї ж групи належать свопціони, якими надається можливість дострокового виходу з угоди своп за умови попередньої виплати певного відшкодування (опціонної премії) як плати за ризик дострокового розірвання угоди.

Найзначимішою інновацією строкового ринку за останні роки стала розробка та запровадження кредитних деривативів, які дозволяють одній стороні (бенефіциару) перекласти кредитний ризик за активом на іншу сторону (гаранта), при цьому право володіння базовим активом залишається за бенефіціаром. Поява ринку кредитних деривативів пов'язана з виокремленням кредитного ризику як самостійного предмету строкової угоди. Серед найекзотичніших інновацій на ринку деривативів — строкові контракти на погоду. Так, на Чиказькій товарній біржі торгують погодними ф'ючерсами з 1999 року, а на Лондонській біржі з 2001 року перебувають в обігу ф'ючерси на середньодобову температуру в районах міжнародних аеропортів Лондона, Берліна і Парижа. Місячний контракт на зміну температури на один градус у районі аеропорту Хітроу оцінюється в три тисячі фунтів стерлінгів. Очевидно, що ринок погодних деривативів має величезний потенціал зростання, адже такі контракти потрібні компаніям, які працюють у сфері енергетики, харчової промисловості чи сільського господарства, які займаються туристичним бізнесом або сезонним виробництвом.

Строковий ринок — це складний і розвинений механізм, а його інфраструктура включає провідні біржі світу, міжнародні системи позабіржової торгівлі на базі електронних засобів зв'язку та широкий спектр організацій, які виконують клірингові, брокерські й дилерські функції. Найактивнішими й безпосередніми учасниками строкового фінансового ринку є банки, що здійснюють операції як з власними коштами, так і з коштами клієнтів за їхнім дорученням. Розвиток сучасного строкового ринку характеризується якісними змінами, пов'язаними з глобальними фінансовими інноваціями, інфраструктурними змінами, зближенням біржового та позабіржового ринків, гармонізацією та уніфікацією державного регулювання, активним розширенням спектру інструментів. Ринок деривативів функціонує у двох формах — біржовій (ETD) і позабіржовій (OTC), які конкурують між собою (табл. 3.1.1.).

Таблиця 3.1.1

Біржова (ETD) та позабіржова (OTC) форми торгівлі деривативами

Характеристики	*OTC*	*ETD*
Організація торгів	Дилерська мережа	Централізовані клірингові палати
Інструменти	Свопи, форварди, опціони	Ф'ючерси та опціони
Кількість учасників	близько 30 000	близько 5 000 000
Кінцеві користувачі	IDB (20); Банки-дилери (100); Інші банки (5000); Інші учасники (комерційні хеджери, страхові компанії, тощо) (25000);	Ті ж, що в OTC- сегменті, а також приватні інвестори
Середня сума угоди	100 млн дол.	100 тис. дол

Джерело: складено авторами[1]

Конкуренція біржового та позабіржового секторів створює додаткові стимули для активізації строкового ринку. Зараз перспективи розвитку ринку деривативів пов'язані з розширенням біржової форми торгівлі. Це пояснюється тим, що: по-перше, біржа — це найбільш підконтрольний державі фінансовий інститут, по-друге, згідно нових законодавчих вимог США та Євросоюзу торгівля не стандартизованими позабіржовими інструментами має здійснюватися на біржах або спеціальних свопових майданчиках. Строкові

[1] The Futures Industry Association, Report on trading volume in the global listed derivatives markets . [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://fia.org/articles/2016-fia-annual-volume-survey-global-futures-and-options-volume-reaches-record-level

біржі є центрами ціноутворення за багатьма активами, а також механізмом перерозподілу фінансових ризиків між учасниками ринку.

Міжнародний строковий ринок — найдинамічніший сегмент фінансового ринку і на ньому постійно відбуваються зміни, зокрема й у регіональній структурі. Традиційно найбільше угод з деривативами укладалося на американських біржах. Однак, у 2010 р. вперше обсяг торгів на строкових біржах Азіатсько-Тихоокеанського регіону перевищив показники американських бірж (рис. 3.1.1.). Так, у 2012 р. частка Азіатсько-Тихоокеанського регіону в світовому обсязі біржової торгівлі деривативами склала 35,6 %, Північної Америки — 33,6 %, а Європи — 20,7 %. У 2016 р. ситуація знову змінилася і обсяг торгів на американських строкових біржах перевищив аналогічні показники азіатських бірж. Торгова активність на північноамериканських біржах у 2016 р. зросла до 8,59 млрд дол. США або на 4,8 %, у Європі — до 5,18 млрд дол. або на 8,0 %, у Латинській Америці — до 1,62 млрд дол. або на 11,3 %. У Азіатсько-Тихоокеанському регіоні, навпаки, обсяги торгів деривативами падають третій рік поспіль, знизившись до 9,18 млрд дол. Однак, домінуюча позиція цього регіону зберігається й нині, хоча його частка у загальному обсязі світової економіки скоротилася з 39 % (2010 р.) до 36 % (2016 р.).

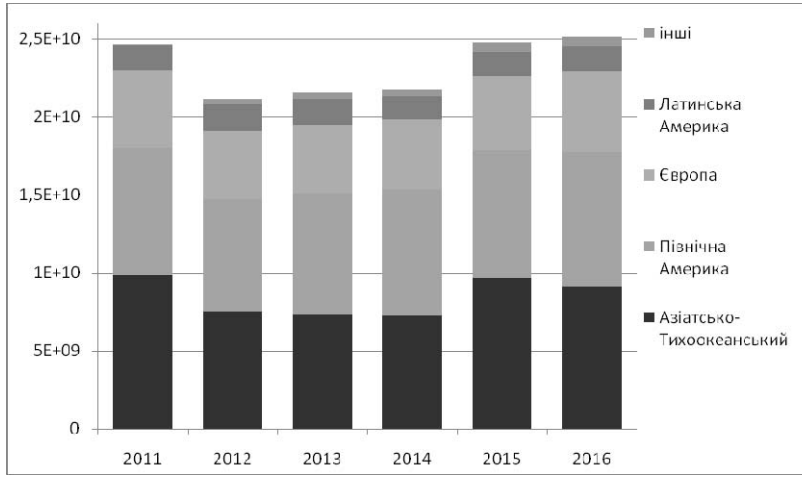


Рис. 3.1.1. Регіональна структура біржового ринку деривативів (кількість угод на 84 біржах світу, включаючи біржі в Дубаї, Ізраїлі, ПАР, Туреччині)

Джерело: Складено авторами за даними[1]

[1] WFE/IOMA Derivatives Market Survey 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/2016 %20IOMA %20Survey %20- %20Final %20report.pdf

Зміщуються пріоритети й щодо базових активів за деривативами, однак в різних регіонах ці тенденції відрізняються (рис. 3.1.2). У посткризовий період учасники ринку надають перевагу товарним деривативам, обсяг яких зростав найвищими темпами порівняно з будь-яким іншим сегментом глобального ринку біржових строкових контрактів. Так, в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні у 2016 р. обсяг товарних деривативів становив майже 64 % від загального обсягу біржових строкових угод. На строкових біржах Америки учасники надавали перевагу процентним деривативам, частка яких у 2016 р. склала 66,2 %. На противагу цьому, обсяг торгів похідними інструментами капіталу продовжив скорочувався, що свідчить про неможливість формування довгострокових очікувань і прогнозування кон'юнктури фінансових ринків в умовах високої турбулентності світової економіки.

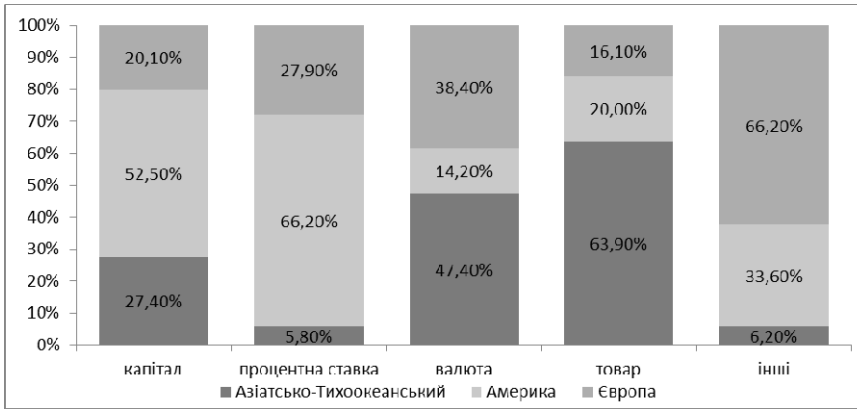


Рис. 3.1.2. Регіональна структура глобальної торгівлі деривативами у розрізі базових активів у 2016 році (% від загального обсягу)

Джерело: Складено авторами за даними[1]

Нині на світових біржових майданчиках здійснюється торгівля переважно ф'ючерсами та опціонами. Як правило, учасники біржової торгівлі не прагнуть стати власниками базового активу, а мають спекулятивні цілі чи бажають проходжувати свої цінові та кон'юнктурні ризики. Тому переважна більшість угод завершується через укладання офсетних угод (до 90–95 %). Протягом десяти років (2003–12 рр.) обсяги біржових строкових угод зросли більше, ніж утричі (рис. 3.1.3).

[1] The Futures Industry Association, Report on trading volume in the global listed derivatives markets . [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://fia.org/articles/2016-fia-annual-volume-survey-global-futures-and-options-volume-reaches-record-level

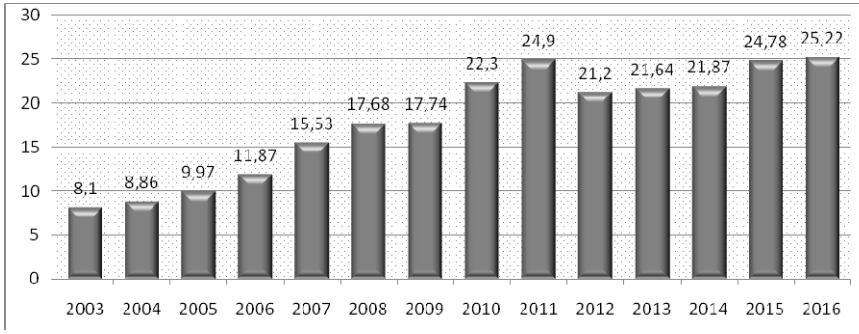


Рис. 3.1.3. Динаміка світового ринку ф'ючерсів та опціонів на 84 біржах світу (млрд дол. США)

Джерело: складено авторами за даними[1]

І хоча у 2012 р. відбувся спад біржової торгівлі деривативами, у наступні роки тенденція зростання відновилася, а у 2016 р. світовий обсяг біржових деривативів досяг нового максимуму в 25,22 млрд дол. США. Загальний обсяг ф'ючерсних торгів у 2016 р. зріс на 9,4 % порівняно з 2011 р., коли цей показник досяг пікових значень 24,98 млрд дол. США. Це відповідає середньорічному зростанню біржового ринку на 2,2 % протягом останніх п'яти років.

Найпопулярнішими інструментами на строкових ринках залишаються ф'ючерсні угоди, а цей сегмент ринку розвивається найуспішніше та найдинамічніше. На ньому виникають і поширюються нові типи контрактів, організуються нові біржі і процес цей не припиняється. Торгівля ф'ючерсами неухильно зростає в усіх регіонах, тоді як торгівля опціонами, навпаки, скорочується, починаючи з 2011 року. Спадний тренд у торгівлі опціонами особливо помітний в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні. Загальна кількість опціонних контрактів, що торгуються на біржах у цьому регіоні, знизилася в 2016 р. на 29,6 % і становила 2,48 млрд дол. США. Але спадний тренд спостерігався й в інших регіонах, адже обсяг торгів опціонами в Північній Америці і Європі практично не змінився за останні кілька років.

Очевидно, що ф'ючерсна торгівля залишається успішнішою, ніж опціонна. Основна причина полягає в тому, що опціони тісніше пов'язані з ринком акцій, який демонструє спадний тренд з 2011 року (рис. 3.1.4).

[1] The Futures Industry Association, Report on trading volume in the global listed derivatives markets . [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://fia.org/articles/2016-fia-annual-volume-survey-global-futures-and-options-volume-reaches-record-level

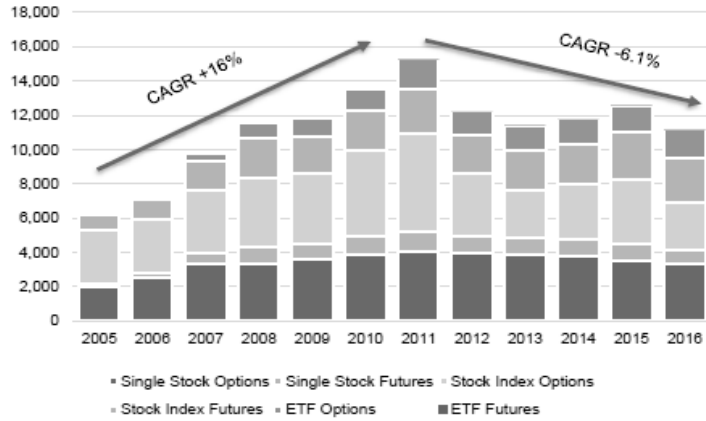


Рис. 3.1. 4. Динаміка біржових фондових деривативів, що перебувають в обігу в світі, млрд контрактів

Джерело: Складено авторами з даними[1]

Причин популярності ф'ючерсної торгівлі кілька. По-перше, торгівля ф'ючерсами створює механізми хеджування ризиків, які дозволяють швидко і з мінімальними витратами компенсувати втрати, які виникають у зв'язку з несприятливими змінами цін на спотових ринках. По-друге, за допомогою ф'ючерсів біржові трейдери здійснюють спекулятивні операції з метою отримання доходу від різниці в цінах. По-третє, ф'ючерсні контракти порівняно з опціонами більш диверсифіковані за групами базових активів. Так, протягом останніх 10 років постійно і дуже швидко зростає торгівля ф'ючерсами на три види фізичних активів (товарів): з 2007 по 2016 рік кількість контрактів, що торгуються в групах сільськогосподарських товарів, енергоносіїв і недорогоцінних металів, зросла з 1,16 млрд до 5,77 млрд дол. США. А обсяги торгівлі ф'ючерсами на процентні ставки у 2016 році збільшилися на 7,2 % до 2,89 млрд дол. США. І хоча спадні тенденції на ринку акцій призвели до того, що ф'ючерси на індекси акцій впали на 5,9 % до 2,67 млрд дол., а індивідуальні ф'ючерси на акції знизилися на 12,6 % (до 1,23 млрд дол.), але, на відміну від опціонів, ці інструменти становили всього 24,5 % від загального обсягу ф'ючерсних угод у 2016 р. У результаті зниження обсягів у цьому секторі ф'ючерсної торгівлі з надлишком компенсувалося зростанням ф'ючерсів на процентні ставки і сировинні товари. У цілому за

[1] WFE/IOMA Derivatives Market Survey 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/2016 %20IOMA %20Survey %20- %20Final %20report.pdf

результатами 2016 р. обсяги біржової торгівлі ф'ючерсами становили 15,89 млрд дол. або 62 % від загального обсягу біржових угод, що майже в 1,6 разу більше за обсяг торгів опціонами.

На ринку опціонів, навпаки, зростання торгів за окремими видами контрактів було недостатнім для того, щоб компенсувати спад у секторі опціонів на акції. Обсяг торгів опціонами на фондові інструменти у 2016 р. знизився до 4,45 млрд дол. США або на 19,2 %, це майже той рівень, що і в 2013 р. Обсяг індивідуальних ф'ючерсів на акції зменшився на 5,9 % до 3,33 млрд дол., що стало найнижчим показником за останні 10 років. Інші види опціонів у 2016 р. продавалися активніше. Так, кількість біржових валютних опціонів зросла на 39,1 % і становила 655,3 млн контрактів, опціони на процентні ставки зросли на 11,5 % до 632,5 млн контрактів, що є найвищим рівнем з 2011 р. Також зросла кількість товарних опціонів за сільськогосподарськими товарами, енергоносіями і недорогоцінними металами, але цього виявилося недостатньо.

Біржовий ринок деривативів неоднорідний за своєю внутрішньою інституційною структурою, у якій сформувалося кілька груп бірж. До першої групи належать традиційні товарні біржі, що перейшли до торгівлі строковими фінансовими інструментами. До другої групи — фондові біржі, які торгують лише ф'ючерсами і опціонами. До третьої групи входять спеціалізовані біржі, на яких торгують лише похідними контрактами, наприклад Німецька строкова біржа (*Deutsche Terminborse — DTB*). Як четверту групу доцільно виокремити суто опціоні біржі — Чиказьку опціону біржу (*Chicago Board Options Exchange — CBOЄ*) і Європейську опціонну біржу (*European Options Exchange — EOЄ*) в Амстердамі. Основний обсяг біржової торгівлі деривативами припадає на провідні світові фондові біржі, де укладається понад 75 % угод. Це свідчить про виключно високу концентрацію торговельної активності на строковому сегменті ринку. Так, у докризовий період на три провідні американські біржі — Чиказьку товарну біржу (CME), торговельну палату Чикаго (CBOT) і Чиказьку біржу опціонів (CBOЄ) — припадало близько 46 % світового обороту біржового ринку деривативів. Зауважимо, що виокремити абсолютного світового лідера строкового ринку практично неможливо, адже кожна з бірж займає свою нішу (табл. 3.1.2).

Таблиця 3.1.2

Динаміка фінансових деривативів на ТОП-10 біржах світу (кількість контрактів)

№	Біржа	Країна	2015	2016	Темпи приросту/зниження 2016/2015 (+/-), %
	CME Group	США	3,531,776,304	3,942,202,299	11,6
	National Stock Exchange of India	Індія	3,031,892,784	2,119,462,820	-30,1
	Intercontinental Exchange	США	1,998,960,757	2,037,932,884	1,9
	Moscow Exchange	Росія	1,659,441,584	1,950,145,218	17.5
	EUREX	Німеччина	1,672,648,483	1,727,766,695	3.3
	Shanghai Futures Exchange	Китай	1,050,494,146	1,680,711,841	60.0
	Nasdaq	США	1,648,958,123	1,575,700,250	-4.4
	Dalian Commodity Exchange	Китай	1,116,323,375	1,537,479,768	37.7
	BM&FBovespa	Бразілія	1,358,592,857	1,487,305,788	9.5
	CBOE Holdings	США	1,173,934,104	1,184,553,418	0.9

Джерело: Складено авторами за даними[1]

Загальний обсяг торгів на найбільшій світовій біржі — *CME Group* зріс у 2016 р. до 3,94 млрд контрактів, що на 11,6 % більше, ніж у попередньому році. Значний приріст торгової активності спостерігається за багатьма контрактами. Зокрема: ф'ючерси на євродолар зросли на 11,6 % до 654,9 млн контрактів; ф'ючерси на E-mini S&P500 — на 10,0 % до 472,7 млн контрактів; ф'ючерси на 10-річні казначейські облігації США — на 6, 8 % до 350,8 млн контрактів; ф'ючерси на нафту марки WTI зросли на 36,9 % до 276,8 млн контрактів; *Henry Hub* ф'ючерси на газ-концентрат — на 19,2 % до 97,5 млн контрактів.

Біржова торгівля деривативами високо концентрована на трьох основних біржах, а саме CME Group, Eurex і ICE Futures Europe на яких у 2016 році було зосереджено 82 % загального обсягу IR контрактів. Найвищі обсяги торгівлі сконцентровані на CME Group — 55 %, біржі Eurex належить 15 %, а ICE Futures Europe — 12 % від обсягу торгів на цих трьох біржах. У 2016 р. на цих біржах відбулося зростання обсягів торгівлі похідними інструментами за короткостроковими процентними ставками (STIR) та за довгостроковими похідними (LTIR) на 83 %. Поштовхом до цього стало підвищення процент-

[1] Bank for international settlements [Електронний ресурс: https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=6 %7C32]

них ставок, насамперед ставок ФРС США, і пожвавлення економічного зростання. Проте за умов невизначеності та насиченості ринку ліквідними ресурсами, яке відбулося внаслідок програм кількісного пом'якшення, у світі не спостерігається значного зниження обсягів кредитування. З іншого боку, на цих трьох біржах продовжує істотно зростати кількість відкритих позицій за довгостроковими контрактами, за якими вже був приріст 14 % у 2016 р., тоді як за іншими похідними спостерігалося зниження на 7 % (рис. 3.1.5). Це свідчить про зростання попиту на інструменти хеджування процентного ризику саме в довгостроковій перспективі.

Важливою тенденцію сучасного стану ринку деривативів вважається зростання ринку євродоларових строкових контрактів, що відбувалося як на глобальному ринку в цілому, так майже в усіх його сегментах: євродоларових ф'ючерсів (+11,6 %); валютних опціонів євро-долар (+ 49,9 %); опціонів євродолара середньої кривої, які засновані на довгострокових ф'ючерсах на євродолар (+7,0 %). Сумарний обсяг торгів у сегменті євродоларових контрактів в 2016 р. досяг 963,7 млн дол. США, що на 16 % більше, ніж у 2015 році.

Друга за важливістю «Національна фондова біржа Індії» у 2016 р.знизила обсяги торговельної активності на 30 %, це відбулося, в основному, через крах строкових контрактів щодо індексу акцій. На біржі «Інтерконтинентальна» обсяг торгів у 2016 р. залишився, по суті, майже на рівні 2015 р. Торговельна активність на ф'ючерсній біржі в Лондоні підвищилася завдяки зростанню торгівлі ф'ючерсами на нафту марки *Brent,* а також ф'ючерсами за короткостроковими процентними ставками. Однак, торговельна активність щодо опціонів на акції в США знизилася на 5,6 %. У п'ятірку лідерів увійшли Московська біржа та найбільша в Європі біржа EUREX (Німеччина). Зростання Московської біржі відбулося за рахунок ф'ючерсних контрактів на нафту марки *Brent* і валютних ф'ючерсів пари долар США/російський рубль. Зростання цього контракту спонукало «Асоціацію трейдерів ринків, що розвиваються» в середині 2016 року рекомендувати показник MOEX як основну базову ставку для рублевих похідних інструментів на позабіржовому валютному ринку, і зараз *CME Group* використовує цей орієнтир для своїх валютних ф'ючерсів, виражених у рублях. Найвищі темпи зростання у 60 % продемонструвала біржа *Dalian Commodity Exchange* (Китай), за рік майже зрівнявшись за обсягами торгів з EUREX.

Також на строкових біржах змінюються технології ведення біржових торгів, зокрема відбувається перехід від реальних торгів у залі до електронних торговельних систем. Крім того, створюються спеціальні електронні біржі, такі як Eurex (European Exchange), HoustonStreet Exchange Inc., Intercontinental Exchange, Carbon Trade Exchange, Multi Commodity Exchange

of India, Ltd (MCX), Hong Kong Mercantile Exchange (HKMEx). Перевагами електронних торговельних систем є: скорочення трансакційних витрат за рахунок автоматизації процесів; підвищення ліквідності за рахунок полегшення виходу на ринок більшої кількості продавців і покупців; вищий рівень конкуренції серед інвесторів завдяки скороченню необхідності в послугах брокера; отримання нових технологій з організації біржових торгів, якими володіють партнери; вища прозорість торгів, що забезпечується оновленням інформації у режимі реального часу; вужчі спреди (різниця між найкращою ціною купівлі та продажу), які формують прибуток маркет-мейкерів.

Таким чином, проведене дослідження дозволило виявити основні тенденції розвитку біржового ринку деривативів в останні роки.

1. стійка тенденція до зростання обсягів ф'ючерсної торгівлі (останні п'ять років) та спадна динаміка опціонів, обсяг торгів якими у 2016 р. впав до найнижчого рівня, починаючи з 2007 р.;

2. постійні зміни в регіональній структурі ринку: у 2015–16 рр. торговельна активність зросла в Північній Америці, Європі та Латинській Америці, але скоротилася в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні, який, починаючи з 2010 р.. демонстрував найвищі темпи зростання;

3. зміна преференцій учасників ринку щодо базових активів: значне зростання товарних деривативів, процентних ф'ючерсів і опціонів з одночасним скороченням сектору похідних інструментів капіталу;

4. постійний розвиток та інновації в технологіях ведення біржових торгів.

Ці тенденції та флуктуації глобального строкового ринку є віддзеркаленням тривалої невизначеності, причиною якої є повільні темпи зростання світової економіки, боргова криза в Єврозоні, високий рівень безробіття в розвинених економіках, високий ризик інфляції у країнах, що розвиваються. Це призводить до того, що ціни на глобальних інтегрованих фінансових ринках не відображають вартість реального капіталу, а ринок деривативів формує очікування учасників щодо майбутньої цінової динаміки спотового ринку. Зростання строкового ринку є зростанням спекулятивного капіталу, інструментарій якого який інноваційний характер.

На цей час на біржовий ринок припадає близько 15 % світової торгівлі деривативами, тоді як 85 % цього ринку формує позабіржовий сегмент. За обсягами позабіржовий ринок (OTC) не надто відрізняється від біржового (ETD), проте майже на порядок перевищує його за відкритими позиціями. Угоди за позабіржовими деривативами укладаються на двосторонній основі, безпосередньо між двома контрагентами, а не через торговельну платформу, тому умови їх укладення конфіденційні і узгоджуються безпосередньо учас-

никами. У переважній більшості одним з учасників є банк, який працює за власний рахунок (як принципал) з кінцевим клієнтом (58 %) або з іншим банком (42 %). Рушійною силою цього ринку є котирування деривативів.

На позабіржовому ринку відбувається постійне зростання середньоденного обороту похідних інструментів: з 2,1 трлн дол. США у 2010 р. і 2,3 трлн дол. США у 2013 р. до 2,7 трлн дол. США у квітні 2016 р. (рис. 3.1.5). Позабіржовий ринок деривативів досить потужний за сукупним обсягом угод. Наприклад, у звичайний день укладається щонайменше 6000 угод з процентними деривативами і всі між професійними контрагентами. Середній номінал позабіржових деривативів досить великий, наприклад, за процентними свопами середня сума угоди становить 100 млн дол. США.

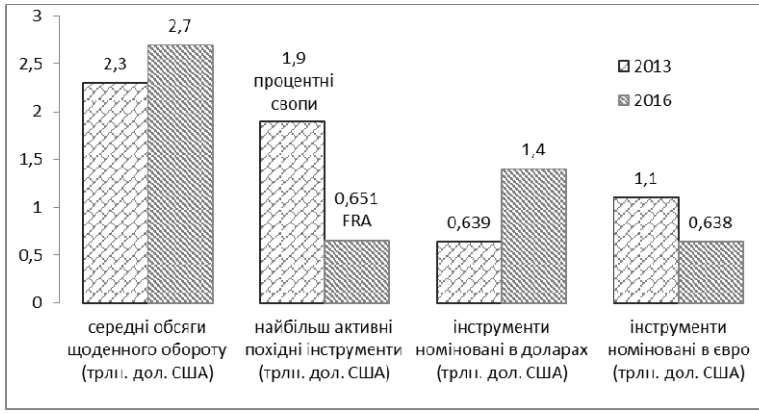


Рис. 3.1. 5. Основні тенденції розвитку глобального позабіржового ринку деривативів (OTC) у 2013 р. і 2016 р.

Джерело: складено авторами на основі[1]

Слід відмітити, що як на біржовому, так і на позабіржовому строкових ринках найактивніше відбувається торгівля процентними деривативами (IR). Так, строкові угоди за процентними ставками формують близько 80 % загального обороту світового позабіржового ринку деривативів. Серед процентних деривативів найпопулярнішими залишаються процентні свопи, середньоденний оборот яких становить 1,9 трлн дол. США (або близько 75 % всіх IR). Наступний щабель займають форвардні угоди за процентними ставками (FRA) з середньоденним оборотом 651 млрд дол. США (близько 25 % позабіржових процентних деривативів).

[1] World federation of exchanges. [Електронний ресурс: https://www.world-exchanges.org/home/]

У структурі позабіржового строкового ринку ще по 10 % належить валютним деривативам і CDS-інструментам хеджування ризиків компаній або держав від дефолту. Угоди укладаються з метою хеджування короткострокових міграцій капіталів, насамперед між високорозвинутими країнами (США — Європа — Японія). Саме завдяки цим трьом регіональним ринкам короткострокові капітали легко долають суверенні кордони держав, майже не помічаючи їх і розподіляючи ризики (процентні, валютні, ризики дефолтів) по всій фінансовій системі світу.

Щодо змін у валютній структурі позабіржового ринку, то обсяг похідних інструментів, деномінованих у доларах США, перевищив обсяги інструментів, деномінованих у валютах єврозони, які історично формували найактивніший сегмент ринку деривативів. Середній щоденний оборот доларових строкових контрактів у 2016 р. зріс з 639 млрд дол. США у 2013 р. до 1,4 трлн дол. США, або в 2,2 разу. На противагу цьому, обсяг торгів деривативів у валютах єврозони, знизився з 1,1 трлн дол. США у 2013 р. до 638 млрд дол.США у 2016 р. Серед неосновних ринкових валют найактивніше торгувалися деривативи, деноміновані в мексиканських песо та південноафриканських ранді: 26 і 16 млрд дол. США відповідно.

Як наслідок, відбулася зміна географічних лідерів за обсягами торгів: США стали найбільшим центром позабіржової торгівлі деривативами, перевершивши Великобританію, що пов'язано зі стрибком обороту доларових контрактів. Частка США у світовому обороті зросла з 23 % у 2013 р. до 41 % у 2016 р. Частка Сполученого Королівства Великобританії знизилася з 50 % до 39 %. Це частково пояснюється слабкістю пожвавлення економічного зростання в Єврозоні, де Великобританія до недавніх пір залишалась головним фінансовим центром. В Азіатсько-Тихоокеанському регіоні торгівля деривативами в Японії та Австралії поступилася ринкам Гонконгу та Сінгапуру, де обсяги торгів значно зросли.

Основними тенденціями в розвитку позабіржового ринку похідних інструментів, виявленими в процесі дослідження, є: лідируючі позиції процентних похідних інструментів, зміна регіональної структури ринку, домінування долара США у валютній структурі позабіржових контрактів. В організаційній структурі позабіржового ринку деривативів проявилися тенденція до посилення ролі інших, крім дилерів, фінансових установ як учасників торгів. Це підтверджується зростанням частки їхніх операцій з 59 % у 2013 р. до 66 % від загального обсягу операцій всіх учасників у 2016 р. За той же період частка обсягів торгівлі між дилерами, які зобов'язані надавати звіти про біржові операції, знизилася з 34 % до 26 %. Крім того, обсяги торгів з учасниками ринку — не фінансовими організаціями до зросли 8 %. Такий

перерозподіл обумовлений посиленням регулятивних вимог щодо обов'язкового звітування дилерів. Серед інших факторів — знецінення багатьох валют проти долара США, що зменшило значення обороту в інших валютах.

Таким чином, можемо констатувати, що для позабіржового ринку деривативів притаманні постійні флуктуації та відсутність сталого аттрактора, що свідчить про період невизначеності в його розвитку. На уповільнення динаміки ринку значно вплинуло посилення регулятивних вимог щодо операцій з похідними інструментами.

В Україні торгівлю деривативами було започатковано в 1994 р., однак цей сегмент ринку не отримав належної підтримки, тому зараз він відіграє незначну роль. У цілому вітчизняний строковий ринок розвивається досить поволі, а частка деривативів становить лише близько 1 % від загального обсягу торгів на ринку цінних паперів. Деяка активізація торгівлі деривативами відбулася в 2003 р., коли після п'ятирічної перерви на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ) була відновлена торгівля валютними ф'ючерсами, а також активізувалась біржова торгівля опціонами на акції деяких підприємств. Як це не парадоксально, але стимулом для активізації біржового сегменту строкового ринку стала фінансова криза, тому посткризовий період характеризується постійним зростанням обсягів емісій та торгів з похідними інструментами. Так, у 2011 р. обсяг ринку збільшився майже у п'ять разів порівняно з попереднім роком. Таке зростання ринку відбулося завдяки тому, що в 2010 р. фондові біржі — лідери торгів почали робити серйозні кроки щодо запровадження торгівлі похідними фінансовими інструментами. Строковий ринок розвивається переважно у біржовому сегменті, частка якого становить майже 95 % від загального обсягу деривативів (табл. 3.1.3).

Таблиця 3.1.3.

Обсяги торгівлі деривативами на біржовому та позабіржовому строковому ринках в Україні у 2012–2016 рр., млрд грн

Ринок	2012	2013	2014	2015	2016
Позабіржовий	0,14	0,00	0,01	0,04	0,12
Біржовий	24,77	18,01	9,59	5,83	2,28
Усього	24,91	18,01	9,60	5,87	2,40

Джерело: складено авторами на основі[1]

[1] Річний звіт НКЦПФР за 2015р. [Електронний ресурс: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1473066406.pdf

Основними організаторами торгів на вітчизняному строковому ринку виступили дві біржі: Українська фондова біржа, якій належить 53,4 % обсягів строкової торгівлі, та фондова біржа «Перспектива» з часткою ринку 46,6 %. У 2015 р. похідні фінансові інструменти котирувалися на трьох біржах: «Перспектива», Українська біржа (УБ) та Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ). Обсяг торгівлі деривативами на біржовому ринку в 2015 році становив 5,83 млрд грн, з яких частка УБ склала 54,1 %, біржа «Перспектива» — 45,54 %, а УМВБ — 0,36 %.

У 2016 р. торги деривативами відбувалися на УБ, яка працює у сегменті вторинного ринку, та УМВБ, що працює виключно на первинному строкового ринку. Кількість випусків деривативів, що перебувають в обігу на вітчизняному строковому ринку, становила 343 шт. у 2015 році. Наприкінці 2016 р. цей показник зріс до 361 шт., з них допущено до торгів на фондових біржах 72,02 %. Зазначимо, що протягом останніх п'яти років деривативи було допущено до торгівлі на фондових біржах України за категорією позалістингових цінних паперів. При цьому ф'ючерсні контракти біржі «Перспектива» та Українська біржа, а також опціони УБ увійшли до ТОП-20 фінансових інструментів, які користувалися найбільшим попитом на біржовому ринку як за кількістю біржових контрактів, так і за їх обсягом. У цілому ж тенденції зростання обсягів торгів деривативами, на відміну від світової практики, є незначними, а упродовж останніх п'яти років обсяги ринку скорочуються (рис. 3.1.6).

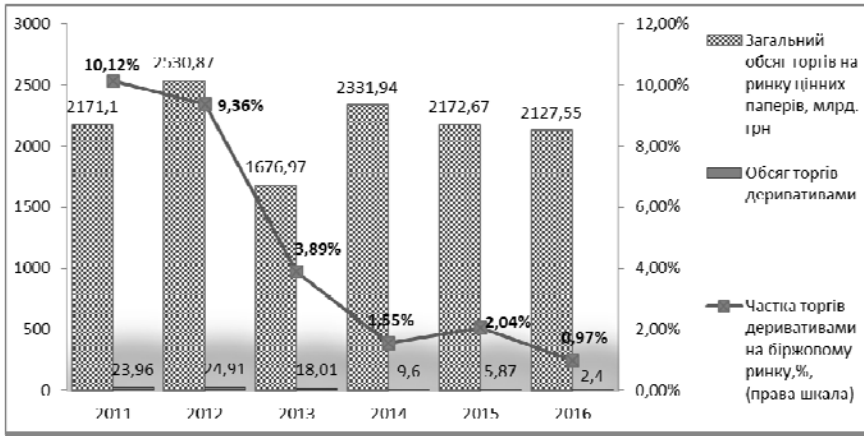


Рис. 3.1.6. Обсяги торгів деривативами на ринку цінних паперів у 2011–2016 рр. в Україні, млрд *грн*

Джерело: складено авторами на основі[1]

[1] Річний звіт НКЦПФР за 2015р. [Електронний ресурс: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1473066406.pdf

Вітчизняний ринок біржових деривативів представлений ф'ючерсними контрактами, опціонами та опціонними сертифікатами[1]. Найбільшим попитом на вітчизняному біржовому ринку користуються деривативи «Української біржі», базовим активом є валюта. Крім того, в даний момент «Українська біржа» проводить торги за ф'ючерсами на Індекс українських акцій (UX), золото, на валютні пари гривня-долар і долар-євро, а також опціонні контракти на ф'ючерси на Індекс українських акцій. Інновацією біржи є ф'ючерсні контракти на індекс BITCOIN і на ціну сорту BRENT.

Для ф'ючерсів, що обертаються на біржі «Перспектива», базовим активом є процентні ставки, тобто це процентні ф'ючерси. На УМВБ відбуваються торги товарними ф'ючерсами та опціонними сертифікатами. Їх частка незначна у структурі вітчизняного біржового обороту товарних деривативів (ф'ючерсних контрактів та опціонів) свідчить, що на сучасному етапі біржі в Україні практично все ще не виконують цінової та стабілізаційної функцій.

Протягом 2016 року в структурі торгівлі деривативами за видами осіб, в інтересах яких укладалися контракти на біржовому ринку, значна частка належала фізичним особам — резидентам — 94,67 %. Це були переважно операції з товарними ф'ючерсами з таким базовим активом як нерухомість. На фондовому ринку найбільшим попитом у 2016 р. користувалися ф'ючерсні контракти на валюту та строкові контракти на індексний кошик (табл. 3.1.4). Ф'ючерс на індекс привабливіший для приватних інвесторів на фондовому ринку, і лише валютні опціони та ф'ючерсні контракти можна віднести до інструментів хеджування валютних ризиків.

Таблиця 3.1.4

Обсяги біржових торгів деривативами в Україні, млн грн

Вид деривативу	2010	2011	2012	2016
Всього, у тому числі:	3,73	23,82	24,41	1 345,00
ф'ючерси UX та опціони на них	3,59	23,71	13,04	-
ф'ючерси UIRD	-	-	11,37	-
Опціон на купівлю (деривативів)	-	-	-	37,00
Опціон на продаж (деривативів)	-	-	-	9,00
Ф'ючерсний контракт (валюта)	-	-	-	1 150,00
Ф'ючерсний контракт (товар)	-	-	-	2,00
Ф'ючерсний контракт (фондовий індекс)	-	-	-	147,00

Джерело: складено авторами на основі[2]

[1] Річний звіт НКЦПФР за 2015р. [Електронний ресурс: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1473066406.pdf

[2] Річний звіт НКЦПФР за 2015р. [Електронний ресурс: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1473066406.pdf

Зауважимо, що учасники ринку капіталів в Україні, стикаються з рядом викликів. Специфіка розвитку вітчизняного ринку деривативів полягає в домінуванні спекулятивних тенденцій, а це не дозволяє створити сприятливе середовище для хеджування ризиків, в якому відчувають гостру необхідність всі учасники ринку. І хоча строковому ринку потрібні і хеджери, і спекулянти, значне переважання останніх створює додаткові загрози для існування власне самого ринку[1]. Переважання спекулятивних мотивів призводить до зростання ймовірності зміни цін деривативів, яке ніяк не відображає динаміку спотових цін на базові активи, і тоді строковий ринок не може виконувати своєї основної функції — хеджування цінових ризиків. Аргументом на користь активного запровадження валютних деривативів в Україні є той безспірний факт, що для нормального функціонування всіх без винятку учасників ринку необхідне створення механізмів хеджування ризиків. Відсутність можливостей для хеджування фінансових ризиків, втрати від яких постійно зростають, змусить резидентів виходити з цією метою на міжнародні ринки, а такі фінансові потоки зазвичай важко спрямувати назад до України. Це призведе до втрати впливу на такі операції з боку НБУ та НКЦПФР, а також означатиме втрачені ділові можливості для національних агентів.

В Україні на цей час правове середовище, що регулює обіг деривативів, складається з низки кодексів, законів, підзаконних актів і характеризується фрагментарністю і неузгодженістю. У вітчизняному законодавстві не передбачено механізми регулювання багатьох ключових моментів функціонування строкового ринку, тому необхідним є прийняття законів, які будуть відповідати вимогам міжнародної практики. Верховна Рада України 31.03.2016 р. прийняла у першому читанні пакет законопроектів: «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)», «Про внесення змін до Податкового кодексу України (щодо регульованих ринків та деривативів)», «Про внесення зміни до Митного кодексу України (щодо регульованих ринків та деривативів)» відповідно № 3498, № 3499, № 3516 і «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України (щодо регульованих ринків та деривативів)» № 3500. Цей пакет законів покликаний урегулювати поняття строкового ринку загалом та, зокрема, інструментів, які знаходяться в обігу на ньому. Важливою новацією є впровадження в цих документах таких змін до законодавства, які відповідають аналогічним міжнародним нормам і рекомендаціям. У пояснювальній записці до законопроекту «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо регульованих ринків та деривативів)» зазначається, що він спрямований на впрова-

[1] Прогнозування та хеджування фінансових ризиків: монографія / За ред. проф. Л. О. Примостки. — К. : КНЕУ. 2014. — 424 с.

дження на ринках капіталу України міжнародної практики, в тому числі останніх законодавчих змін у Європейському Союзі, а саме рекомендацій Міжнародної асоціації свопів і деривативів (ISDA), Директиви Європейського Парламенту та Ради від 15.05.2014 № 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів (MiFID II)[1] та Регламенту Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року№ 600/2014 про ринки фінансових інструментів (MiFIR), а також Регламенту Європейського Парламенту та Ради від 4 липня 2014 № 648/2012 про позабіржові похідні інструменти, центральних контрагентів і торгові репозитарії (EMIR). Прийняття цього пакету законів стане, безумовно, важливою ознакою інноваційного розвитку вітчизняної економіки.

Крім того, в процесі інтеграції України у європейський фінансовий простір вкрай важливою є валютна лібералізація, що відповідає зобов'язанням, взятим на себе Україною в контексті Угоди про Асоціацію між Україною та ЄС від 27.06.2014 р. Згідно зі ст. 145 Угоди, сторони повинні забезпечувати, зокрема, вільний рух капіталу, пов'язаного з надходженням прямих інвестицій, надходженням кредитів, що стосуються торгових операцій, портфельними інвестиціями та фінансовими показниками. Такі заходи, в поєднанні з пакетом змін ринку деривативів, матимуть позитивне вплив на розвиток бізнесу, насамперед у сфері фінансової та інвестиційної діяльності. Для ринку капіталів в Україні це означає, що його учасники отримають доступ до міжнародної фінансової інфраструктури та інструментів, що може стати сприятливою основою для розвитку механізмів хеджування ризиків.

Підсумовуючи можемо констатувати, що ринок деривативів в Україні перебуває на стадії становлення, а обсяги операцій залишається незначним. Така ситуація пов'язана з неузгодженістю та фрагментарністю регулювання операцій з похідними фінансовими інструментами. Валютна політика НБУ не створює умов для вільного руху капіталів, що є одним із важливих факторів ефективного функціонування всього фінансового ринку. Тому реалізація пом'якшення регулювання стосовно портфельних інвестицій та вільного руху капіталів, пов'язаного з надходженням прямих інвестицій у контексті Угоди про Асоціацію між Україною та ЄС, а також реформа ринку деривативів з чітким визначенням його сутності, механізму функціонування та обігу похідних фінансових інструментів, здатна створити основу для запровадження механізмів хеджування в реаліях української економіки.

---

[1] Директиви Європейського Парламенту та Ради від 15.05.2014 № 2014/65/ЄС про ринки фінансових інструментів (MiFID II) 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex %3A32014L0065

3.2. Методологічні основи продунційного визначення цін інструментів фінансового ринку

Розуміючи наслідки IV промислової революції, коли перетворення, засновані на технологіях докорінно змінюють життя і працю людей, Всесвітній економічний форум 2017 року визначив пріоритетність трансформації світової фінансової системи у рамках нової ініціативи — балансування фінансової стабільності, інновацій і економічного зростання. Трансформації світової фінансової системи зосереджені на таких напрямках:

- революційні зміни фінансових послуг, пов'язані з блокчейн технологією;
- проблемні питання щодо спільних дій у процесі її імплементації задля реалізації наявних переваг;
- адаптації фінансових установ з короткими позиціями похідних фінансових інструментів (ПФІ) до нових вимог до капіталу, згідно закону Додда-Френка, EMIR, CRD IV, MiFID, MiFID II, MiFIR, IFRS 9, IFRS 13 і майбутніх витрат з урахуванням ціни виходу із ПФІ транзакції і підвищенням рентабельності власного капіталу;
- пріоритетним напрямком регуляторів фінансових ринків є захист проти кіберзлочинності у процесі трансформації і використання граничних технологій, включаючи блокчейни з розподіленими реєстрами;
- першочерговим завданням регуляторів є створення нового регулювання міжнародних фінансових ринків з розподіленими реєстрами, причому з новим типом доведення виконання транзакцій — майбутнього доведення, що є особливою характеристикою всіх інструментів фінансових ринків;
- хвиля інновацій, що супроводжують удосконалення блокчейн технології на основі розподілених реєстрів ускладнює проблеми управління системними ризиками;
- світова фінансова система отримала б суттєві переваги від імплементації блокчейн технології за умови забезпечення доступності відповідних ринкових фінансових інструментів на її основі.

На думку генерального секретаря IOSCO Д. Райта після проведення досліджень у 2016 році, блокчейн технології спільно із розподіленим реєстром суттєво вплинуть на регулювання фінансових ринків на довгостроковому горизонті. З цього приводу вітчизняні вчені А. І. Крисоватий, В. М. Федосов і Н. С. Рязанова підкреслюють, що: «Інформація та знання з питань корпоративних фінансів належать до основних для забезпечення ефективного розвитку інноваційної економіки, що обумовлює виклики, які постають перед вітчизняною фінансовою наукою та освітою на сучасному етапі»[1].

---

[1] *Крисоватий А. І.* Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С. 7–27.

У процесі трансформації фінансової системи законодавство щодо оцінювання кредитного ризику контрагента транзакції грає вирішальну роль для визначення цін фінансових інструментів. Важливість оцінювання кредитного ризику підкреслюють Н. Арора, П. Гандхі і Ф. Лонгстафф, у зв'язку з тим, що законодавство щодо захисту клієнтів фінансових установ і контрагентів ринкових відносин у США розвинуто краще, ніж у Європі, правові та банківські реформи європейського фінансового сектору на післякризовій хвилі будуть проходити складніше ніж у США[1]. На думку П. Нормана і Г. Перрі, провідних експертів ринку ПФІ, уряди і регулятори повинні забезпечити трансформацію фінансової системи у напрямку формування ефективного централізованого клірингу з метою захисту світової економіки від майбутніх криз.

За даними ISDA об'єм ринку позабіржових ПФІ за номіналом зріс з 2000 року до кінця липня 2008 року в сім разів і сягнув 637,7 трлн дол. США[2]. У зв'язку з цим, починаючи з 2009 року, провідними науковцями Ф. Меркуріо, М. Кіжімою, К Танакою, Т. Вонгом пропонувались модифікації традиційної докризової бутстрепівської техніки визначення цін ПФІ, на основі досвіду отриманого у процесі кризи 2007–2009 років[3][4]. Головною їх пропозицією було розділення процесів дисконтування для визначення приведеної вартості майбутніх грошових потоків і форвардних кривих для кожного періоду експірації контрактів на основі відсоткової ставки Libor (1 місяць, 3 місяці, 6 місяців і т.ін.), що природньо відповідає післякризовій динаміці форвардних ринків[5][6][7][8][9]. Післякризові аналітичні моделі оцінювання кредитного ризику є

---

[1] Arora N. Counterparty credit risk and the credit default swap market / M. Arora, P. Gandhi, F.F. Longstaff // Journal of Financial Economics. — 2012. — Vol. 103, № 2. — P. 280–293.

[2] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org

[3] Kijima M. A Multi-Quality Model of Interest Rates / M. Kijima, K. Tanaka, T. Wong // Quantitative Finance. — 2008. — Vol. 9, № 2. — P. 133–145.

[4] Mercurio F. Modern Libor Market Models : Using Different Curves for Projecting Rates and for Discounting / F. Mercurio // International Journal of Theoretical and Applied Finance. — 2010. — Vol. 13, № 1. — P. 113–137.

[5] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

[6] *Силантьєв С.О.* Післякризова трансформація парадигми визначення ціни похідних фінансових інструментів / С.О. Силантьєв // Стратегія розвитку України в умовах глобальної інтеграції : VII Міжнар. наук.-практ. конф., 17–21 грудня 2013 р. — Севастополь. : СІБС УАБС НБУ, 2013. — С. 37–39.

[7] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[8] *Силантьєв С.О.* Інституціональні основи післякризової зміни класичної парадигми визначення цін похідних фінансових інструментів / С.О. Силантьєв // Фінансова система України : проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних відносин : Міжнар. наук.-практ. конф., 16–18 травня 2013 р. — Севастополь. : СІБС УАБС НБУ, 2013. — С. 267–268.

[9] *Силантьєв С.О.* Післякризові проблеми ризик-нейтрального визначення цін и хеджу похідних фінансових інструментів // Наук. зб. КНЕУ. Корпоративні фінанси : проблеми та перспективи інноваційного розвитку [Електронний ресурс] : зб. матеріалів І Міжнародної наук.-практ. конф., 21 червня 2017 р. — К.: КНЕУ, 2017. — С. 85-86.

аналогічними моделі М. Кіжіми, К Танаки, Т. Вонга, які оцінювали вартість свопу з наявними базовими ризиками і ризиками ліквідності контрагентів у різних валютах[1]. Ф. Меркуріо провів теоретичне обгрунтування процедури оцінювання кредитного ризику і використав її для визначення цін ПФІ на основі різних відсоткових ставок Libor для різних термінів експірації[2]. Хоча, автори не пропонували власні результати у процесі визначення цін ПФІ транзакції у якості моделі, яка враховує кредитний ризик контрагента і ризик ліквідності для різних форвардних кривих, саме цей підхід виступив основою нового метологічного підходу для визначення цін ПФІ. Необхідно підкреслити недоліки цього нового запропонованого підходу: — проти однієї форвардної кривої вимагається виявлення багатьох форвардних кривих для різних періодів до експірації транзакції, що суттєво ускладнює проблему оцінювання фінансових інструментів з фіксованою доходністю за умови значного підвищення складності процесів ризик менеджменту; — суттєво підвищується складність процесу знаходження хеджу з наявністю навіть мінімальної кількості фінансових інструментів у портфелі; — обмеження ринкової інформації для конструювання запропонованих форвардних кривих у зв'язку з відсутністю постачальників необхідної ринкової інформації на перших етапах трансформації світової фінансової системи.

Лише з лютого 2015 року визначення еталонних ставок Libor розпочалось на основі застосування економічних механізмів на світових торговельних платформах ICE, Markit[3][4]. Тобто, на практиці були застосовані передові, науково обгрунтовані, практики встановлення еталонних відсоткових ставок на основі реальних багатосторонніх ПФІ контрактів. Згідно цієї практики, що повністю відповідає післякризовому міжнародному законодавству щодо регулювання світових фінансових ринків, яка буде вдосконаленою до повної імплементації у 2019 році для визначення цін ПФІ у процесі організації функціонування фінансового ринку використовуються: кількісні методи, системи і підходи, які використовують економічні, статистичні або математичні теорії, технології та припущення з метою опрацювання вхідних ринкових даних з метою отримання кількісних оцінок ціни виходу із ПФІ транзакції[5][6]. Перева-

[1] Kijima M. A Multi-Quality Model of Interest Rates / M. Kijima, K. Tanaka, T. Wong // Quantitative Finance. — 2008. — Vol. 9, № 2. — P. 133–145.

[2] Mercurio F. Modern Libor Market Models : Using Different Curves for Projecting Rates and for Discounting / F. Mercurio // International Journal of Theoretical and Applied Finance. — 2010. — Vol. 13, № 1. — P. 113–137.

[3] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[4] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org

[5] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org

[6] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org

гою такого підходу до визначення цін ПФІ є поглиблене розуміння процесів формування ринкових котирувань і економічних механізмів їх ціноутворення [12]. Це дуже важливо не тільки з різних точок зору, а саме з економічної, статистичної або складних докризових і ускладнених післякризових математичних теорій, але й визначення цін ПФІ, яке пов'язане з перерозподілом ринкових цінностей у часі, що постійно відбувається у реальності. Причому, використання ПФІ різних типів безпосередньо вбудовані до бізнес-моделей фінансових установ, управління ризиками портфелів ПФІ, обліку і післякризового регулювання в умовах нових нормалей фінансової економіки[3].

Сучасні торговельні системи фінансових установ, згідно міжнародного законодавства щодо регулювання фінансових ринків: закону Додда-Френка, EMIR, MiFID, MiFID II, MiFIR, CRD IV, IFRS 9 повинні бути розширеними до 2019 року до використання нового нормативного показника CVA — кредитної експозиції контрагента . Тому, дуже важливим завданням є розуміння процесу трансформації методологій управління ризиками фінансових установ у напрямку використання CVA [4567891 0].

Тривалим стандартом фінансової індустрії було приведення портфелів ПФІ фінансових установ до ринку (виявлення справедливої вартості портфелів ПФІ на основі поточних ринкових цін MtM) без врахування

---

[1] Reifner U. CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV / [Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.]. — Brussels : Europen Parliament, 2011. — 115 p.

[2] Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Implementation of Basel III, Capital Adequacy, Transition Provisions, Prompt Corrective Action, Standardized Approach for Risk-weighted Assets, Market Discipline and Disclosure Requirements, Advanced Approaches Risk-Based Capital Rule, and Market Risk Capital Rule. — Washington D.C. : FRS, 2013. — 972 p.

[3] Emons B. The End of the Risk Free Rate : Investing When Structural Forces Change Government Debt / Emons B. — New York ; Chicago : McGraw-Hill Inc., 2013. — 224 p.

[4] Arora N. Counterparty credit risk and the credit default swap market / M. Arora, P. Gandhi, F.F. Longstaff // Journal of Financial Economics. — 2012. — Vol. 103, № 2. — P. 280–293.

[5] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[6] Canabarro E. Counterparty Credit Risk / Canabarro E. — London : Risk Book, 2010. — 356 p.

[7] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[8] Gregory J. Counterparty Credit Risk : The new challenge for global financial markets / J. Gregory. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2009. — 448 p.

[9] Gregory J. Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment : A Continuing Challenge for Global Financial Markets / J. Gregory. — 2nd ed. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2012. — 480 p.

[10] Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.

кредитного ризику контрагента[12]. Причому, дисконтування майбутніх грошових потоків здійснювалось за науковми здобутками І. Фішера 1898 року за безризиковою відсотковою ставкою, якою виступала Libor, без врахування кредитного рейтингу установи. Фінансова криза 2007–2009 років виявила хибність цього стандарту, результатом чого справделива вартість портфелю повинна вже враховувати можливість втрат завдяки дефолту контрагента, власного дефолту фінансової установи тощо[3],[4]. Ця нова фундаментальна ідея була відображена на ринку під час кризи у корпоративних зобов'язаннях дисконтуванням грошових потоків ПФІ транзакцій із врахуванням спреду, який збільшував безризикову відсоткову ставку Libor, і уявляв собою функцію, як була залежною від кредитоспроможності емітента.

Основи післякризового стандарту визначення CVA були представлені в роботах А. Арванітіса, Е. Канабарро, Д. Бріго, Г. Цезарі, В. Пітербарга, Дж. Грегорі, К. Кеніона[5][6][7][8][9][10][11]. Але формули визначення CVA вперше були надані у роботі М. Пікхтіна і С. Жу[12]. Її автори дійшли висновку, що будь-яка ПФІ транзакція має асиметричну властивість для експозиції, якщо її прийма-

---

[1] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.

[2] Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing / R.C. Merton // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1973. — № 4, Spring. — P. 141–183.

[3] Arora N. Counterparty credit risk and the credit default swap market / M. Arora, P. Gandhi, F.F. Longstaff // Journal of Financial Economics. — 2012. — Vol. 103, № 2. — P. 280–293.

[4] Choudhry M. The Credit Default Swap Basis / Choudhry M. — N. Y. : Bloomberg Press, 2006. — 226 p.

[5] Arvanitis A. Credit: The Complete Guide to Pricing, Hedging and Risk Management / A. Arvanitis, J. Gregory. — London : Risk Book, 2001. — 439 p.

[6] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[7] Canabarro E. Counterparty Credit Risk / Canabarro E. — London : Risk Book, 2010. — 356 p.

[8] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[9] Gregory J. Counterparty Credit Risk : The new challenge for global financial markets / J. Gregory. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2009. — 448 p.

[10] Gregory J. Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment : A Continuing Challenge for Global Financial Markets / J. Gregory. — 2nd ed. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2012. — 480 p.

[11] Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.

[12] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

ти до уваги у процесі визначення цін ПФІ. Поглиблені дослідження CVA — нового регуляторного показника дозволили А. Грину дійти висновку про те, що CVA для ПФІ транзакції до часу її експірації T уявляє собою суму очікуваної експозиції у моменти часу на інтервалі $0<t<T$, помножену на ймовірність дефолту PD контрагента у ці моменти, наслідком чого є витрати LGD фінансової установи у цій транзакції на момент дефолту контрагента[1]. Після кризи, у нових умовах розвитку світової фінансової системи Г. Цезарі і Ф. Аллен підкреслюють, що у проблемі визначення ціни ПФІ кредитна експозиція контрагента є значно важливіша ніж ціна фінансового інструменту[23]. За дослідженями Е. Канабарро і М. Пікхтина, остання фінансова криза виявила, що втрати фінансових ринків, пов'язані з CVA можуть бути значно більшими (67 %) ніж втрати, пов'язані з дефолтами [45].

Саме на цьому підгрунті основана мотивація регулятору фінансових ринків BIS щодо введення коригувань для оцінювання кредитного ризику контрагента, тому що за результатами підведення підсумків фінансової кризи, загальна кредитна експозиція на фінансовому ринку складала 3 трлн. 626 млрд. дол. США, а з CVA, за даними BIS і ISDA, пов'язані дві третини втрат, що безпосередньо асоційовані з кредитним ризиком контрагента у часи фінансової кризи 2007–2009 років[67]. А за даними управління з питань фінансового регулювання і нагляду Британії втрати, пов'язані з CVA в п'ять разів перевищують втрати від реальних дефолтів.

Фундаментальні результати визначення цін ПФІ згідно Ф. Блека, М. Шоулса і Р. Мертона пов'язані з реплікацією майбутніх грошових потоків на базовий фінансовий інструмент (БФІ) і їх дисконтуванням за безризиковою відсотковою ставкою[89]. Але додатковою рисою для всіх ПФІ є підвищений

---

[1] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[2] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[3] Allen F. Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth / F. Allen, G. Yago. — N. Y. : Prentice Hall International Editions, 2010. — 256 p.

[4] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[5] Canabarro E. Counterparty Credit Risk / Canabarro E. — London : Risk Book, 2010. — 356 p

[6] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[7] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org

[8] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.

[9] Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing / R.C. Merton // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1973. — № 4, Spring. — P. 141–183.

леверидж, з точки зору отримання доходів і необмежених збитків, за умови відсутності хеджу[1][2][3]. Саме за рахунок підвищеного левериджу всі ПФІ мають власні профілі доходності/збитку, оцінювання яких у портфелі ПФІ з різними контрагентами, особливо для позабіржових ПФІ є невирішеною теоретичною проблемою, навіть в умовах імплементації післякризового регуляторного законодавства[4][5].

До кризи ризик контрагента представлявся за допомогою кредитних рейтингів за умови багатьох припущень реального і фінансових ринків. На практиці цей рейтинг, тобто ціна кредитного ризику, відповідно до класичних результатів формули Блека–Шоулса–Мертона, взагалі не використовувалась для розрахунків цін ПФІ[6][7]. Після кризи, ринкова оцінка кредитної експозиції контрагента визначається як ціна ризику контрагента, тобто скільки може втратити фінансова установа у випадку дефолту контрагента[8]. З урахуванням невизначеності неповних ринків, на практиці, фінансова установа може обчислювати кредитну експозицію контрагента шляхом її оцінювання для різних сценаріїв розвитку динаміки у майбутньому з оцінкою моментів розподілу ціни цього ризику, а саме[9][10]:

- математичного сподівання кредитної експозиції контрагента;
- квантилів розподілу на рівні 97,5 %, 99 %, які називаються потенційною майбутньою експозицією (PFE) контрагента;
- математичного сподівання позитивної частини ціни розподілу ризику, яка має назву очікуваної позитивної експозиції (EPE).

---

[1] Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.

[2] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

[3] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[4] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[5] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[6] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.

[7] Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing / R.C. Merton // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1973. — № 4, Spring. — P. 141–183.

[8] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[9] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[10] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

Зрозуміло, що оцінка ризику контрагента, яка впливає на ціну ПФІ забезпечується новим показником CVA — коригованою кредитною експозицією та її волатильністю. Саме цей показник було запроваджено регуляторними стандартами Basel III, EMIR після кризи для підвищення ліквідності фінансових ринків у процесі реалізації делевериджу активів учасників фінансового ринку. Тобто, вдосконалення класичних результатів Ф. Блека, М. Шоулса і Р. Мертона з розробці безарбітражної ризик–нейтральної парадигми визначення ціни ПФІ після кризи відбулось у напрямку використання кредитного ризику контрагента і вартості фінансування[1][2][3]. У зв'язку зі 100 % імплементацією у 2019 році регуляторного законодавства для фінансових ринків і їх учасників, Basel III, EMIR, IAS 9 за напрямком визначення цін ПФІ підкреслюють, що актуальними науковими питаннями залишаються: фундаментальне визначення кредитного ризику контрагента; мінімізація кредитного ризику контрагента; виявлення і усунення побічних ефектів, що впливають на визначення цін ПФІ; оцінювання границі невизначеності кредитного ризику контрагента, для якої не існує хеджу[4][5].

Після кризи, оцінювання кредитного ризику контрагента в умовах неповних ринків здійснюється на основі комбінації ринкового ризику, який представляється відповідною експозицією кредитного ризику і визначає кредитну якість контрагента. Підвищення невизначеності ризику контрагента у цьому інтегрованому підході додається операційними ризиками і їх композицією.

Регуляторні стандарти щодо регулювання фінансових ринків Basel III, що імплементуються на світових фінансових ринках розглядають CVA у якості обов'язкової компоненти управління ризиками при торгівлі ПФІ[6][7].

Необхідно підкреслити, кредитна експозиція контрагента протягом дії ПФІ контракту до експірації є умовною величиною, де умовою є дефолт контрагента, що фактично означає наявність риси опціональності для експозиції.

---

[1] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[2] Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.

[3] Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.

[4] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[5] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[6] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[7] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

Крім того, для двостороннього ПФІ контракту кредитна експозиція є залежною від щільності розподілу ймовірності дефолту обох учасників цього контракту[1].

Складність визначення кредитної експозиції портфеля ПФІ для установи визначається кореляцією між дефолтами контрагентів цих фінансових інструментів. У такому випадку, наслідком високої кореляції між дефолтами контрагентів є підвищена ймовірність послідовності дефолтів і суттєвого збільшення неочікуваних втрат при утриманні такого типу портфелю ПФІ.

Тому, виходячи із положень післякризового міжнародного законодавства щодо регулювання фінансових ринків показник CVA, який є додатковою складовою ціни ПФІ, уявляє собою ринкову оцінку кредитного ризику контрагента ПФІ транзакції[2][3][4]. Тобто це коригування приймає до уваги можливий дефолт контрагента ПФІ транзакції до часу її експірації, що автоматично супроводжується припиненням грошових потоків за цією ПФІ транзакцією, за умови випадкового моменту дефолту контрагента у майбутньому. За рахунок включення до ціни ПФІ показника CVA, вона набуває риси опціональності завдяки тому, що фінансовою установою, займається довга/коротка позиція, тобто купується/продається опціон, а контрагент ПФІ транзакції його продає/купує і фіксує право у цій транзакції бути у стані дефолту в невизначений час у майбутньому, але до моменту експірації ПФІ. У зв'язку з тим, що це американський опціон, який має випадковий термін експірації — момент дефолту контрагента до експірації ПФІ транзакції, тоді від відноситься до класу екзотичних опціонів[5].

Кредитна експозиція контрагента, з регуляторної точки зору, розглядається як коротка опціонна позиція[1]. У зв'язку з тим, що кредитний ризик контрагента створює асиметричний профіль функції доходності/збитків, за умови дефолту контрагента, фінансова установа втрачає, а у випадку позитивного значення кредитної експозиції, і нічого не отримає, у випадку його негативного значення. Із опціонної теорії відносно кредитної експозиції, виходячи із її властивостей, можна зробити наступні висновки:

---

[1] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[2] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[3] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[4] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[5] Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.

- У зв'язку з тим, що функції доходності/збитків від значення кредитної експозиції нагадує опціонну, ключовим аспектом в її оцінюванні є волатильність базового фінансового інструменту (кредитної експозиції контрагента) відповідних ПФІ контрактів і їх фінансового забезпечення;

- Оцінювання такого типу екзотичних ПФІ із випадковим моментом дефолту контрагента, у післякризових умовах є надскладним завданням[1][2][3]. Як результат, оцінювання кредитної експозиції навіть для самого простого ПФІ може бути дуже складним[4].

Таблиця 3.2.1

Опціональність прибутків/збитків у випадку дефолту до часу експірації ПФІ

Майбутні події	Кредитна експозиція	Результат	Прибутки/збитки	Тип опціону
Дефолт контрагента	Позитивна	Втрати	$R^{cpty}(t) * EAD^{cpty}(t)$ $EL^{cpty}(t) = PD * LGD^{cpty}(t) \times$ $Max(V(t) \mid \tau = t, 0)$	Короткий опціон PUT
Дефолт фінансової установи	Негативна	Прибутки	$-R(t) * EAD(t)$ $EL(t) = -PD * LGD(t) \times$ $Max(V(t) \mid \tau = t, 0)$	Довгий опціон PUT

У табл. 1 $EAD(t) = Max(V(t) \mid \tau = t, 0)$ – є експозицією при дефолті у момент часу τ, яка визначається як $PFE(\tau)$ на момент часу τ. $EL(t) = PD * LGD(t) \times EAD(t)$ — втрати на момент дефолту τ, еквівалентні $EL(t) = LGD(t) \times Max(V(t) \mid \tau = t, 0)$.

$R(t) = 1 - LGD(t)$ — відновлення по контракту станом на момент виникнення дефолту.

Компонентами кредитного ризику згідно директиви CRD IV є[5][6]:

- ймовірність дефолту PD – ймовірність дефолту контрагента ПФІ транзакції протягом року; у загальному випадку ймовірність того, що контрагент

[1] Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.

[2] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[3] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[4] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[5] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[6] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org

буде у стані дефолту у визначений момент часу τ. У порівнянні з моделлю Блека–Шоулса–Мертона інтерпретація цієї ймовірності інша, а саме: ймовірність не виконання опціону CALL[1][2][3];

- кредитна експозиція контрагента ПФІ транзакції (сума боргових зобов'язань) під ризиком у стані дефолту $-EAD(\tau)$, тобто це ті боргові зобов'язання, що залишаються, у випадку не виплати контрагентом ПФІ транзакції;

- частка втрат при дефолті — $LGD(\tau)$, відношення втрат при дефолті до загальної суми заборгованості. Тобто, це рівень втрат у відсотках відносно загальної експозиції контрагента ПФІ транзакції, у випадку його дефолту.

Із таблиці 3.2.1 зрозуміло, що випадкове право бути у стані дефолту до експірації ПФІ оцінюється на основі теорії опціонів, причому в цьому екзотичному опціоні у якості базового фінансового інструменту виступає волатильність кредитної експозиції контрагента, яка, у свою чергу, залежить від способів використання часової структури відсоткових ставок майбутніх грошових потоків контрагента в умовах мульті дисконтування[4][5][6][7][8][9].

Свідченням того, що волатильність ринкової ціни CVA була важливішим чинником виникнення кризи, у порівнянні із ризиком невиконання фінансових зобов'язань контрагентами при виникненні реальних дефолтів, підтверджені на регуляторному рівні і науковими

---

[1] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.

[2] Miller M.H. Financial Innovation : The Last Twenty Years and the Next / M.H. Miller // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 1986. — Vol. 21, December. — P. 459–471.

[3] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[4] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[5] Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.

[6] Kijima M. A Multi-Quality Model of Interest Rates / M. Kijima, K. Tanaka, T. Wong // Quantitative Finance. — 2008. — Vol. 9, № 2. — P. 133–145.

[7]Mercurio F. Modern Libor Market Models : Using Different Curves for Projecting Rates and for Discounting / F. Mercurio // International Journal of Theoretical and Applied Finance. — 2010. — Vol. 13, № 1. — P. 113–137.

[7] Mercurio F. Modern Libor Market Models : Using Different Curves for Projecting Rates and for Discounting / F. Mercurio // International Journal of Theoretical and Applied Finance. — 2010. — Vol. 13, № 1. — P. 113–137.

[8] Piterbarg V. Funding beyond discounting: collateral agreements and derivative pricing / V. Piterbarg // Risk Magazine. — 2010. — P. 97–102.

[9] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

дослідженнями Г. Цезарі і Ф. Аллена[1][2][3]. Необхідно підкреслити, що це є наслідком того, що тривалий час кредитний ризик контрагента не приймався до уваги при розрахунках цін ПФІ і всі хеджери використовували універсальну часову структуру безризикової відсоткової ставки з метою хеджування широкого кола ПФІ транзакцій з різними термінами експірації. Імплементацією післякризового законодавства щодо регулювання фінансових ринків учасники фінансового ринку зобов'язані, з точки зору менеджменту ризиками портфелів ПФІ транзакцій, щоденно виконувати динамічне управління показниками чутливості коригувань кредитних експозицій контрагентів, а саме їх дельти і веги [4][5].

Зрозуміло, що кожен із складових параметрів очікуваних втрат із табл. 3.2.1 змінюється у часі. За визначенням коригування кредитної експозиції контрагента — CVA представляється як ризик–нейтральне умовне математичне сподівання ринкових втрат на момент τ дефолту контрагента до моменту експірації ПФІ[6].

$$CVA = E^{Q}\left[EL \mid t = \tau\right]. \qquad (3.2.1)$$

Q — ризик–нейтральна ймовірність. У випадку постійного відновлення по ПФІ контракту R, $LGD = 1 - R$ і у загальному випадку для CVA можна записати згідно М. Пікхтіна і С. Жу[7]:

$$CVA = LGD * \int_{0}^{T} E^{Q}\left[D(t) * EE(t) \mid t = \tau\right] dPD(0,t), \qquad (3.2.2)$$

де $D(t) = B_0 / B_t$ – безризиковий фактор дисконтування, $EE(t) = \max(MtM(t), 0)$ — кредитна експозиція контрагента, приведена до ринку на момент t. Згідно формули (3.2.2) видно, що коригування кредитної експозиції контрагента як умовне сподівання очікуваної експозиції $EE(\tau)$ контрагента у стані дефолту

---

[1] Allen F. Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth / F. Allen, G. Yago. — N. Y. : Prentice Hall International Editions, 2010. — 256 p.

[2] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[3] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[4] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org

[5] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[6] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[7] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

підкреслює факт існування взаємної кореляції CVA фінансової установи і контрагента ПФІ транзакції через очікувану експозицію у стані дефолту контрагента до моменту T експірації ПФІ. Фактично, ця міра оцінює сумісний розподіл ринкових факторів і кредитної якості контрагента, які рухають його до потенційного стану дефолту. У пройдешню кризу всі учасники ринку, завдяки дефолтам системних фінансових установ, відчули наскільки важливим є показник CVA для визначення цін ПФІ і менеджменту кредитного ризику контрагента. У зв'язку з цим, міжнародними регуляторами вже в 2011 році був запропонований показник CVA-VaR для хеджування кредитного ризику контрагента[1].

Таким чином, із формули (3.2.2) видно, що CVA є дуже складним похідним фінансовим інструментом, чим підкреслюється його опціональність, який залежить від двох класів факторів. По–перше, від ринкових ризиків, а саме: валютного ризику, ризику відсоткової ставки, ринкового ризику БФІ і його волатильності. По–друге, факторів кредитного ризику контрагента: ризику дефолту, спреду кредитного дефолтного свопу, динаміки кредитного рейтингу контрагента.

Таким чином, CVA — є екзотичним опціоном із кореляцією[2][3][4]. Р. Шиллер з приводу визначення справедливої ринкової вартості екзотичних інструментів фінансового ринку висловився так: «…істинна ринкова вартість не може визначатися у повній мірі на основі економічної або фінансової теорії, що суттєво ускладнює відповідні розрахунки…»[5]. Тому для сучасних фінансових ринків необхідно приймати до уваги результати досліджень із суміжних галузей таких як психологія, демографія, соціологія і історія. Тому що, крім нових післякризових методів фінансового аналізу вони додатково розкривають проблеми поведінкових фінансів, які з «…роками все більше перетворюються із підрозділу в одну із головних складових теорії фінансів»[6].

Європейськими регуляторними технічними стандартами ЕС-575/2013 щодо вимог до власного капіталу фінансових установ вимоги відносно обчис-

---

[1] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[2] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[3] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

[4] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[5] Shiller R.J. Irrational Exuberance / Shiller R.J. — 3rd ed. — Princeton ; Oxford : Princeton University Press, 2015. — 392 p.

[6] Shiller R.J. Irrational Exuberance / Shiller R.J. — 3rd ed. — Princeton ; Oxford : Princeton University Press, 2015. — 392 p.

лення CVA ризику представлені у статті 381, які визначають коригування вартості портфеля з контрагентом до усередненої ринкової вартості. Це коригування відображає зміни поточної вартості кредитного ризику контрагента для фінансової установи і надає інформацію щодо вартості кредитного ризику фінансової установи для даного контрагента у ПФІ транзакції. Інакше кажучи, це є ризик втрат фінансової установи завдяки змінам у кредитному спреді контрагента, що відбуваються завдяки змінам його кредитної якості. Таким чином, CVA здійснює нормативне інтегроване уявлення щодо вимог до капіталу в зв'язку з ризиком контрагента при використанні ПФІ. У відповідності до статті 383 ЕС-575/2013 удосконалені обчислення CVA повинні проводитися фінансовими установами:

- на основі CVA VaR з використанням внутрішніх VaR моделей, які повинні бути розробленими європейськими компетентними науковими і регуляторними організаціями для специфічних ризиків усіх боргових інструментів.

Обчислення повинні включати такі складові:

o $EE(t)$ – очікувану експозицію контрагента, обчислену на основі внутрішніх моделей визначення очікуваної позитивної експозиції $EPE(t)$;

o спреди кредитних дефолтних свопів (CDS) для кількох періодів експірації для одного контрагента;

o ринкові оцінки імпліцитних втрат для визначених дефолтів $LGD_{MtM}(t)$, на основі ринкових спредів фінансових інструментів контрагента;

- у випадку, коли кредитний дефолтний своп контрагента є не доступним на ринку, фінансова установа повинна використовувати зразок спреду, який є адекватним кредитному рейтингу, галузі і регіону в якому функціонує контрагент;

- у випадку, коли ринкові інструменти контрагента є не доступним на ринку, $LGD_{MtM}(t)$ повинен бути обчислений на основі зразка спреду, який є адекватним кредитному рейтингу, галузі і регіону в якому функціонує контрагент.

Таким чином, регуляторні технічні стандарти для фінансових установ намагається вирішити наступні післякризові проблемні питання:

- створення шляху визначання зразка кредитного спреду фінансової установи з врахуванням критеріїв рейтингування, галузі, регіону та географічних особливостей ведення бізнесу;

- специфікації відповідності ринкових оцінок імпліцитних витрат для визначеного дефолту $LGD_{MtM}(t)$ контрагента до процесу визначення оцінок зразка кредитного спреду фінансової установи для цілей визначення вимог до капіталу на основі удосконаленого CVA методу.

Фінансове забезпечення ПФІ транзакцій з боку контрагента є другим важливим чинником визначення CVA. На думку Дж. Халла чинник FVA впливає таким чином: власник довгої позиції ПФІ має мотивацію продати його за меншою ціною у випадку, якщо витрати на фінансування є високими[1]. Це означає, що внутрішня вартість ПФІ майже завжди буде відрізнятися від ринкової ціни[2]. У таких умовах, ефективність хеджування позиції ПФІ на ринку, коли вартість ПФІ відрізняється від її справедливої ринкової ціни є відкритою науковою проблемою[34]. Без теоретичного розв'язання цієї проблеми, з практичної точки зору, рішенням може бути запропонований регулятором підхід щодо визначення цін ПФІ, які враховують усі адекватні витрати для ПФІ позицій і використовують ринкові моделі, як для приведення портфелів до ринку, так і для їх хеджування[5]. З теоретичної точки зору, у портфелі ПФІ для кожного інструменту своя відсоткова ставка, своя коригування, своя вартість зовнішнього фінансування. В таких умовах, практично неможливо вирішити оптимізаційну задачу визначення вартості портфелю ПФІ за адекватний час для прийняття рішень.

Кардинальні зміни післякризового визначення справедливої ціни фінансових інструментів суттєво розширили визначення цін ПФІ у напрямку використання ринкового попиту, тобто стандартами звітності IFRS 13, IFRS 9 визначено додаткові складові визначення справедливої ціни а саме:

- поточна ціна ПФІ транзакції;
- ринковий попит;
- ціна виходу із ПФІ транзакції.

Причому процес визначення справедливої вартості ПФІ здійснюється відповідно до нового стандарту IFRS 13, в якому імплементовано повний перегляд парадигми на основі введення нових категорій справедливої вартості і оновлення інтерпретації основних економічних категорій, а саме: справедлива вартість; активний ринок; ціна виходу; основний ринок; найбільш вигідний ринок; модельний метод оцінювання справедливої вартості, який приймає до уваги всі фактори ризику, включаючи кредитний ризик контрагентів

---

[1] Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.

[2] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

[3] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[4] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[5] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

на основі двостороннього CVA[1][2][3][4][5][6][7]. Із цього зрозуміло, що адекватний метод оцінювання справедливої вартості ПФІ повинен приймати до уваги не тільки динаміку ринку ПФІ, але й імовірності дефолту учасників кожної ПФІ транзакції з врахуванням їх взаємного зв'язку. Для розробки післякризових методів визначення справедливої вартості ПФІ використовуються нові статистичні показники: $EE(t)$ – очікувана експозиція, яка визначає усереднені втрати учасника ПФІ транзакції за умови, коли контрагент стає неплатоспроможним; ймовірність дефолту $PD(t)$ і втрати на момент дефолту $LGD_{MtM}(t)$, які оцінюють динаміку ймовірності дефолту контрагента і відповідні втрати для визначеної ПФІ транзакції.

Таким чином, у вирішенні післякризової проблеми визначення ПФІ кредитний ризик узагальнюється до ризику дефолту контрагента ПФІ транзакції. Причому, їде повне розділення з ринковим ризиком, який на основі опціонної теорії розглядається як міра виходу «зовні грошей» портфелю всіх позицій фінансової установи, у випадку, коли ринок їде проти цього портфелю.

У наслідок сегментації фінансових ринків включення до ціни ПФІ кредитного ризику, у випадку дефолту контрагента транзакції при оцінюванні ПФІ, стає після кризи апостеріорі стандартом у торгівлі, обліку і ризик менеджменті портфелями ПФІ[8][9][10][11]. Тривала парадигма пасивного менеджменту на

---

[1] Arora N. Counterparty credit risk and the credit default swap market / M. Arora, P. Gandhi, F.F. Longstaff // Journal of Financial Economics. — 2012. — Vol. 103, № 2. — P. 280–293.

[2] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[3] Canabarro E. Counterparty Credit Risk / Canabarro E. — London : Risk Book, 2010. — 356 p.

[4] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[5] Gregory J. Counterparty Credit Risk : The new challenge for global financial markets / J. Gregory. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2009. — 448 p.

[6] Gregory J. Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment : A Continuing Challenge for Global Financial Markets / J. Gregory. — 2nd ed. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2012. — 480 p.

[7] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[8] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[9] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

[10] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[11] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

основі визначених лімітів фінансових установ повністю змінена після кризи на активний, динамічний менеджмент, що супроводжується, у період трансформації світової фінансової системи до 2019 року, імплементацією більш строгими регуляторними правилами і регламентами щодо торгівлі фінансовими інструментами[12] .

Класичний підхід визначення ціни ПФІ шляхом формування хеджу, за видатними науковими здобутками Ф. Блека, М. Шоулса і Р. Мертона, який складається із безризикового портфелю вже не є адекватним, завдяки сегментації ринків і наявного ринкового арбітражу, що спростовує критичні припущення Ф. Блека, М. Шоулса і Р. Мертона, зроблені у 70-х роках минулого століття для розв'язання наукової проблеми ціноутворення умовних фінансових зобов'язань[34].

До завершення у 2019 році імплементації міжнародного законодавства щодо регулювання фінансових ринків показник CVA не є проблемним питанням. Проблемним питанням є й залишається його ймовірнісне розв'язання з рисами опціональності, інтерпреація і прийняття рішень для всіх учасників ринку.

Визначення експозиції контрагентів для екзотичних ПФІ, відповідно до узагальнення інформації від контрагентів може здійснюватися фінансовою установою за допомогою таких методів:

- автономними обчисленнями з наступним завантаженням результатів до системи визначення ризиків;
- обліком за поточними ринковими цінами, приведеними до ринку $MtM(t)$;
- напіваналітичними підходами з використанням апроксимації;
- декомпозицією з проведенням реплікації або за допомогою спрощених, стандартних фінансових інструментів;
- використанням власних підходів, що відповідають чинному міжнародному законодавству.

Необхідно зазначити, що обчислення CVA на рівні портфелів включає опрацювання складних вхідних і вихідних ринкових даних, що включають ринкові транзакції, ринкові дані відносно цін пропозиції ПФІ, інформацію про контрагентів, неттінгу і фінансового забезпечення.

---

[1] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[2] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[3] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.

[4] Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing / R.C. Merton // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1973. — № 4, Spring. — P. 141–183.

Д. Бріго, М. Моріні і А. Палавічіні здійснюють інтерпретацію CVA як опціону на залишкову вартість портфелю з випадковим моментом експірації при визначеному моменті дефолту контрагента[1]. На думку А. Палавічіні, Д. Періні, Д. Бріго, ціна ПФІ у момент часу t_0 залежить від стратегії фінансування після моменту часу t_0 і, з іншого боку, стратегія фінансування після часу t_0 буде залежить від ціни ПФІ у наступний момент часу t_1. Тобто за своєю природою вартість ПФІ двох контрагентів є рекурсивною[2]. З іншого боку, CVA є гібридним фінансовим інструментом, умовним кредитним дефолтним свопом, який може розглядатися як хедж кредитного ризику контрагента тому, що виплата здійснюються у стані майбутнього дефолту контрагента і вона залежить від вартості портфелю ПФІ транзакцій з цим контрагентом. Вперше, у піонерних роботах Д. Бріго, А. Паллавічіні і А. Каппоні відносно дослідження різних типів кредитного ризику контрагента було доведено, що CVA може інтерпретуватися у якості опціону, так званого умовного кредитного дефолтного свопу — CCDS, у якому базовим активом є коригована вартість ПФІ контракту. Тобто, у коригованих оцінок кредитної експозиції вперше була виявлена риса опціональності[3]. Крім того, процес імплементації нового законодавства створив умови перегляду типів базового активу для CDS контрактів у напрямі їх заміни на класи їх ризиків, тобто зовсім інший вимір для кредитного ринку. Цей перегляд сприяв підвищенню активізації наукових досліджень у галузі визначення справедливої ціни CDS контрактів із новими класами базових активів у порівнянні з кредитними ризиками конкретних БФІ (акції, облігації та ін.). Ж–Ф. Боучауд, в умовах, коли класичні моделі ПФІ базуються на припущенні, що ведуть до систематичного, а іноді, як показала фінансова криза до драматичного недооцінювання ризиків, запропонував нову теорію фінансових ризиків і визначення цін ПФІ на основі нових статистичних показників, які є адекватнішими щодо поведінки на фінансових ринках у процесі інвестування, визначення цін ПФІ, хеджування і управління ризиками[4].

---

[1] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[2] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[3] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[4] Bouchaud J-P. Theory of Financial Risk and Derivative Pricing : From Statistical Physics to Risk Management / J-P. Bouchaud, M. Potters. — Cambridge : Cambridge University Press, 2009. — 400 p.

Підгрунтям такого аналізу при визначенні цін ПФІ є не припущення, як це було при створенні класичної парадигми визначення умовних фінансових зобов'язань Ф. Блеком, М. Шоулсом, Р. Мертоном, але реальна післякризова ринкова ситуація, коли обидва контрагенти ПФІ транзакції мають різні кредитні ризики, експозиція яких залежить від багатьох ринкових факторів. Саме тому, визначення потенційної майбутньої експозиції відносно її поточного значення є актуальною науковою проблемою при визначенні цін ПФІ. Причому, на момент входження до ПФІ транзакції і її експірації $PFE(0), PFE(T)$ дорівнюють нулю.

Регуляторні основи законодавства для торгівлі умовним кредитним дефолтним свопом вперше було запроваджено Д. Бріго і А. Палавічіні у 2007 році[1].

Оцінювання кредитного ризику до кризи відбувалось за такими моделями:

- Z-тесту Альтмана, або за визначення М. Чоудхрі, спреду з нульовою волатильністю (статичний спред)[2];
- зміни кредитного рейтингу;
- актуарного підходу;
- кредитного скорингу;
- класичної опціонної моделі Р. Мертона[3].

Оцінювання кредитного ризику після кризи, згідно чинному законодавству, що імплементується, здійснюється на основі підходів із визначенням CVA:

- умовного CDS[4];
- опціону CALL із БФІ — кредитною експозицією контрагента і страйком, що дорівнює нуль[5][6][7];
- фінансового резерву від майбутніх втрат[8];

---

[1] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[2] Choudhry M. The Credit Default Swap Basis / Choudhry M. — N. Y. : Bloomberg Press, 2006. — 226 p.

[3] Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing / R.C. Merton // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1973. — № 4, Spring. — P. 141–183.

[4] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[5] Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.

[6] Kijima M. A Multi-Quality Model of Interest Rates / M. Kijima, K. Tanaka, T. Wong // Quantitative Finance. — 2008. — Vol. 9, № 2. — P. 133–145.

[7] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[8] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

- витрат на централізований кліринг кредитної експозиції контрагента[1];
- визначення економічного капіталу, згідно стандарту IFRS 13[2];
- визначення характеристик чутливості втрат, які є новими складовими ціни ПФІ[3][4].

Усі наведені докризові підходи, що використовувались при визначенні кредитного ризику базувались на припущенні існування безризикової відсоткової ставки Libor, у післякризових умовах трансформації світової фінансової системи є неадекватними[5]. Це є результатом втрати чинності закону єдиної ціни, відсутності безризикової відсоткової ставки, фундаментальної зміни інтерпретації відсоткової ставки Libor і наявності кредитного спреду і спреду базисного свопу для приведення майбутніх грошових потоків для різних термінів експірації ПФІ[6][7]. Зрозуміло, що визначення двостороннього CVA не вкладається у звичайну парадигму ризик–нейтрального визначення ціни ПФІ[8].

Але, для деяких показників може використовуватися аналітичний спосіб із використанням формули Блека-Шоулса[9]. Наприклад, EPE і ENE до моменту експірації своп контракту може бути обчислено як ціна CALL свопціону і PUT свопціону з часом експірації до експірації свопу і страйком, що дорівнює нульовій відсотковій ставці.

Інтерпретація нових регуляторних показників ПФІ транзакцій, які пов'язані з дефолтом контрагента є наступною: $PFE(t)$ — потенційна майбутня експозиція є максимумом від $EE(t)$ — очікуваної кредитної експозиції протягом деякого періоду часу, визначена на апріорному рівні довіри, $PFE(t)$ — є мірою кредитного ризику контрагента. $EE(t)$ є усередненою

---

[1] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[2] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org

[3] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[4] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[5] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[6] Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.

[7] Kijima M. A Multi-Quality Model of Interest Rates / M. Kijima, K. Tanaka, T. Wong // Quantitative Finance. — 2008. — Vol. 9, № 2. — P. 133–145.

[8] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[9] Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.

кредитною експозицією на визначену дату у майбутньому. Тоді CVA — є коригованою ціною ПФІ, яка приймає до уваги кредитний ризик контрагента.

Виходячи із визначення нових регуляторних показників, зрозуміло, що $PFE(t)$ має значення лише протягом часу від входження і до експірації ПФІ транзакції. Тобто, до моменту експірації ПФІ (портфелю ПФІ), $PFE(t)$, а на момент дефолту контрагента – $EAD(\tau)$ визначається, у загальному випадку, у вигляді CALL опціону[1]:

$$PFE = \max(\textit{вартість портфелю ПФІ}, 0) \quad (3.2.3)$$

Причому, його збільшення його ціни пов'язане із визначенням позитивної очікуваної експозиції — $EPE(t)$. А його зменшення відносно початкового значення до негативних значень — із визначенням негативної очікуваної експозиції — $ENE(t)$, яка є еквівалентною $EPE(t)$, але з точки зору контрагента цієї ПФІ транзакції. Тоді, у загальних ринкових умовах $PFE(t)$ для фінансової установи може бути записано як

$$\begin{aligned} PFE = \max{}^{Q}(\textit{вартість портфелю ПФІ}, 0) - \\ \min{}^{Q}(\textit{вартість портфелю ПФІ}, 0) \end{aligned} \quad (3.2.4)$$

У цих ринкових умовах, до моменту експірації ПФІ (інструментів портфелю ПФІ) приведена коригована кредитна експозиція фінансової установи для моменту $0 < t < T$ може бути представлена таким чином:

$$CVA = PFE \times S - PFE_{cpty} \times S_{cpty}, \quad (3.2.5)$$

де PFE — приведена очікувана експозиція контрагента; S — приведений рівень ринкових витрат фінансової установи, тобто добуток її ризик-нейтральної ймовірності дефолту і витрат на визначеному рівні дефолту $LGD(t)$. PFE_{cpty} — приведена очікувана експозиція фінансової установи з точки зору контрагента; S_{cpty} — приведений рівень ринкових витрат контрагента. Із формули (3.2.5) зрозуміло, що хеджування CVA пов'язане з постійним моніторингом ринкових факторів, які є джерелом зміни кредитної експозиції фінансової установи (контрагента) для даної ПФІ транзакції. Тому, що характеристики чутливості витрат фінансової установи і контрагента безпосередньо зв'язані з CVA:

$$\Delta CVA / \Delta PFE = S, \Delta CVA / \Delta PFE_{cpty} = S_{cpty}, \ \Delta CVA / \Delta S = PFE, \Delta CVA / \Delta S_{cpty} = PFE_{cpty}.$$

Зрозуміло, що у процесі утримання ПФІ кожна фінансова установа повинна виявляти моменти наближення кредитної експозиції контрагента із стану «зовні грошей» до стану «у грошах», для оцінювання можливості реалізації власних стратегій хеджування для подолання ризику по даній ПФІ

[1] *Силантьєв С.О.* Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

транзакції[1]. Виконання хеджування такого типу ризику для всіх учасників ринку забезпечує ліквідність ринку в цілому. Причому, динамічне управління CVA ризиками вимагає постійного моніторингу зміни ринкових факторів для контрагентів ПФІ транзакцій і, як наслідок, вимагає динамічного ребалансування хеджу. За умови, коли $PFE < PFE_{cpty}$, кредитний спред контрагента є більшим і волатильним, результатом є більш витратне і інтенсивне динамічне ребалансування такого хеджу. З іншого боку, підвищена вартість хеджування свідчить про зменшення ліквідності ринку, підвищені кредитні спреди і виконання на ринку масштабних програм хеджування.

Підкреслюючи асиметричну властивість CVA, за умови ризик-нейтрального дисконтування, В. Пітербарг, М. Пікхтін і С. Жу оцінки коригування кредитної експозиції з урахуванням контрагента представили у вигляді наступної формули[23]:

$$CVA = (1-R)\int_0^T E^Q\left[\frac{B_0}{B_t} \times EE(t) | \tau = t\right] dPD(0,t) - (1-R_{cpty})\int_0^T E^Q\left[\frac{B_0}{B_t} \times EE_{cpty}(t) | \tau = t\right] dPD_{cpty}(0,t), \quad (3.2.6)$$

де $EE(t)$ — кредитна експозиція, причому $EE(t) = \max(MtM(t),0)$, де $MtM(t)$ — ринкове значення кредитної експозиції на момент t, приведене до ринку. Згідно Р. Шиллера і Р. Кросцнера $MtM(t)$ — це «облік у поточних цінах» для майбутньої кредитної експозиції, у тому числі на момент τ – дефолту контрагента[4].

Із формул (3.2.2) і (3.2.6) можна бачити, що визначення CVA є складним процесом з точки зору ринкової динаміки. Головне у тому, що з боку фундаментального економічного погляду, вирішення проблеми визначення кредитної експозиції контрагента (3.2.6), а відповідно і визначення цін позабіржових ПФІ, здійснюється на теоретичній, практичній і регуляторній точках зору, які базуються на ймовірнісній інтерпретації ціни кредитного ризику[56]. Така *ймовірнісна інтерпретація кредитного ризику* на фінансовому

---

[1] Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.

[2] Piterbarg V. Funding beyond discounting: collateral agreements and derivative pricing / V. Piterbarg // Risk Magazine. — 2010. — P. 97–102.

[3] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[4] Kroszner R.S. Reforming U.S. Financial Markets : Reflections Before and Beyond Dodd-Frank / Kroszner R.S., Shiller R.J. — Cambridge ; Massachusetts ; London : MIT Press, 2011. — 171 p.

[5] Piterbarg V. Funding beyond discounting: collateral agreements and derivative pricing / V. Piterbarg // Risk Magazine. — 2010. — P. 97–102.

[6] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

ринку *повністю змінює поняття форвардного передбачення і прогнозування* у новому поколінні ринкових стандартів фінансової економіки і систем визначення ціни ПФІ, кредитного ризику і доходності, які стають на даний час новою платформою, що використовується для створення фундаментальних блоків процесів управління ризиками, капіталом, ліквідністю фінансових установ[1][2][3]. Причому, управління ліквідністю фінансових установ здійснюється на основі імплементації оновлених стандартів бухгалтерського обліку щодо адекватності капіталу, які спільно з регуляторними технічними стандартами, є основою проведення структурних реформ позабіржового ринку ПФІ у відповідності до Базеля III, закону Додда-Френка, EMIR і MiFID[4][5][6][7][8]. За висновками провідних компаній Celent, Numerix, Quantifi, FINCAD — учасників ринку ПФІ «…індустріальна революція ринку ПФІ розпочалася не на жарт і в основі цій революції знаходяться технології визначення ціни ПФІ і кредитного ризику»[9]. Доречно згадати слова М. Міллера, що слово «революція» повинна стосуватися зміни інститутів ««…слово революція доречно для опису змін фінансових *інститутів* і *інструментів*, які відбулись за останні 20 років»[10].

У зв'язку з післякризовою сегментацією фінансових ринків з'явились спреди між кривими доходності для різних термінів експірації[11]. Тобто, на-

---

[1] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[2] Reifner U. CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV / [Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.]. — Brussels : Europen Parliament, 2011. — 115 p.

[3] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[4] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[5] Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Implementation of Basel III, Capital Adequacy, Transition Provisions, Prompt Corrective Action, Standardized Approach for Risk-weighted Assets, Market Discipline and Disclosure Requirements, Advanced Approaches Risk-Based Capital Rule, and Market Risk Capital Rule. — Washington D.C. : FRS, 2013. — 972 p.

[6] Reifner U. CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV / [Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.]. — Brussels : Europen Parliament, 2011. — 115 p.

[7] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[8] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[9] Ding C. Derivatives Pricing and Risk Analytics : Industrializing Derivatives Markets / Ding C. — Report XCelent Awards 2013. — N. Y. : Oliver Wyman Inc., 2013. — 36 p.

[10] Miller M.H. Financial Innovation : The Last Twenty Years and the Next / M.H. Miller // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 1986. — Vol. 21, December. — P. 459–471.

[11] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

приклад, для визначення цін cap/floor необхідно використовувати не одну криву, а кілька кривих дисконтування. Проблемним у випадку калібрації волатильності стає для cap/floor використання кількох кривих доходності. Сучасні системи управління ризиками і визначення цін ПФІ повинні використовувати кілька кривих доходності для інструментів фінансового ринку згідно нових регуляторних складових ціни ПФІ.

Таблиця 3.2.2

Нормативні складові ціни ПФІ

Рік	Тип коригування	Призначення	Застосування
2002	CVA	Оцінювання кредитного ризику контрагента	В основному для незабезпечених ПФІ
2002	DVA	Визначення зобов'язань фінансової установи у випадку власного дефолту	В основному для оцінювання зобов'язань із незабезпечених ПФІ
2011	FVA	Визначення витрат на фінансування для незабезпечених ПФІ, у порівнянні з безризиковою відсотковою ставкою	Для незабезпечених ПФІ, портфелів ПФІ
2010	OIS/ COLVA	Визначення витрат на фінансування для забезпечених ПФІ з використанням нової безризикової відсоткової ставки	Для забезпечених ПФІ, портфелів ПФІ
2015	KVA	Визначення витрат на забезпечення виконання регуляторних вимог фінансової установи для портфелів ПФІ, що утримуються	Для всіх портфелів ПФІ контрактів, що не підлягають клірингу
2019	MVA	Визначення початкової і варіаційної маржі для всіх ПФІ контрактів для всіх фінансових установ, які не є контрагентами клірингових установ	Для всіх портфелів ПФІ контрактів, для фінансових установ, які не є контрагентами клірингових установ
2019	xVA	Застосування коригувань різних типів для визначення справедливої ціни фінансових інструментів	Виконання нормативних вимог міжнародного законодавства і регуляторних технічних стандартів
2019	AVA	Застосування введених у березні 2017 року технічних стандартів щодо визначення продунційної ціни	Перехід від справедливої ціни до продунційної ціни фінансових інструментів і їх портфелів

Аналізуючи сучасний стан міжнародного регуляторного законодавства щодо регулювання фінансових ринків і розвиток нормативної бази відносно ризиків фінансових установ, неможливо уявити, що у майбутньому внутрішні моделі будуть мати таку значну роль, як це було у майбутньому.

Стандартизований підхід є менш чутливий до ризику й, у більшості випадків, на практиці, переоцінює високоліквідні ринкові інструменти і, з ін-

шого боку, недооцінює низько ліквідні. Результатом є перерозподіл фінансових ресурсів до високо ризикових стратегій з підвищеною доходністю.

Заміною парадигми оцінювання ризику за допомогою імплементації FRTB виникають проблеми обчислення оцінок нового показника очікуваних збитків *ES*, які уявляють собою новий вид зважених ризиком активів.

$$ES_{\alpha} = \frac{1}{\alpha} = \int_{-\infty}^{-VaR_{\alpha}} xp(x)dx \,, \qquad (3.2.7)$$

де VaR_{α} — витрати, що виникають у майбутньому на момент часу α, до експірації $0<\alpha<1$; $p(x)$ — щільність розподілу майбутніх втрат. Зрозуміло, що такий підхід оцінювання ризиків суттєво підвищує вартість технологічних ресурсів, у порівнянні з чинним у минулому VaR підходом[1][2][3][4].

В післякризових умовах, особливої актуальності набув науковий напрям, пов'язаний з динамічним хедж аналізом ризику ПФІ до часу їх експірації. Загальна *xVA* формула для обчислення коригувань є такою:

$$xVA = \int_{0}^{\infty} C(t) \times e^{-\int_0^t \beta(u)du} E_t\left[X(t)\right]dt \,, \qquad (3.2.8)$$

де $C(t)$ — крива, яка відповідає типу коригування; $\beta(u)$ — ринкові оцінки відносно процесу дисконтування майбутніх грошових потоків; $E_t\left[X(t)\right]$ — ризик-нейтральне визначення відповідного БФІ.

На даний час уже розроблена індустріальна практика визначення кредитної експозиції контрагента і складається вона згідно з науковими результатами Г. Цезарі із 3-х кроків: генерація сценаріїв; визначення ціни; агрегація[5].

Необхідно зазначити, що існує низка проблем, пов'язаних з переходом фінансових установ до визначення цін ПФІ із використанням CVA, а саме:

- Проблема генерації ризик-нейтральних сценаріїв для портфелю ПФІ. Наукова складність проблеми у тому, що з метою визначення CVA використовуються ризик-нейтральні сценарії майбутньої вартості портфелю ПФІ різного типу, але не ризик-нейтральні сценарії ціни однотипних фінансових ін-

---

[1] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[2] Reifner U. CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV / [Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.]. — Brussels : Europen Parliament, 2011. — 115 p.

[3] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[4] Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Implementation of Basel III, Capital Adequacy, Transition Provisions, Prompt Corrective Action, Standardized Approach for Risk-weighted Assets, Market Discipline and Disclosure Requirements, Advanced Approaches Risk-Based Capital Rule, and Market Risk Capital Rule. — Washington D.C. : FRS, 2013. — 972 p.

[5] Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.

струментів, каліброваних на історичних даних. У даному випадку експозиція портфелю повинна здійснювати генерацію ризик-нейтральних сценаріїв з врахуванням різних типів ПФІ на відсоткову ставку, акції, облігації, ринкові товари, кредитну якість тощо. Наслідком складності внутрішньої природи такої CVA моделі є суттєве підвищення складності розв'язання наукової проблеми генерації ризик-нейтральних сценаріїв з багатьма типами ПФІ у порівнянні з ризик-нейтральним ціноутворенням однотипного класу фінансових інструментів на основі глибоко розроблених методів[1].

- Визначення міри кредитної експозиції (ризику) портфелю ПФІ. У докризових моделях у якості мір використовувались різні квантилі розподілу від потенційної доходності портфелю. У CVA підході зовсім інший показник — дисконтована очікувана кредитна експозиція. В цих умовах імітаційні моделі, які можна було налаштувати на врахування товстих хвостів розподілу повинні бути доопрацьовані у напрямку їх адекватності до визначення дисконтованої очікуваної експозиції.

- Точність визначення експозиції. Більшість моделей визначення цін ПФІ не використовують сценарну залежність і пов'язані з пошуком адекватних оцінок ціни за відповідні умови часу проведення обчислень. Коли ці сценарії додаються до процесу обчислень дисконтованої очікуваної експозиції, то такий підхід не є допустимим, тому що парадигма CVA, у першу чергу, є концепцією визначення адекватної до ринку ціни ПФІ.

- Продуктивність (ефективність) моделі. Обчислення експозиції з урахуванням контрагентів вимагає переоцінювання усіх ПФІ транзакцій за багатьма сценаріями і багатьма кроками на майбутнє. CVA парадигма вимагає пошуку хеджу з урахуванням визначеної волатильності CVA, розуміння чутливості змін CVA відносно ринкових змін і кредитного ризику контрагента[2][3][4][5][6][7] Це означає, що витрати на створення ефективної моделі і моделювання повинні бути на порядок вищими.

---

[1] *Силантьєв С.О.* Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

[2] Arora N. Counterparty credit risk and the credit default swap market / M. Arora, P. Gandhi, F.F. Longstaff // Journal of Financial Economics. — 2012. — Vol. 103, № 2. — P. 280–293.

[3] Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.

[4] Canabarro E. Counterparty Credit Risk / Canabarro E. — London : Risk Book, 2010. — 356 p.

[5] Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.

[6] Gregory J. Counterparty Credit Risk : The new challenge for global financial markets / J. Gregory. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2009. — 448 p.

[7] Gregory J. Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment : A Continuing Challenge for Global Financial Markets / J. Gregory. — 2nd ed. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2012. — 480 p.

- Апріорна оцінка можливості входження у транзакцію. Абсолютна більшість систем оцінювання експозиції ризику фінансової установи були розроблені як пакетні системи і не давали можливості оперативного оцінювання експозиції ризику в різних сценаріях розвитку. А CVA-парадигма повинна мати нові риси апріорно-апостеріорного оцінювання ПФІ транзакцій з метою апріорного вибору контрагента для неї.

Складності переходу до використання CVA при визначення цін ПФІ повязані з деякими бар'єрами, що необхідно долати застосуванням системи методів, які надають можливості моделювання: неттінгу і забезпечення ПФІ транзакцій; генерації ризик-нейтральних сценаріїв з врахуванням широкого спектру факторів ризику; ефективних методів і потужностей для проведення повних обчислень для визначення CVA, а не обмеженої кількості транзакцій контрагента.

Лише технологічні системи оцінювання кредитного ризику конрагента з апріорним виявленням можливості входження в ПФІ транзакцію, які щоденно функціонують і ефективно управляються за сценарною методологією можуть бути розширеними до CVA систем.

Відповідно до нових вимог щодо регулювання фінансових ринків і до капіталу фінансових установ згідно післякризовому міжнародному регуляторному законодавству повинна бути створена принципово нова інфраструктура ризик менеджменту фінансової установи, у якій центральним ядром є обчислення CVA[2][3][4][5]. А стратегії фінансових установ на фінансових ринках з урахуванням CVA складаються з таких етапів:

1. оцінювання. Для оцінювання показника CVA здійснюється визначення його агрегатів на основі доступної ринкової інформації. У відповідності до Basel III, результати оцінювання використовуються для обліку і управління ризиками і приведення до відповідності регуляторних норм для капіталу установи;

2. аналіз. У додаток до оцінювання показника CVA паралельно повинні відбуватися консультації і узгодження ризиків у майбутніх операціях з конт-

---

[1] Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.

[2] Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.

[3] Reifner U. CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV / [Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.]. — Brussels : Europen Parliament, 2011. — 115 p.

[4] International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.

[5] Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Implementation of Basel III, Capital Adequacy, Transition Provisions, Prompt Corrective Action, Standardized Approach for Risk-weighted Assets, Market Discipline and Disclosure Requirements, Advanced Approaches Risk-Based Capital Rule, and Market Risk Capital Rule. — Washington D.C. : FRS, 2013. — 972 p.

рагентами різних типів. На даному етапі можуть бути введені граничні обмеження для ризиків від входження в транзакції, визначені мінімальні спреди для ПФІ для кожного контрагента;

3. визначення хеджу. Оцінені значення показника CVA використовуються для створення синтетичних позицій з метою хеджування транзакцій з використанням CDS;

4. торгівля. Фінансова установа використовує інформацію, отриману на вищенаведених етапах для хеджування власних коригованих кредитних позицій з урахуванням коригованих кредитних експозицій контрагентів.

3.3. Управління банківськими ризиками

Подолання економічної стагнації в Україні за умов недостатності коштів для фінансування виробництва та розвитку фондового ринку є неможливим без потужного банківського кредитування. Як свідчить міжнародна практика, банківський сектор економіки найбільшою мірою підпадає під вплив будь-яких зрушень як на макро-, так і мікрорівні.

Сучасні економічні умови вимагають впровадження нових банківських продуктів і послуг, що сприятиме фінансовому забезпеченню стійкого розвитку підприємств, оскільки найважливішим джерелом поповнення їх основного та оборотного капіталу є банківський кредит. У свою чергу, кредитні операції є передумовою виникнення ризиків.

Ризик у широкому розумінні слід розглядати як соціально-філософську категорію, яка притаманна всім, без винятку, рішенням. Людство живе в оточенні ризиків, але ризики у звичайному побутовому житті є незначними, їх наслідки не є загрозливими. Інша справа, коли мова йде про економічні ризики, які є складовою частиною всіх економічних рішень. Втрата інвестором вкладених коштів у результаті ризику негативно впливає на результати його фінансово-господарської діяльності.

Оскільки ризик є невід'ємною складовою господарських рішень, то з еволюцією умов господарювання змінюється і характер ризику. На сьогодні ризик-об'єктивна необхідність, він органічно пов'язаний з фундаментальними інститутами сучасного суспільства. Ефективність функціонування підприємств, фірм, установ залежить від уміння правильно оцінити ризики та управляти ними. Оцінка економічних ризиків і методи управління ними тісно пов'язані з визначенням сутності ризиків[1].

Світова економічна наука представляє класичну та неокласичну теорію ризику. У класичній теорії, авторами якої є Дж. Мілль і І.У. Сеніор, ризик

[1] *Ермасова Н.Б.* Риск менеджмент организации. — М.: Научная книга, 2011. — 120 с.

ототожнюється з середнім значенням втрат і збитків, які можуть статися в результаті реалізації рішення. Це одностороннє тлумачення сутності ризику викликало різке заперечення у частини зарубіжних економістів.

У 30-ті роки XX століття економісти А. Маршалл і А. Пигу розробили основи неокласичної теорії ризику, згідно якої ризик визначається як відхилення від запланованих фінансових результатів (від цілі).

Ця теорія стала визначальною для всіх розвинених країн світу. Сучасна інтерпретація ризику — це не втрата, якої можна зазнати під час реалізації господарського рішення, а можливість відхилення від цілі, заради якої приймались рішення. Тобто, сучасний ризик визначається не стільки втратами, скільки відсутністю значних економічних результатів.

Ризик є фінансовою категорією, пов'язаною зі зміною фінансових результатів процесу прийняття рішення[1].

Ризик — це кошти, які можуть додатково отримати, або втратити інвестор у процесі реалізації рішення через невизначеність і конфліктність умов цієї реалізації. Пояснимо це визначення, базуючись на особливостях фінансово-господарських рішень, які полягають в тому, що:

- між терміном вкладання коштів в економічні рішення і отриманням результатів завжди існує певний лаг;
- фінансово-господарські рішення завжди пов'язані з можливістю вибору, носять альтернативний характер;
- вкладання коштів інвестором базується на обґрунтуванні результу рішення з урахуванням певної інформації, яка може бути недосконалою і містити єлементи невизначеності.

Кожна з цих особливостей містить невизначеність умов реалізації рішення і невизначеність інформації, що застосовується для обґрунтування. А невизначеність зумовлює відхилення фактичних результатів рішення від запланованих.

Отже, невизначеність, відсутність вичерпної інформації, породжують виникнення певного ризику. Тобто невизначеність передбачаєм наявність неповної інформації про умови прийняття господарських рішень або відсутність її частини.

На рівень ризику суттєво впливає ступінь невизначеності, тому у прийнятті економічних рішень невизначеність повинна розглядатись як нормальне явище, яке притаманне розробці стратегії розвитку, та вирішенню поточних питань. Тобто, фактор невизначеності в економіці розглядається як фундаментальний.

---

[1] *Тэпман Л.Н.* Риски в економике. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 343 с.

В економічній літературі при визначенні сутності ризику поняття «ризик» ототожнюють з невизначеністю реалізації, наслідками окремих рішень, їх складових або ж діяльності компанії у цілому[1]. Але, на наш погляд, невизначеність необхідно розглядати як причину виникнення ризиків, тому не доцільно ототожнювати невизначеність і ризик.

Управління господарськими рішеннями і ризиком, зокрема, означає, що інвестор повинен невизначеність перетворити в ризик, а ризик оцінити і детально проаналізувати[2].

Економічні ризики характеризуються трьома властивостями.

Перша властивість — це тотальність і всеосяжність, означає, що ризик притаманний усім, без винятку, економічним рішенням. Але в економічний літературі можна зустріти термін «неризиковані рішення». Так, наприклад, «неризиковані цінні папери». Це має відношення перш за все, до облігацій, оскільки вони мають менший ризик у порівнянні з акціями. Тобто, термін «неризикованість рішення» носить відносний характер і не означає, що ризик повністю відсутній, ризик просто є незначним, на який не варто звертати увагу[3].

Друга властивість пов'язана з неможливістю точного визначення ризику на практиці при реалізації управлінського рішення. Це означає, що в процесі реалізації будь-якого економічного рішення на практиці не можна точно визначити рівень ризику (додатковий прибуток чи непередбачені витрати) до тих пір, поки рішення не буде повністю реалізовано. Крім того, від ризику не можна звільнитись, його можна зменшити, передати, диверсифікувати і т. і. Таким чином, термін «звільнитись від ризику», який зустрічається в літературі, є не точним. Ризик можна мінімізувати, але не можна усунути повністю.

Третя властивість — керованість є дуже важливою, оскільки дозволяє інвестору ефективно працювати в конкурентних умовах за наявності певної невизначеності.

Отже, коли мова йде про сутність ризиків, це означає, що це частина коштів, яка може бути додатково отримана або втрачена в процесі реалізації рішення. А управління ризиками зосереджується на можливих втратах і збитках, які є доволі невизначеними.

Невизначеність певних процесів пов'язана з імовірністю настання цих подій. У теорії ризиків розрізняють два види ймовірностей: статистичні, з

---

[1] *Валков А.А.* Управление рисками в коммерческом банке. — М.: Омега — Л, 2012. — 160 с.

[2] *Цай Т.Н., Крабовой П.Г., Марахаджа Вассам Сайел.* — Конкуренция и управление рисками в условиях рынка. — М.: АЛАНС, 1997. — 287с.

[3] *Филина Ф.Н.* Риск-менеджмент / Ф.Н. Филина. — М.: Гросс Медиа: РОСБУХ, 2008. — 232 с.

урахуванням статистичної інформації (яка вже відбулась); та суб'єктивні (апріорні) з урахуванням опитувань чи експертизи.

Всі економічні ризики поділяються на дві групи: чисті і спекулятивні. Чисті ризики включають таки ризики, які можуть привести лише до втрат і збитків. До них відносяться: природно-кліматичні, екологічні, політичні, транспортні, ризики угод, комерційні (втрати товару, зниження якості, збільшення терміну реалізації товарів і т. і.), технологічні.

Чисті ризики для конкретного інвестора є завжди небажаними. Але приносячи втрати і збитки в одних сферах діяльності, вони обов'язково стимулюють розвиток інших. Втрати, які можуть принести природнокліматичні ризики (наприклад, повені) для певного регіону є причиною збільшення попиту на будівельні матеріали, транспортні послуги і т. і., тобто є умовою збільшення прибутку для цих видів діяльності.

Спекулятивні ризики пов'язані з можливістю отримання як додаткових прибутків, так і непередбачених втрат і збитків. До них відносяться фінансові ризики, кредитні, комерційні. Зауважимо, що чисті ризики завжди впливають на результати спекулятивних ризиків і будь-яка економічна діяльність суб'єктів господарювання завершується фінансовою оцінкою її результатів.

Науково обґрунтована класифікація ризиків дозволяє чітко визначити роль і місце кожного ризику в їх загальній системі. Вона створює можливості для ефективного управління ризиками: кожному виду ризиків відповідає своя система методів управління. Так, якщо ризик відноситься до групи чистих ризиків, застосовуються методи мінімізації цього ризику через диверсифікацію, передачу, розподілення і т.і. Якщо ризик відноситься до групи спекулятивних ризиків, то інвестор повинен оцінити його ступінь і взяти на себе стільки ризику, скільки дозволяють власні можливості.

Класифікацію фінансових ризиків представлено на рис. 3.3.1.

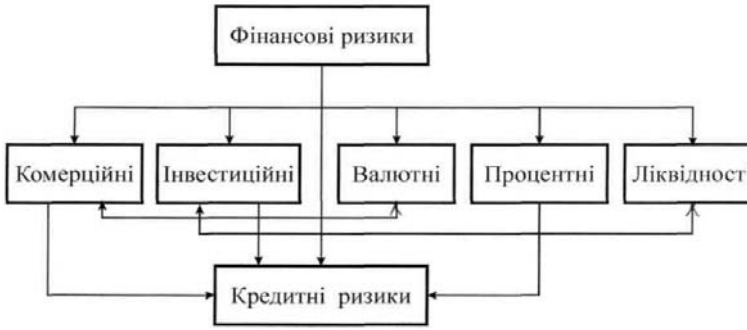


Рис. 3.3.1. Класифікація фінансових ризиків

Валютні ризики включають такі основні види ризиків: операційні валютні ризики, трансляційні валютні ризики, економічні валютні ризики, скриті валютні ризики.

У процентних ризиках можливо виділити такі групи: динамічні, портфельні, економічні.

Інвестиційний ризик дуже тісно пов'язаний з курсовим ризиком валюти (валютним ризиком) і відсотковим ризиком. Зміна доходності інвестиційного портфеля є результатом впливу валютних і відсоткових ризиків. Ризик фінансових і реальних інвестицій може викликатись також зміною кон'юнктури ринку, умов реалізації інвестиційних проектів, форс-мажорними обставинами.

Ризики ліквідності пов'язані зі зміною очікуваних цін на ліквідні активи (наприклад, цінних паперів, дорогоцінних металів і т. і.) і термінів їх реалізації. Вкладаючи наявні оборотні кошти в певні ліквідні активи, інвестор завжди прогнозує ціну та термін реалізації. Але ліквідні товарно-матеріальні активи через певний проміжок часу можуть змінити свій статус і, відповідно, збільшити або зменшити очікувану доходність інвестора.

Кредитний ризик відноситься до банківських ризиків. Кредитні ризики тісно пов'язані з відсотковими, валютними, інвестиційними ризиками.

Усі фінансові ризики тісно пов'язані між собою і створюють систему фінансових ризиків. На практиці, аналізуючи один з фінансових ризиків, потрібно обов'язково прослідкувати їх причинно-наслідкові зв'язки з іншими ризиками. Це допоможе зорієнтуватись у методах управління ними і врахувати специфіку діяльності кожного суб'єкту, працюючого в сучасних умовах. За цих умов, з розвитком суспільно-економічних процесів, банківський сектор дуже вразливий до ризиків. У банківській діяльності основна увага приділяється таким ризикам: кредитному, процентному, ризику ліквідності, валютному, ризику втрати дохідності, операційному та ін.[1]. Враховуючи, що однією з основних економічних функцій комерційних банків виступає кредитна діяльність, кредитний ризик є найсуттєвішим серед банківських ризиків[2].

На сьогодні на перший план виходять проблеми забезпечення стабільної діяльності як окремого банку, так і всієї банківської системи, вдосконалення менеджменту і впровадження ефективних схем зниження ризиків. Провідну роль у вирішенні зазначених питань відіграє забезпечення стабільного фінансового стану комерційних банків шляхом нарощення банківського капіталу, підвищення ліквідності, платоспроможності та конкурентоспроможності з урахуванням ризиків.

---

[1] *Леонович Л.И., Петрушина В.М.* Управление рисками в банковской деятельности. — М.: Дикта, 2012. — 136 с.

[2] *Димитриади Г.Г.* Риски управления банком. — СПб.: ЛКИ, 2010. — 240 с.

Дослідження сучасного стану банківської системи доводить, що фінансова криза загострила необхідність переосмислення принципів регулювання діяльності банків і посилила потребу в розробці та впровадженні нових підходів і методів оцінки системних ризиків, створенні контрциклічних норм достатності капіталу та формуванні резервів на покриття можливих збитків за позиками[1][2].

У міжнародній практиці для вирішення проблем у банківському секторі президентами центральних банків країн Великої десятки з метою розробки рекомендацій щодо вдосконалення банківського нагляду та уніфікації вимог до фінансового регулювання у різних країнах було створено Базельський комітет з питань банківського нагляду[3]. Основним документом Базельського комітету є «Міжнародне наближення визначення капіталу та нормативів капіталу» (Базель I, 1988 р.), основні принципи ефективного банківського нагляду (1997 р.), «Поправки до Базельської угоди про капітал» (серед них найвідомішою є «Поправка щодо врахування ринкових ризиків» (Поправки до Базеля I, 1996 р.), «Нова концептуальна основа Угоди про капітал» (Операційний ризик, Базель II, 2004 р.[4]) і прийнятий у 2010 р. Базельським комітетом документ щодо підвищення якості акціонерного капіталу. Слід зазначити, що прийняття нових регулюючих документів з питань банківського нагляду не відміняє попередні, а доповнює і удосконалює їх[5].

Основні вимоги Базеля III (2010 р.) зводяться до:

✓ збільшення акціонерного капіталу (показник капіталу першого рівня повинен зрости з 4 до 6 %; мінімальні вимоги до капіталу залишаються на рівні 8 %. При цьому розмір капіталу першого рівня повинен становити 6 %, а капітал другого рівня (додатковий) — не більше 2 %. Основний капітал у відповідності до вимог Базеля III повинен утричі перевищувати додатковий[6]. А капітал третього рівня, який за базельськими вимогами, використовувався лише для страхування від ринкового ризику — скасовано. Таким чином бан-

---

[1] *Яременко О.Р. Костильова О.М.* Проблемні кредити банків: визначення сутності та тенденції їх розвитку в умовах банківської кризи, 2016. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://global-national.in.ua/archive/10-2016/187.pdf

[2] Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http//www.bank.gov.ua

[3] Базельський комітет з питань банківського нагляду — Режим доступу : http:/www.bis.org/pub/bcbs107.htm

[4] Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: RevisedFramework (Updated November 2007) //http://www.bis.org/publ/bcbs118.htm

[5] *Міщенко В.* Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектору/ В.Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. — 2011. — Січень. — С. 4–9.

[6] Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http//www.bank.gov.ua

ки матимуть таку якість капіталу, яка сприятиме запобіганню кредитного, ринкового та операційного ризиків;

✓ зменшення частки позикових коштів (встановлено нормативний розмір коефіцієнта ліверіджу — відношення обсягу позикових коштів банку до власних — на рівні 3 %. Розмір коефіцієнта ліверіджу за правилами Базельського комітету з 01.01.2013 р. до 01.01.2017 р. стає обов'язковим для виконання, але розкриття його значення у звітності банків вводиться тільки з 01.01.2015 р. з метою можливості проводити аналіз його фактичного значення);

✓ усі відрахування з капіталу повинні здійснюватися з обсягу капіталу першого рівня;

✓ встановлення обов'язкового контролю за :

•коефіцієнтом ліквідного покриття (ризиком ліквідності). Банки повинні мати ліквідні активи, які б на 100 % покривали короткострокові зобов'язання. Якщо в банківській установі виникає криза ліквідності з причин падіння кредитного рейтингу установи; часткової втрати незабезпеченого інвестиційного фінансування; збільшення відтоку коштів за рахунок деривативів і позабалансових інструментів, органи нагляду можуть дозволити використовувати високоякісні ліквідні активи, які не мають обтяжень;

•коефіцієнтом чистого стабільного фінансування, який характеризує наявні довгострокові стабільні джерела фінансування і розраховується на один рік.

За правилами Базельського комітету (Базель III) з 01.01.2018 р. коефіцієнт ліверіджу буде обов'язковим до виконання банками[1].

Узагальнюючи міжнародну реакцію на запровадження нових умов Базельської угоди щодо капіталу банків, необхідно відмітити неоднозначну оцінку[2]. Частина фінансових установ країн, банківські системи яких уже відповідали (або майже відповідали) новим регулюючим нормам (США, Великобританія, Швейцарія, Канада, Бельгія, Нідерланди), підтримали запропоноване регулювання банківської діяльності.

Країни, які мають національні особливості фінансових систем критично оцінюють вимоги даного документу (Базель III), підкреслюючи, що нові вимоги будуть сприяти скороченню обсягів кредитування через неможливість поповнювати капітал і, як результат, це зменшить прибутковість банків[3].

Серед науковців і практиків існує думка, що наслідком упровадження Базеля III може стати відмова банків від участі у високоризикових операціях.

---

[1] Міщенко В. Базель III: нові підходи до регулювання банківського сектору / В.Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. — 2011. — Січень. — С. 4–9.

[2] Там само.

[3] Там само.

Ризик, з точки зору банку, визначається як можливість несприятливого впливу очікуваних або непередбачених подій на доходи і капітал банку. Тобто ризик — це можливість недоотримання доходу або зменшення ринкової вартості капіталу банку внаслідок несприятливого впливу зовнішніх і внутрішніх ризикових факторів[1].

Отримані збитки можуть бути прямими (втрата доходів або капіталу) чи непрямими (накладення обмежень на здатність організації досягати своїх бізнес-цілей). Зазначені обмеження стримують здатність банку здійснювати свою поточну діяльність або використовувати можливості для розширення бізнесу.

Базельський стандарт достатності капіталу заснований на принципі, згідно з яким, рівень капіталу банку повинен відповідати певному рівню ризиків. Крім встановлення безпосереднього зв'язку між капіталом і ризиком, ця система являється досить гнучкою для того, щоб належним чином враховувати різні види ризиків[2]. Розмір капіталу повинен визначатися трьома основними складовими ризику: кредитним, ринковим та операційним ризиками. По кожній з даних категорій ризиків передбачається ряд різних підходів для вимірювання вимог щодо капіталу.

Кредитні ризики — це ризики, які загрожують доходам і капіталу банку внаслідок можливого невиконання контрагентом або групою контрагентів прийнятих на себе зобов'язань перед банком.

Ринкові ризики — це ризики, що виникають унаслідок негативного впливу змін ринкових факторів: процентні ставки, валютні курси, котирування цінних паперів, кредитні спреди, ціни на товари та інше, на доходи і капітал банку або на його здатність досягати своїх бізнес-цілей.

Операційний ризик — це існуючий або очікуваний ризик, що загрожує доходам і капіталу банку і виникає внаслідок похибок у транзакціях з клієнтами або контрагентами, недоліків у системі внутрішнього контролю або недостатнього кадрового забезпечення, а також внаслідок подій нефінансового характеру (шахрайство, стихійне лихо і т . п.).

Для визначення величини агрегованого ризику банку необхідно спочатку оцінити розподіл ймовірностей, пов'язаний з усіма фінансовими ризиками, які бере на себе банк. Після того, як кожен з ризиків виміряно окремо, комбінуються їх розподіл, з урахуванням кореляцій по всім типам ризиків. Результатом агрегування ризиків є загальний економічний капітал банку, а

---

[1] Bessis Joel. Risk Management in Banking. — Second edition. — Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd, 2003. — 792 p.

[2] Bessis Joel. Risk Management in Banking. — Second edition. — Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd, 2003. — 792 p.

також можливість оцінки вкладу кожного з ризиків, продукції і напрямків бізнесу в економічний капітал.

Враховуючи висунуті пропозиції, Постановою Правління НБУ від 30.06.2016 р. №351 затверджено Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями[1].

Підходи, визначені цим Положенням, грунтуються на принципах і рекомендаціях Базельського комітету з банківського нагляду, включаючи застосування компонентів (коефіцієнтів) кредитного ризику:

- компонент розрахунку розміру кредитного ризику, що відповідає боргу за активом, який перебуває під ризиком дефолту боржника — EAD;

- компонент розрахунку розміру кредитного ризику, що відображає ймовірність дефолту, припинення виконання боржником/контрагентом своїх зобов'язань — PD;

- компонент розрахунку розміру кредитного ризику, який відображає рівень втрат (збитків) унаслідок дефолту боржника — LGD.

Банк здійснює розрахунок розмір кредитного ризику за активами на індивідуальній основі за формулою:

$$CR_{інд} = \max\left\{0; PD \times [EAD - (\sum_{i=1}^{j}(CV \times k)i + RC)]\right\},$$

яка ґрунтується на формулі: $CR_{інд} = PD_{інд} \times LGD_{інд} \times EAD_{інд}$,

$$LGD_{інд} = 1 - RR_{інд},$$

де $RR_{інд}$ — коефіцієнт, який відображає рівень повернення боргу за активом за рахунок реалізації забезпечення та інших надходжень.

При цьому $RR_{інд} = (\sum_{i=1}^{j}(CV \times k)i + RC) / EAD_{інд}$,

CV_i — вартість *i*-го виду забезпечення, що береться до розрахунку кредитного ризику (у разі наявності кількох видів забезпечення за одним активом).

Якщо забезпечення немає, то $CV = 0$;

K_i __ коефіцієнт ліквідності і-го виду забезпечення;

RC — інші надходження (страхове відшкодування, фінансова порука, реалізація майна боржника, крім наданого під заставу). Розмір RC при розрахунку кредитного ризику не може перевищувати 5 % від суми боргу, яка не покрита вартістю забезпечення і коригується на коефіцієнт ліквідності.

Разом з тим, кожному комерційному банку необхідно розробляти індивідуальну систему інструментів і методів управління банківськими ризиками,

[1] Strengthening the resilience of the banking sector — Режим доступу : http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf

які обумовлені змінами в активах і пасивах банку, але окремі фахівців вважають, що основною загрозою є погіршення кредитних портфелей банків[1]. У той же час, вони мають визначальний вплив на ефективність діяльності банку, впливаючи на доходи і витрати. Тому проблемою є адекватність оцінки ефективності банківських операцій через існуючі ризи. Усунення цієї проблеми можливо через коригування прибутку на очікувані втрати за банківськими операціями, зменшуючи його на суму капіталу, який підпадає під ризик, тобто «ризик-капітал». Такі розрахунки дозволяють розрахувати «економічну додану вартість» (*EVA* — Economic Value Added) або економічний прибуток (*EP* — Economic Profit).

Алгоритм розрахунку: $EVA / EP = RAR\ RAC\ x\ HR_{Capital,}$

де *RAR* — прибуток з урахуванням ризиків; *RAC* — «ризик-капітал» або економічний капітал, $HR_{Capilal}$ — необхідна норма прибутку капіталу (вартість капіталу, виражена у вигляді ставки дисконтування). Отже, економічна додана вартість (*EVA*), або економічний прибуток (*EP*) дозволяють визначити ефективність діяльності з урахуванням ризику.

Аналіз структури активів банків і їх кредитних портфелей, дозволяє стверджувати, що окремі види кредитування зменшують ефективність активних операцій і генерують значний кредитний ризик[234]. За цих обставин доречно розглянути можливість захисту кредитних продуктів за допомогою кредитних похідних (якщо такі присутні на ринку) і / або прямого страхування частини кредитного портфеля банку.

Для оцінки ефективності банківських бізнесів і продуктів використовується показник *RARORAC (Risk-Adjusted Return on Risk-Adjusted Capital)*. На прикінці 70-х років минулого століття Bankers Trust розробляє систему вимірювання ризику кредитного портфеля і розміру капіталу, необхідного для обмеження ризику втрати коштів кредиторами банку до визначеного рівня (*RAROC*) і на початок 90-х років Bank of America створює групу фахівців для розробки і впровадження системи розподілу капіталу за всіма видами бізнесу банку (*RAROC*). З середина 90-х років методологія *RAROC* починає впроваджуватися у великих американських банках і пропонується розрахунок *RA-*

---

[1] Якість кредитних портфелів банків продовжує погіршуватися [Електронний ресурс] // Центр економічних досліджень та прогнозування «Фінансовий пульс». — Режим доступу до ресурсу: http://finpuls.com/ua/banking/reviews/news/YAkst-kreditnih-portfelv-bankv-prodovzhu-pogrshuvatisya.htm.

[2] Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http//www.bank.gov.ua

[3] .[Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.creditrisk.ru/

[4] Ситуація у банківській сфері кредитування станом на 2017 рік [Електронний ресурс] // 06 березень 2017. — Режим доступу до ресурсу: https://www.money24.ua/ua/situatsiya-v-bankovskoj-sfere-kreditovaniya-na-2017-god.

RORAC (RARORAC = RAROC + RORAC), який приймається Базельським Комітетом[1].

Цей показник, у загальному випадку, розраховується за формулою:

$$RARORAC = \frac{\begin{matrix} RAR \\ (Прибуток\ з\ урахуванням\ ризику) \end{matrix}}{\begin{matrix} RAC \\ (Ризик - Капітал) \end{matrix}} = \frac{\begin{matrix} Прямі\ і\ непрямі\ доходи - \\ Прямі\ і\ непрямі\ витрати - \\ Очікувані\ збитки \\ (кредитний, ринковий, \\ операційний, та\ ін. ризики) \end{matrix}}{\begin{matrix} Економічний\ капітал, необхідний\ для \\ покриття\ непередбачуваних\ втрат \\ (кредитний, ринковий, \\ операційний, та\ ін. ризики) \end{matrix}}$$

Економічний капітал — це величина капіталу, необхідна банку для покриття фінансових ризиків, з якими він стикається, в рамках підтримки певного рівня платоспроможності. Інакше кажучи, це рівень капіталу, який необхідно підтримувати банку для покриття певної бізнес-діяльності в разі реалізації непередбачених ризиків із заданою вірогідністю. Економічний капітал розраховується, виходячи з агрегованого розподілу ризиків банку для обраного стандарту платоспроможності. При цьому всі оцінки ризиків повинні бути приведені до одного горизонту капіталізації (як правило — 1 рік).

Економічний капітал захищає акціонерів від непередбачених змін у доходах банку. Стандарт цільової платоспроможності зазвичай виражається у вигляді кредитного рейтингу: чим вище кредитний рейтинг, тим менше ймовірність дефолту банку. Однак чим вище надійність, тим, у загальному випадку, менше і фінансова прибутковість, яку може отримати банк у разі, коли прийняті банком ризики не реалізуються. За цих умов, власники банку повинні визначитися з рівнем бажаної прибутковості і ризику за допомогою завдання відповідного рівня цільової платоспроможності банку і рівня прибутковості власного капіталу.

Отже, економічний капітал дозволяє адекватніше оцінювати платоспроможність банку, ніж це можна зробити на підставі аналізу балансових / позабалансових статей і фінансових результатів, відображених у бухгалтерській звітності.

Зв'язок між показниками *RARORAC* і *EVA* можна визначити за формулою:

$$RARORAC = EVA / RAC + HR_{Capital} = RAR / RAC.$$

Операція вважається ефективною, якщо $RARORAC >= HR_{Capital}$..

[1] Базельський комітет з питань банківського нагляду — Режим доступу : http:/www.bis.org/pub/bcbs107.htm

При $RARORAC > HR_{Capital}$, створюється економічний прибуток (економічна додана вартість).

У разі, коли в наведеній формулі використовується величина капіталу, необхідного регулюючими органами для ведення даного бізнесу, відповідний показник носить назву RAROC (Risk-Adjusted Return on Capital). У фінансових установах можливо використовувати показник RORAC (Return on Risk-Adjusted capital).

Можна сказати, що ***RARORAC*** є інтегрованим підходом, який пов'язує ризик, капітал і вартість. Цей підхід дозволяє оцінювати поточну і майбутню вартість банку в розрізі різних напрямків бізнесу і типів ризику, піддавати оцінці всі ризики, які бере на себе банк, вимірювати економічний капітал («ризик-капітал») на базі кожного взятого окремо ризику, а також враховувати їх кореляцію.

За умови надмірної капіталізації (наявний регулятивний капітал більше економічного капіталу, розподіленого під прийняті банком ризики), надлишок капіталу вказує на можливість інвестування вільних фінансових ресурсів з метою отримання додаткових доходів і збільшення прибутковості капіталу з урахуванням виникаючих при цьому ризиків.

У випадку, коли сукупний економічний капітал («ризик-капітал») банку, необхідний для проведення всіх банківських операцій, перевищує реально наявний регулятивний капітал, це означає, що банку загрожує можливість банкрутства. За цих умов мають бути розроблені заходи щодо зниження загальних ризиків банку, які включають різні стратегії хеджування, агрегування ризиків, оптимізації, диверсифікації та переміщення ризиків. Виключно важливу роль відіграє вимір ризику. З цього приводу виникаючі в процесі проведення активних операцій втрати мають поділятися на дві категорії — очікувані (середні) і непередбачені (випадкові) втрати[1].

Під очікуваними втратами розуміється певний середній рівень втрат, що виникають при проведенні операцій. Дані втрати повинні компенсуватися за рахунок формування резервів і включення вартості даних резервів до ціни відповідних товарів, тобто. дані втрати не повинні покриватися за рахунок власних коштів банку.

Під непередбаченими (випадковими) втратами розуміються можливі відхилення в гіршу сторону рівня реальних втрат від рівня очікуваних втрат (середнього рівня втрат). При цьому на великих часових інтервалах (при проведенні великої кількості операцій) випадкові втрати повинні компенсуватися випадковими рівнозначними доходами. Випадкові втрати здебільшого повинні покриватися за рахунок економічного капіталу («ризик-капіталу»),

[1] .[Електронний ресурс]. — Режим доступ :http://www.riskland.ru/

значення якого не повинно бути більше власного капіталу банку. Таким чином, економічний капітал являє собою частину капіталу банку, яку акціонери готові піддати ризику, тобто втратити з певною імовірністю (наприклад, 1 %) протягом деякого періоду (наприклад, 1 року) за умови збереження бізнесу.

Разом з очікуваними і випадковими втратами існують також катастрофічні або екстремальні втрати. Ці втрати розглядають як окремий, граничний рівень випадкових втрат, при яких зберігання бізнесу в колишній формі неможливо. Тобто ці втрати не можуть бути покриті за рахунок «капіталу під ризиком". Стратегія банку повинна будуватися таким чином, щоб уникнути катастрофічних втрат, обмежуючи максимальні збитки «капіталом під ризиком». Засобами для запобігання катастрофічних втрат можуть служити скорочення обсягів операцій при зростанні втрат і наближенні їх рівня до критичних значень, а також страхування окремих видів ризиків.

Отже, обмеження і утримання рівня випадкових втрат у рамках встановленого «ризик-капіталу» можна вважати основним практичним завданням управління ризиками.

Крім того, кредитний ризик пов’язаний з двома основними кінцевими оцінками втрат: очікуваних і непередбачуваних. Оцінка кредитного ризику може здійснюватися, виходячи з двох позицій: оцінки кредитного ризику окремої операції і портфеля операцій.

Для оцінки кредитних ризиків портфеля вводиться поняття групи ризику кредитного продукту. Належність кредиту до однієї з груп ризику повинно визначатися внутрішньою рейтинговою системою банку.

Очікувані втрати представляють собою середні втрати за окремою кредитною операцією (кредитного портфеля). Ці втрати повинні, як мінімум, покриватися доходами від кредитного портфеля або операції, інакше портфель або операція будуть збитковими.

З позицій бухгалтерського обліку, очікувані втрати визначають рівень резервів, які необхідно сформувати під кредитну операцію (портфель кредитів). Вартість формування резервів повинна покриватися за рахунок доходів від кредитних операцій, тобто закладатися у вартість кредитного продукту в якості надбавки за кредитний ризик. Розрахунок очікуваних втрат і формування резервів за своєю суттю дозволяє здійснити оцінку «ринкової вартості» тієї чи іншої кредитної операції, тобто переоцінити портфель кредитів на будь-який момент з урахуванням кредитного ризику.

В якості покриття непередбачених втрат повинен виступати власний капітал банку. Саме рівень непередбачених втрат визначає реальний рівень кредитного ризику операції і кредитного портфеля загалом.

Крім наведених підходів оцінки кредитного ризику, слід відзначити:

- підхід, заснований на матрицях перехідних ймовірностей (реалізований у програмному продукті CreditMetrics™ компанії «Дж. П. Морган»);
- підхід, заснований на імовірнісному моделюванні процесу збитків кредитного портфеля (реалізований у програмному продукті CreditRisk+™ компанії «Кредит Свісс Ферст Бостон»);
- структурний підхід, заснований на моделі оцінки опціонів Блека-Шоулса (реалізований у програмному продукті CreditMonitor ™);
- підхід, заснований на обліку макроекономічних чинників (програмний продукт CreditPortfolioView™) та ін.

Базельська угода по капіталу передбачає включення в схему розрахунку достатності капіталу банку під ринковий ризик[1]. Ринковий ризик визначався як ризик втрат за балансовими і позабалансовим позиціям, що виникає у результаті змін ринкових цін. Найпоширенішою методологією оцінки ринкових ризиків є *VaR*-методологія. Value at Risk (*VaR*) являє собою оцінку величини максимальних втрат портфеля, очікуваних протягом заданого часового горизонту із заданою вірогідністю. Існує три основні методи розрахунку *VaR*: метод історичного моделювання, метод статистичних випробувань Монте-Карло, аналітичний (коваріаційний, дельта-нормальний).

На сьогоднішній день концепція ризикової вартості — *VaR* — міцно завоювала своє місце в фінансовому світі не тільки як поширений методологічний стандарт для оцінки ринкових ризиків, а й як стандарт надання інформації про сукупний ризик компаній (банку).

Незважаючи на популярність, VaR-оцінки мають ряд суттєвих недоліків:

- не враховується можливість великих втрат, які можуть статися;
- не враховується ризик ліквідності ринку (фінансового інструменту);
- існує можливість недооцінки ризику і понесення банком великих втрат.

Проте, методологія VaR є універсальним, порівняно простим і ефективним інструментом контролю за ринковими ризиками банків.

Кількісна оцінка величини операційного ризику передбачає виявлення на якісному рівні всіх операцій банку, що містять у собі потенційні операційні ризики. На основі цього аналізу можна класифікувати операції за рівнем прийнятих операційних ризиків, виділити групи операцій, які є найбільш ризикованими[2]. Дана класифікація дозволяє визначити методи і послідовність дій по управлінню операційними ризиками.

---

[1] *Міщенко В.* Базель ІІІ: нові підходи до регулювання банківського сектору / В.Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. — 2011. — Січень. — С. 4–9.

[2] *Міщенко В.* Базель ІІІ: нові підходи до регулювання банківського сектору / В.Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. — 2011. — Січень. — С. 4–9.

Визначити операційні ризики в банку, можливо за допомогою аналізу витрат на основі даних бухгалтерського та / або аналітичного обліку. Предметом даного аналізу є витрати, безпосередньо пов'язані з реалізованими операційними ризиками (штрафи, пені та ін.), а також операційні витрати (явні або обумовлені), виникнення яких не може бути обумовлено ціновими зрушеннями або кредитними подіями. Аналіз витрат дозволяє виявити джерела операційних ризиків, а також дати їм кількісну або статистичну оцінку.

Разом з виявленням і оцінкою операційних ризиків, доцільно визначити певний набір операційних індикаторів, моніторинг яких дозволяв би вчасно виявити зростання рівня операційних ризиків і прийняття відповідних заходів. Прикладом таких індикаторів можуть служити: рівень «плинності» персоналу, рівень обсягів операцій на одного співробітника та ін.

Зменшення обсягу операційних ризиків у банках можливо досягти шляхом:

- мінімізації операційних ризиків за рахунок впровадження організаційних заходів без скорочення обсягів операцій;
- обмеження обсягів операцій, які знаходяться під операційним ризиком, шляхом обмеження і прив'язки до величини «ризик-капітал»;
- перерозподілу частини операційних ризиків шляхом страхування, якщо це можливо.

У банківській практиці мають використовуватись такі підходи до оцінки операційного ризику і розрахунку економічного капіталу, необхідного для покриття опреційного ризику:

- підхід на основі базового індикатора (Basic Indicator Approach) — у цьому випадку використовується один базовий індикатор. Розмір капіталу для покриття операційного ризику становить 15 % від чистого операційного доходу;
- стандартний підхід (Standardized Approach) — розділяє банківські операції за стандартними напрямками діяльності. Для кожного напряму діяльності встановлюється свій коефіцієнт покриття;
- прогресивний підхід оцінки (Advanced Measurement Approach) — використовуються внутрішні системи виміру операційного ризику.

Отримані результати дослідження доводять, що прийняття зважених управлінських рішень у банківській діяльності неможливе без використання методології *RARORAC*. Використання саме цієї методології забезпечує інформацією щодо створення банком економічного капіталу, адекватності економічний капітал банку по відношенню до заданого рівня платоспроможності (визначення рейтингу банку); розподілу економічного капіталу банку в розрізі окремих категорій ризику.

Оцінка кредитних та операційних ризиків на вищому рівні дозволять банкам отримати конкурентні переваги в процесі оптимізації управління кредитними позиціями та економічним капіталом на підставі постійного моніторингу рівня ризику кредитного портфеля та формування відповідних лімітів.

3.4. Роль фінансових посередників у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційно-інвестиційної активності вітчизняних підприємств

Сьогодні надзвичайно актуальним завданням для України є формування інноваційної економіки, оскільки сучасним науковим товариством доведено, що поліпшення конкурентоспроможності як підприємств, так і країн у цілому, неможливе без підвищення інноваційної складової в економічному розвитку. Відмінною ознакою такої економіки стає постійна поява нових продуктів і послуг, а також коротший термін життєвого циклу інновацій. Інноваційний характер економіки є засобом поліпшення функціонування господарських систем, підвищення продуктивності праці, і, в підсумку — поліпшення якості життя населення, що є глобальною метою будь-якої держави.

Від того, наскільки значною буде інноваційна складова економічного розвитку країни, залежить її роль і місце у світовій економічній системі, стабільність і рівень розвитку національної економіки сьогодні і в майбутньому. Дане питання є особливо важливим для нашої країни, яка активно шукає своє власне місце у світовій економічній і політичній системі.

Важливу роль у процесі забезпечення стабілізації розвитку економіки України, яка взяла курс на інноваційні перетворення, відіграють фінансові та кредитні ресурси. Проблема пошуку джерел фінансування та кредитування інноваційного розвитку набула сьогодні особливої гостроти і потребує здійснення комплексних досліджень у цьому напрямі.

На підставі аналізу певного кола показників міжнародними уповноваженими установами формується рейтинг інвестиційної привабливості країн світу. На сьогодні в Україні оприлюднюється значна кількість таких рейтингів, серед яких варто розглянути такі:

- рейтинг конкурентоспроможності країн, що визначається представниками Всесвітнього економічного форуму, де Україна в 2016 р. знаходилася на 85-й позиції зі 140. Для порівняння, у 2015 р. даним рейтингом Україні присвоєно 79-е місце, а в 2014 р. — 76-е[1];

[1] *Назимко К.* Рейтинг інвестиційної привабливості: Україна котиться вниз. Що чиновникам варто терміново зробити / К. Назимко [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://forbes.net.ua/ua/opinions/1421796-rejting-investicijnoyiprivablivosti-ukrayina-kotitsya-vniz.

- рейтинг інвестиційної привабливості HWWI — спільно з німецькою аудиторською компанією BDO AG (BDO International Business Compass (IBC). Порівняно з минулим роком Україна в даному рейтингу опустилася на 41 сходинку та в рейтингу за 2016 р. посіла 130-е місце із 174 країн. А в 2015 р. порівняно з 2014 р. — піднялася на 20 позицій (зі 109-го місця)[1];

- індекс інвестиційної привабливості, що присвоює Європейська бізнес-асоціація (ЄБА), ґрунтується на даних опитування топ-менеджменту провідних транснаціональних корпорацій. За його результатами 2016 р. Україні присвоєно оцінку 2,85 бали із 5 можливих (у 2015 — 2,57, у. 2014 — 2,5). У першій половині 2017 р. цей індекс зріс до 3,15 балів. При цьому даний показник є найвищим за останні шість років. Весь час він поступово зростав у середньому на 0,3 п. п. кожні шість місяців (відповідно до запропонованої методики максимальний рівень індексу інвестиційної привабливості становить 5 балів)[2]. Тому перспективними є оптимістичні очікування щодо зростання рівня інвестиційної привабливості України серед інших країн світу.

Основним показником обсягів інвестиційної активності вітчизняних підприємств є капітальні інвестиції. Тому варто провести аналіз їх обсягу за напрямами розміщення та динаміки з метою визначення частки інноваційних інвестицій у їх структурі (рис. 3.4.1, табл. 3.4.1). Інвестиції в матеріальні активи включають придбання нових машин та обладнання, інвентарю та інструментів, капітальний ремонт основних засобів. До інвестицій в нематеріальні активи належить придбання та розроблення програмного забезпечення, баз даних, патентів, авторських і суміжних прав тощо.

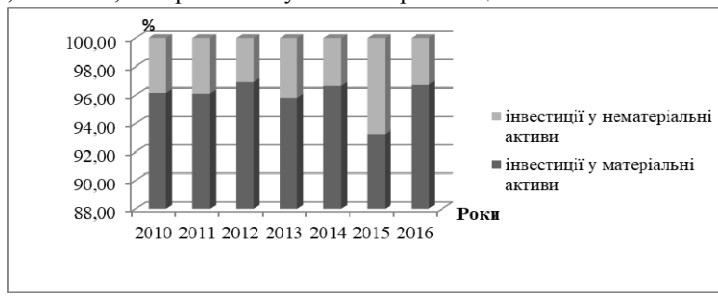


Рис. 3.4.1. Структура капітальних інвестицій за видами активів вітчизняних підприємств за 2010–2016 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі[3]

[1] BDO IBC Overall ranking [Electronic resource]. — Access mode: https://www.bdo-ibc.com/index/global-comparison/ overall-index/.

[2] Індекс інвестиційної привабливості України став найвищим за шість років // Європейська правда [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.eurointegration.com.ua/news/2017/07/3/7067975/

[3] Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua

Із рис. 3.4.1 видно, що частка інвестицій у нематеріальні активи є дуже низькою і упродовж аналізованого періоду має регресійну тенденцію (за 2016 р. частка капітальних інвестицій у нематеріальні активи становила лише 3,29 %). При цьому саме нематеріальним активам притаманна інноваційність у формі власних науково-технічних розробок, оскільки виготовленню нових видів продукції чи обладнання передує їх проектування та патентування. Тобто навіть ті підприємства, що здійснюють інноваційну діяльність, надають перевагу придбанню готових проектів, а не розробленню власних (частка права на комерційні позначення, об'єкти промислової власності, авторські та суміжні права, патенти, ліцензії становить лише 1,16 % за підсумками 2016 р., що на 3,4 п.п. менше порівняно із 2015 р.). Причинами даного явища може бути слабкий науковий потенціал інноваційних галузей, відсутність інноваційної інфраструктури, тобто науково-дослідних лабораторій, конструкторських бюро тощо.

Таблиця 3.4.1

Структура капітальних інвестицій за видами активів за 2010–2016 рр., %

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Усього	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**
інвестиції у матеріальні активи	96,17	96,11	96,93	95,81	96,63	93,27	96,71
житлові будівлі	14,26	11,02	12,54	14,46	15,12	16,70	12,49
нежитлові будівлі	20,58	20,35	20,04	18,11	18,62	15,87	16,54
інженерні споруди	21,63	24,01	22,46	20,75	21,24	18,65	18,80
машини, обладнання та інвентар	29,94	29,75	28,18	31,63	31,42	30,91	34,28
транспортні засоби	6,11	7,05	9,89	6,50	6,30	7,19	10,21
Земля	0,65	0,94	0,64	0,41	0,46	0,53	0,53
довгострокові біологічні активи рослинництва та тваринництва	1,00	1,20	0,65	0,94	0,93	1,01	0,88
інші матеріальні активи	2,01	1,80	2,52	3,01	2,55	2,40	2,98
інвестиції у нематеріальні активи	3,83	3,89	3,07	4,19	3,37	6,73	3,29
з них:							
права на комерційні позначення, об'єкти промислової власності, авторські та суміжні права, патенти, ліцензії, концесії тощо	1,69	1,70	1,34	2,25	1,36	4,56	1,16
програмне забезпечення та бази даних	1,55	1,35	1,25	1,39	1,46	1,80	1,76

Джерело: розраховано автором на основі[1]

[1] Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua

Ще однією важливою характеристикою інвестиційного потенціалу країни є аналіз напрямів розміщення інвестиційних коштів за видами економічної діяльності. Беззаперечним лідером за даним показником за 2016 р. є промисловість (32,80 %). Високим рівнем інвестицій відзначилося будівництво (12,40 %), сільське господарство (14,10 %), транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність (7,00 %). При цьому надзвичайно низьким є рівень інвестицій у професійну, науково-технічну діяльність — 1,80 % та освіту як передумову інноваційного розвитку — лише 0,60 %.

У табл. 3.4.2 наведено структуру капітальних інвестицій за джерелами фінансування, за даними якої частка власних коштів підприємств за підсумками 2016 р. становить 69,25 % і має тенденцію до зростання.

Таблиця 3.4.2

Структура капітальних інвестицій за джерелами фінансування за 2010–2016 рр., %

Показники	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Усього	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**
у т.ч. за рахунок							
коштів державного бюджету	5,66	7,20	5,96	2,47	1,25	2,53	2,58
коштів місцевих бюджетів	3,17	3,21	3,13	2,72	2,70	5,22	7,47
власних коштів підприємств та організацій	61,68	61,16	62,64	66,35	70,47	67,50	69,25
кредитів банків та інших позик	12,68	15,19	14,54	13,90	9,91	7,59	7,55
коштів іноземних інвесторів	2,06	2,09	1,79	1,71	2,57	3,00	2,74
коштів населення на будівництво житла	10,46	7,29	8,26	9,63	10,06	11,71	8,33
інших джерел фінансування	4,29	3,86	3,67	3,22	3,05	2,44	2,09

Джерело: розраховано автором на основі[1]

Питома вага коштів державного бюджету становить лише 7,47 %. Це свідчить про те, що фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності покладено на самих підприємців без достатнього рівня державної підтримки або стимулювання. Частка кредитів банків, інших позик та інших джерел фінансування є незначною і має регресивну тенденцію. Це свідчить про непопулярність використання залучених і запозичених ресурсів для капітальних інвестицій серед суб'єктів вітчизняного бізнесу у зв'язку із нестабільною

[1] Там само.

політико-економічною ситуацією в країні і необхідністю спрямовувати вільні кошти на інші важливіші цілі.

Що ж до нових або удосконалених технологій, обладнання та продуктів, створених на основі нових знань або рішень, то в розвинутих країнах Заходу на їх долю, припадає від 70 до 85 % ВВП[1]. Натомість в Україні частка високотехнологічної продукції ледь перевищує 1 %[2]. В сучасних умовах розвитку нашої держави необхідність створення та впровадження інновацій є пріоритетним завданням для подолання кризових явищ в економіці та забезпечення стабільного розвитку.

За даними Державної служби статистики України, у 2015 р. 17,3 % підприємств України здійснювали інноваційну діяльність[3]. При цьому у внутрішній структурі такої діяльності, 80,65 % витрат займало придбання машин, обладнання та програмного забезпечення, а витрати на ведення власних науково-технічних розробок становили лише 14,76 % (табл. 3.4.3).

Таблиця 3.4.3

Інноваційна активність вітчизняних підприємств упродовж 2010–2015 рр.

Роки	Питома вага підприємств, що займалися інноваціями, %	Приріст до попереднього року, %	Загальна сума витрат на провадження інноваційної діяльності, млн. грн.	Приріст до попереднього року, %
2010	13,8	-	8045,5	-
2011	16,2	17,39	14333,9	78,16
2012	17,4	7,41	11480,6	-19,91
2013	16,8	-3,45	9562,6	-16,71
2014*	16,1	-	7695,9	-
2015**	17,3	-	2039,5	-

*Дані наведено без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини зони проведення антитерористичної операції.

**Безпосереднє порівняння даних за 2014 та 2015 рр. з аналогічними даними попередніх років є некоректним.

Джерело: розраховано автором на основі[4]

Із даних табл. 3.4.3 видно, що частка підприємств, які здійснюють інноваційну діяльність в Україні, як і сукупна сума витрат на провадження

[1] *Куценко Т. М.* Зарубіжний досвід створення системи фінансування інновацій / Т. М. Куценко // Зовнішня торгівля: право, економіка, фінанси. — 2013. — №2. — С. 123-129.

[2] *Владимир О.* Роль банківських установ у фінансуванні інноваційного розвитку економіки України / О. Владимир // Соціально-економічні проблеми і держава. — 2013. — Вип. 2(9). — С. 34-43.

[3] Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.

[4] Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.

такої діяльності, упродовж 2010–2015 рр. зменшується, що свідчить про недостатній розмір фінансування інноваційно-інвестиційної активності вітчизняних підприємств.

За аналізований період частка підприємств, що здійснюють інноваційну діяльність, зросла несуттєво. При цьому динаміка темпів приросту, на нашу думку, відповідає стану економіки країни в цілому. У 2010–2012 рр. за умов відносної соціально-політичної стабільності, незважаючи на недостатній економічний потенціал, частка інноваційних підприємств усе ж помітно зростає. За підсумками 2013 р. (початок Євромайдану і Революції гідності) відбувається скорочення частки підприємств, що здійснюють інноваційну діяльність, у їх загальній сукупності. Показники кількості підприємств у 2014 р. хоча і залишилися на попередньому рівні, а в 2015 р. навіть зросли, є некоректними для аналізу, оскільки не охоплюють тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини зони проведення антитерористичної операції. Відповідно, за умови незмінності показників, можна говорити про скорочення частки інноваційних підприємств на конституційній території України.

Найбільша частка підприємницьких структур, що впроваджували організаційні інновації належить підприємствам з виробництва устаткування, харчових продуктів, хімічної та нафтохімічної промисловості.

Найактивнішими суб'єктами господарювання, що впроваджували маркетингові інновації, були підприємницькі структури переробної промисловості, харчових продуктів, напоїв, з виробництва машин та устаткування. У цілому можна спостерігати тенденцію до збільшення інновацій у галузях як з незначною інновативністю, а саме харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів, так і в високотехнологічних секторах економіки, а саме безпосередньо у виробництві устаткування. Проте, варто зазначити, що без належної інвестиційної підтримки інноваційні процеси в Україні розвивались регресивно, в основному з використанням науково-технологічних надбань попередніх років.

Загальна сума витрат на провадження інноваційної діяльності зменшилася за аналізований період і за підсумками 2014 р. сягнула рівня 2010 р. У зв'язку з цим ми дослідили можливі джерела фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств і пропонуємо поділити їх на дві групи залежно від суб'єкта фінансування: 1) власні — фінансові ресурси надходять із внутрішніх джерел суб'єкта господарювання і залежать безпосередньо від нього; 2) залучені та позикові — джерелами фінансування є фінансові ресурси зовнішніх економічних суб'єктів: держави та її інститутів, міжнародних організацій, професійних учасників фінансового ринку, інших нефінансових установ (табл. 3.4.4).

Таблиця 3.4.4

Класифікація джерел фінансово-кредитного забезпечення інвестиційно-інноваційної активності вітчизняних підприємств

Назва джерела	Суб'єкт фінансування	Джерела фінансово-кредитного забезпечення
Власні	вітчизняні підприємства	грошові заощадження засновників, поворотна фінансова допомога від засновників
		чистий прибуток
		амортизаційні відрахування
		кошти від продажу ліквідних активів
		власний капітал (зареєстрований, капітал у дооцінках, додатковий, резервний, нерозподілений прибуток)
		грошові фонди
Залучені та позикові	держава та її інститути	фінансування у вигляді дотацій, субвенцій, програмно-цільове фінансування, державні кредити
	фінансові посередники (банківські установи, небанківські фінансово-кредитні установи)	кредити банків; позики кредитних спілок, ломбардів; довгострокова оренда майна (лізинг); кошти факторингових та форфейтингових компаній у вигляді викупу дебіторської заборгованості; страхове відшкодування (при настанні страхового випадку або закінченні терміну дії договору страхування); довгострокове фінансування нових фірм (start up фінансування), підприємств, що розвиваються, а також тих, які знаходяться на межі банкрутства, венчурними компаніями; інвестиційне кредитування наукових досліджень та розробок, а також інших форм інноваційної діяльності інноваційними компаніями; купівля права на використання розробленої моделі ведення бізнесу (франчайзинг); випуск та розміщення акцій та інших цінних паперів підприємства
	нефінансові установи	спонсорські кошти, доброчинні внески, товарні кредити, краудфандинг
	міжнародні організації	фінансування в процесі реалізації спеціальних міжнародних програм розвитку вітчизняного бізнесу

Джерело: систематизовано автором

Система фінансування інноваційних розробок і реалізації інноваційних проектів за кордоном (у США, Японії, країнах ЄС) характеризується наявністю множинності джерел надходження коштів: від держави (через державний бюджет або спеціальні фонди, якими розпоряджаються державні органи); від

промислових компаній і транснаціональних корпорацій (за рахунок власних джерел); від вищих навчальних закладів (приватні і державні); від некомерційних організацій (дослідних корпорацій бізнесу, професійних науково-технічних товариств, приватних благодійних фондів, незалежних дослідницьких центрів та інститутів), за рахунок іноземних інвестицій.

Динаміку структури джерел фінансування інноваційної діяльності бізнесу в Україні, за даними Державної служби статистики України, наведено в табл. 3.4.5.

Таблиця 3.4.5

Джерела фінансування інноваційної діяльності вітчизняних підприємств за 2010–2015 рр.

Роки	Загальна сума витрат, млн грн	У тому числі за рахунок							
		власних коштів, млн. грн	Питома вага, %	державного бюджету, млн грн	Питома вага, %	коштів іноземних інвесторів, млн грн	Питома вага, %	інших джерел (у т.ч. за рахунок коштів фінансових посередників) млн грн	Питома вага, %
2010	8045,5	4775,2	59,35	87	1,08	2411,4	29,97	771,9	9,59
2011	14333,9	7585,6	52,92	149,2	1,04	56,9	0,40	6542,2	45,64
2012	11480,6	7335,9	63,90	224,3	1,95	994,8	8,67	2925,6	25,48
2013	9562,6	6973,4	72,92	24,7	0,26	1253,2	13,11	1311,3	13,71
2014*	7695,9	6540,3	84,98	344,1	4,47	138,7	1,80	672,8	8,74
2015*	13813,7	13427	97,20	55,1	0,40	58,6	0,42	273	1,98

* дані наведені без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини зони проведення антитерористичної операції.

Джерело: розраховано автором на основі[1]

На підставі даних табл. 3.4.5 ми можемо зробити висновок, що за 2010–2015 рр. загальна сума витрат на інноваційну діяльність підприємств зросла на 71,69 % (незначне зменшення спостерігається лише упродовж 2013–2014 рр. — початку фази стагнації у розвитку національної економіки). При цьому основна питома вага припадає на власні кошти підприємств (у 2015 р. — 97,20 %, що на 12,22 п.п. більше, ніж у 2014 р.). Питома вага інших джерел фінансування інноваційної діяльності підприємств України (в т.ч. за рахунок коштів фінансових посередників) зменшується і за 2015 р. становить лише

[1] Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.

1,98 %, що, на нашу думку спричинено насамперед політико-економічною кризою, яка призвела до здорожчання обслуговування позикових коштів для підприємств. З нашої точки зору, фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств може здійснюватися фінансовими посередниками, насамперед, у формі банківського кредиту, лізингу, факторингу, форфейтингу, венчурного фінансування (рис. 3.4.2). Для порівняння, у розвинутих країн серед фінансових інститутів, які беруть участь в інноваційній діяльності, найактивнішими є недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, комерційні банки, венчурні фонди[1].

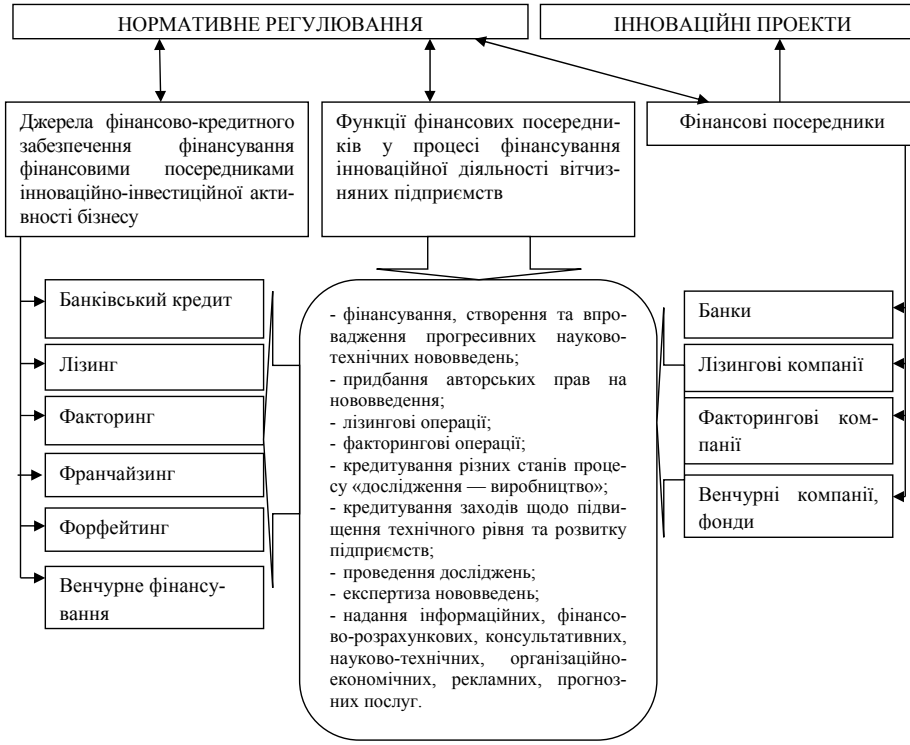


Рис. 3.4.2. Роль фінансових посередників у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційно-інвестиційної активності вітчизняних підприємств

Джерело: авторська розробка

[1] *Пальчевич Г. Т.* Джерела фінансового забезпечення інноваційної діяльності та механізми їх залучення / Г. Т. Пальчевич // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. — 2010. — № 18, Ч. 2. — С. 23-28.

Важлива роль у цьому процесі відводиться комерційним банкам як інвесторам інноваційних проектів. На думку Васильєвої Т. А., вони не лише здійснюють пропозицію інноваційних ресурсів, а й є потужними інформаційними посередниками, впливають на процеси ціноутворення на ринку інноваційного інвестування та формують його структуру[1].

Як свідчить світовий досвід, саме комерційні банки в умовах розвинутої ринкової економіки мають виступати в ролі організаторів і фінансових ініціаторів здійснення інвестиційних та інноваційних проектів. Лише комерційні банки здатні відігравати вирішальну роль у мобілізації фінансових інвестиційних ресурсів, виступаючи як провідники, а в ряді випадків — як фінансові гаранти вживаних інвестиційних заходів.

Мобілізуючи ресурси для фінансування інвестиційних та інноваційних проектів, комерційні банки мають можливість прямого виходу на світовий фінансовий ринок із метою масового залучення іноземного капіталу для реалізації проектів. Вони можуть брати безпосередню участь у розробці пілотних проектів, інноваційних та інвестиційних програм, здійснюваних за участю іноземного капіталу, виконуючи функції одного із фінансових агентів уряду, щоб забезпечити ефективне та надійне розміщення зарубіжних інвестицій у національну економіку.

Дані лінії тренду, що зображена на рис. 3.4.3, свідчать про нарощування упродовж 2010–2016 рр. обсягів кредитів, наданих вітчизняними банками юридичним особам (окрім 2015 р.). У той же час, у 2015 р. обсяг кредитів виданих юридичним особам суттєво знизився — на 11 %. Така ситуація пов'язана, насамперед, з політико-економічною кризою, яка розпочалася в країні у 2014 р. У цей період курс долара різко зріс, у результаті чого відбулось знецінення національної валюти, що призвело, у свою чергу, до зменшення ресурсів банку, а відтак — до припинення кредитування багатьма банківськими установами.

Однак у реальному секторі національної економіки потенціал банківської системи щодо кредитування інвестиційної діяльності майже не використовується. Головним джерелом фінансування капітальних інвестицій залишаються обмежені (в умовах падіння прибутковості) власні кошти підприємств, питома вага яких у загальному обсязі інвестицій становить 72 % у 2013 р. У противагу банківське інвестиційне кредитування має усталену тенденцію до згортання: випереджаючими темпами скорочується довгостро-

[1] *Васильєва Т. А.* Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи і ринку інноваційного інвестування / Т. А. Васильєва // Вісник СумДУ. — Серія «Економіка». — 2008. –№ 1. — С. 168-175.

кове інвестиційне кредитування. За 2012–2016 рр. відбулося суттєве зниження обсягів кредитного фінансування інвестицій на 6,99 п.п., а також обсягу фінансування інноваційної діяльності з інших джерел (у т.ч. за рахунок коштів фінансових посередників) на 11,77 п. п. за 2012–2015 рр. Про це свідчать показники табл. 2 та 5.

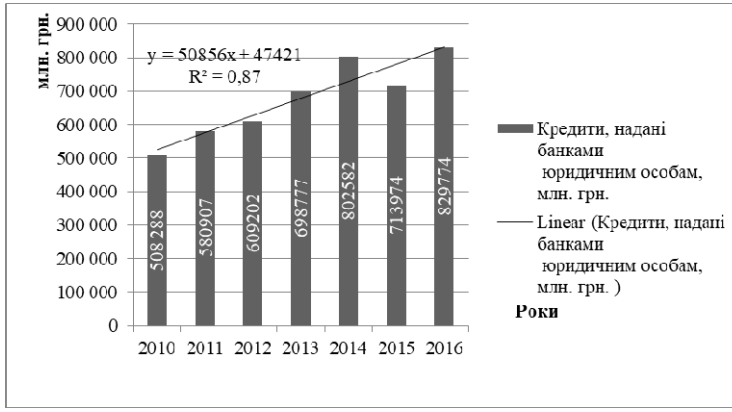


Рис. 3.4.3. Динаміка кредитів, наданих вітчизняними банками юридичним особам за 2010–2016 рр., млн грн

Джерело: побудовано автором на основі[1]

Тому, одним із шляхів розв'язання проблем інвестування фінансових ресурсів у інноваційну діяльність є лізинг. З одного боку, лізинг — це одна із форм кредитування, оскільки така форма фінансової операції передбачає вкладення ресурсів на умовах платності та повернення. З іншого боку, це своєрідна форма інвестиційного фінансування, адже капітал, з яким здійснюються лізингові операції, виражається не у фінансовій, а у натуральній формі. Лізинг є також особливим видом оренди та формою матеріально-технічного постачання виробництва.

Найпопулярнішими предметами лізингу у 2010–2016 рр. були: транспортні засоби (легкові автомобілі, транспорт для вантажоперевезень) (51–75 % вартості усіх договорів фінансового лізингу); техніка, машини і обладнання для сільського господарства (10–20 %); будівельне обладнання і техніка (3,9–5,9 % з 2015 р.)[2].

[1] Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.bank.gov.ua.

[2] Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nfp.gov.ua.

Упродовж 2010–2013 рр. відбувалося пожвавлення на ринку фінансового лізингу після світової економічної кризи: вартість договорів фінансового лізингу зросла на 26,58 млрд грн. Як зазначають експерти[1], зростання вказаного ринку та обсягу нових угод у 2011 р. відбувалося завдяки активізації діяльності в окремих галузях економіки (в сільському господарстві і будівництві), завдяки впровадженню лізинговими компаніями нових цікавих програм фінансування в цих сферах, виходу на ринок нових великих гравців, набуттю чинності Податкового кодексу, який зробив лізинг привабливішим для всіх учасників ринку. За 2014–2015 рр. вартість послуг фінансового лізингу збільшилася на 16,06 млрд грн (кількість договорів — на 9964 од.) у зв'язку із нестабільною політико-економічною ситуацією у країні. З 2016 р. спостерігається пожвавлення на ринку фінансового лізингу: приріст вартості договорів фінансового лізингу порівняно із 2015 р. становив 49,84 %.

Найбільші споживачі лізингових послуг за підсумками 2015–2016 рр. наведені на рис. 3.4.4[2]. Як свідчать дані рис. 3.4.4, лідерами на ринку фінансового лізингу упродовж 2015–2016 рр. є такі галузі, як транспорт і сільське господарство. Тому, з нашої точки зору, саме у цих галузях активно проваджуються досягнення науково-технічного прогресу, оскільки завдяки фінансовому лізингу відбувається технічне переоснащення, освоєння підприємства нових технологій та інновацій, підвищується гнучкість та ефективність економіки.

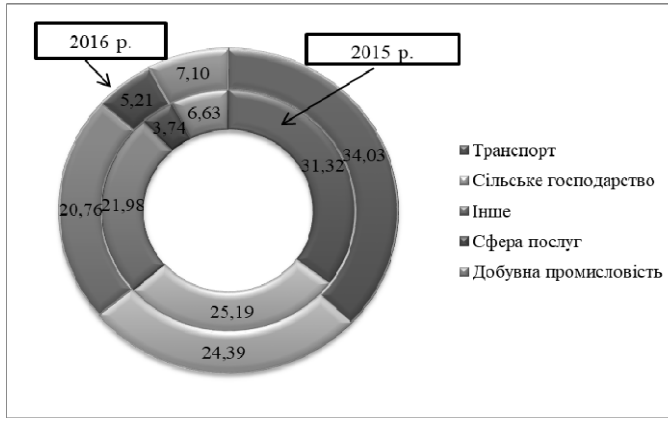


Рис. 3.4.4. Найбільші споживачі послуг фінансового лізингу в Україні за 2015–2016 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі[3]

[1] Путівник у світі бізнес-фінансів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.prostobiz.ua

[2] Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nfp.gov.ua.

[3] Там само.

Ще одним інструментом фінансово-кредитного забезпечення інноваційно-інвестиційної діяльності вітчизняних підприємств є факторинг. Основним документом, який містить визначення поняття факторингу, є Конвенція «Про міжнародний факторинг» (Convention on International Factoring — UNIDROIT), підписана 28 травня 1988 р. у м. Оттава[1].

Ринок факторингових послуг в Україні є відносно молодим (діє з 2001 р.) і перебуває на стадії формування, а тому такий вид фінансування, як кредити факторингових компаній у вигляді викупу дебіторської заборгованості, в нашій державі не є популярним. На українському ринку станом на 31.12.2016 р. у Державному реєстрі фінансових установ містилася інформація про 545 фінансових компаній, які мають право надавати послуги факторингу. Протягом 2016 р. фінансові компанії уклали 33511 договорів факторингу (що на 75,1 % більше, ніж за підсумками 2015 р.) на загальну суму 16 887,6 млн грн (на 11,5 % більше порівняно із попереднім роком)[2].

Тенденції динаміки основних показників факторингових послуг аналогічні до показників послуг, які надавалися на ринку фінансового лізингу упродовж 2010–2016 рр. Тому вважаємо за доцільне навести порівняння їх основних показників на рис. 3.4.5.

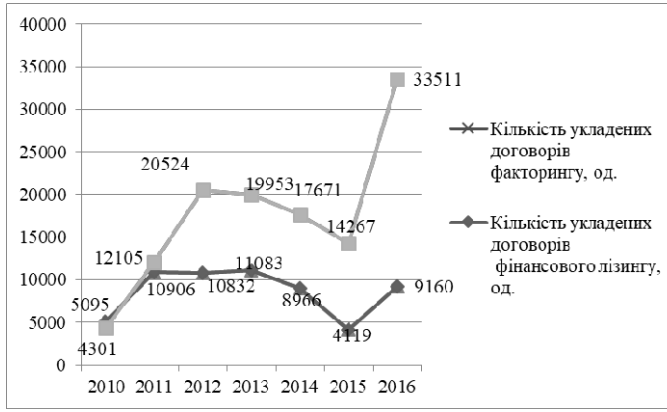


Рис. 3.4.5. Кількість укладених договорів факторингу та фінансового лізингу в Україні за 2010–2016 рр., од.

Джерело: побудовано автором на основі[3]

[1] Про міжнародний факторинг: Конвенція УНІДРУА від 28.05.1988 р. (чинна) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://portal.rada.gov.ua.

[2] Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nfp.gov.ua

[3] Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nfp.gov.ua

Як видно з рис. 3.4.5, послуги фінансового факторингу користуються більшою популярністю серед суб'єктів господарювання, ніж послуги фінансового лізингу (за 2016 р. різниця становить 24351 договір). Хоча вартість послуг фінансового лізингу, за 2016 р., становить у середньому 1,07 млн грн на один договір, тоді як вартість послуг факторингу — 0, 50 млн грн.

На сьогодні обсяг послуг факторингу у країнах Європи становить до 10 % ВВП. Активно зростають обсяги факторингових послуг у країнах Прибалтики та Росії. У Німеччині послугами факторингу користуються понад 2,5 тис. клієнтів. В Англії, де зародився факторинг, його використовують близько 35 тис. клієнтів[1].

Основними споживачами факторингових послуг в Україні залишаються суб'єкти малого та середнього бізнесу. Факторингові операції є вигідними для них за рахунок зменшення витрат, пов'язаних з адмініструванням власної дебіторської заборгованості та поповнення обігових коштів. Найбільшими споживачами послуг факторингу в Україні у 2016 р. є такі галуззі, як: сфера послуг — 1121,2 млн грн, будівництво — 382,4 млн грн і харчова промисловість — 92,2 млн грн (рис. 3.4.6).

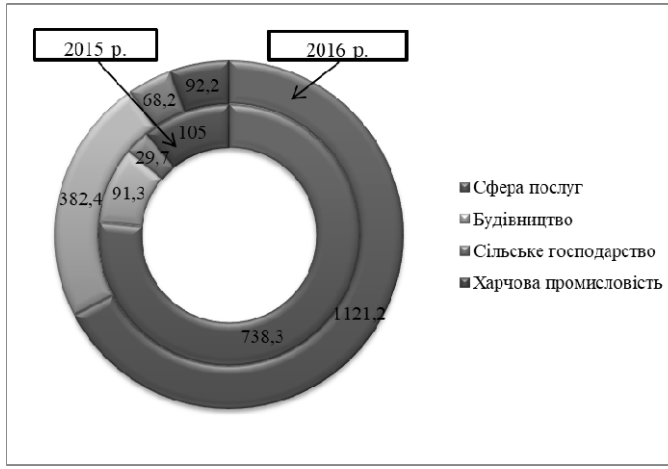


Рис. 3.4.6. Галузевий розподіл основних споживачів послуг факторингу в Україні за 2015–2016 рр., %

Джерело: побудовано автором на основі[2]

[1] Офіційний сайт Державного експортно-імпортного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.eximb.com.

[2] Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nfp.gov.ua.

Галузь венчурного інвестування займає важливе місце в процесі переходу держави на модель інноваційного розвитку та підвищення конкурентоспроможності на світових ринках капіталу, оскільки сприяє стимулюванню економіки шляхом активного інвестування та підтримки бізнесу з високим потенціалом росту в існуючих і новостворюваних секторах промисловості та сфері послуг. Перевагами венчурного інвестування як головного джерела фінансування у сфері інноваційного бізнесу є надання підприємствам, які розвиваються, можливості отримання інвестиції тоді, коли інші фінансові інститути утримуються від ризикованих капіталовкладень.

Варто зазначити, що венчурний капітал Європи в 2015 р. зріс на 8 % порівняно з 2014 р. і досяг рівня 5,3 млрд євро, що склало найвищий показник з 2008 р.[1]. В Україні упродовж 2015 р. сектор венчурних фондів зріс на 30,1 млрд грн (+15,4 %, після 16,2 % у 2014 р.), до 225,5 млрд грн. Більше третини річного приросту було отримано у 4-му кварталі (+10,8 млрд грн, +5,1 %). За 2016 р. активи венчурних фондів зменшилися на 1,5 % до 222,1 млрд грн. Серед найактивніших венчурних фондів, які розглядають можливості інвестування в Україні, можна виділити: TA Venture, Imperious Group, AVentures Capital, Detonate Ventures, Chernovetskyi Investment Group, Dekarta Capital, Vostok Ventures, Global Technology Foundation, венчурний фонд Буковина[2]. Тому венчурний капітал може бути джерелом фінансового забезпечення наукових розробок і перетворення їх на конкурентоспроможний продукт.

Отже, провівши аналіз основних форм фінансового-кредитного забезпечення інноваційно-інвестиційної активності вітчизняного бізнесу за участю фінансових посередників, можна зробити такі висновки:

1. Банки серед усіх фінансових посередників відіграють ключову роль у фінансово-кредитному забезпеченні інноваційних проектів у зв'язку із: 1) наявністю більшого досвіду роботи у сфері інноваційно-інвестиційної діяльності, порівняно із іншими фінансовими посередниками; 2) наданням широкого спектру фінансових послуг, окрім суто банківських (таких як фінансовий лізинг, факторинг тощо); 3) наявністю достатнього обсягу вільних фінансових ресурсів для здійснення інвестицій у інноваційну діяльність; 4) високим рівнем проінформованості суб'єктів господарювання про особливості та принципи надання послуг банками; 5) територіальною розгалуженістю філій і відділень комерційних банків.

---

[1] Там само.

[2] Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.uaib.com.ua.

2. Послуги фінансового лізингу, які надаються лізинговими компаніями, є досить популярним, широко поширений у всьому світі і є одним з надійних інструментів одержання інвестицій у вигляді сучасного виробничого устаткування. Саме так інноваційні підприємства, які мають значні фінансові труднощі у придбанні необхідного устаткування, можуть одержати його за допомогою лізингу на вигідних умовах. Крім того, поширення лізингових відносин зменшує напругу, пов'язану з виключно банківським фінансуванням, стимулює торгівлю найновішими засобами виробництва і технологіями.

3. Оскільки факторинг з'явилися в Україні лише у 2001 р., то рівень довіри та проінформованості про особливості надання такого роду послуг серед суб'єктів вітчизняного бізнесу є досить низьким (хоча упродовж 2011–2016 рр. ці послуги є популярнішими, ніж послуги фінансового лізингу). Тому ця діяльність поки що не є такою розвинутою, як у зарубіжних країнах. Проте, вона може бути альтернативою банківському кредиту, оскільки при користуванні факторинговими послугами не потрібне заставне забезпечення.

4. Створення та розвиток венчурних інвестиційних фондів в Україні є одним з механізмів залучення фінансових ресурсів у інноваційний розвиток. Однак, на сьогодні в Україні венчурний капітал сприймається як високо ризиковий, тому в умовах нестабільної фінансової ситуації в країні кредитні установи не зацікавлені фінансувати бізнес-плани інновацій без забезпечення кредитних ресурсів заставою, враховуючи довготривалий оборот венчурного капіталу та високий рівень ризику через відсутність будь-яких гарантій успішного зростання підприємства-інноватора. В Україні для розвитку економічних відносин на основі венчурного капіталу суб'єктам підприємництва необхідна підтримка держави на законодавчому рівні та зацікавленість потенційних суб'єктів таких відносин.

Однак, система державного регулювання та підтримки інноваційно-інвестиційної діяльності в Україні не має системного характеру, а більшість нормативно-правових актів у даній галузі носить декларативний характер. Результатом непродуманої та невиваженої інноваційно-інвестиційної політики є надзвичайно слабкий рівень розвитку такої діяльності. Лише 17,3 % підприємств України намагаються впроваджувати елементи інновацій. З метою збільшення кількості підприємств, які займаються інноваціями і джерел фінансово-кредитного забезпечення їх діяльності за рахунок фінансових посередників, на наш погляд доцільно:

- створити банк розвитку для стимулювання інноваційно-інвестиційної діяльності в Україні. Для цього перш за все варто прийняти Закон України «Про банк розвитку», де чітко буде окреслено: його місія, коло операцій, особливості створення та функціонування;

- запровадити механізм реєстрації майна, переданого у фінансовий лізинг, із метою запобігання його незаконного продажу або іншого недоцільного використання;

- створити розгалужену інноваційну інфраструктуру, яка буде складатися із інноваційних центрів, наукових парків, центрів трансферу технологій, технопарків, регіональних інноваційних кластерів, інноваційних бізнес-інкубаторів, які будуть генерувати інноваційні ідеї, надавати консультаційні послуги з приводу розробки, фінансування та реалізації інноваційних проектів;

- розробити і забезпечити державну підтримку щодо реалізації заходів із стимулювання вкладень заощаджень суб'єктів економіки до інноваційно-інвестиційних проектів.

Реалізація зазначених заходів у короткостроковій перспективі, за умови ефективної тісної взаємодії держави, банків, небанківських фінансових посередників, дасть можливість підвищити рівень інноваційного розвитку не лише окремих суб'єктів господарювання, але і національної економіки країни в цілому.

3.5. Резерви нарощування інвестиційного потенціалу небанківських фінансових установ на основі вдосконалення системи ризик-менеджменту

Відповідальність керівних осіб суб'єктів господарювання за свою діяльність є одним із ключових аспектів інституціональної теорії. Категорія відповідальності лежить у площині їхньої поведінки, детермінантом якої є певні норми, що сформувалися як на формальному, так і неформальному рівнях. Законодавчі обмеження діяльності НБФУ є, по суті, тими інституціями, які повинні попереджувати, знижувати та нівелювати ризик. Адже, як раніше було зазначено, виникнення регулювання було спричинено саме настанням ризиків. Як показав аналіз сучасного законодавства у сфері інвестиційної діяльності НБФУ, відповідальність керівних осіб (членів рад НБФУ) висвітлена доволі слабо. Та й неформальні правила також не в змозі доповнити їх і зробити досконалими. Тому, на нашу думку, є необхідність звернути увагу саме на цю проблему, оскільки її невирішення є джерелом ризиків для НБФУ. Це означає, що важливим чинником успішної діяльності НБФУ є склад ради та мотивація її членів. Тобто діяльність слабкої ради породжує ризики, які в подальшому можуть вилитися у серйозні проблеми.

Крім того, виступаємо за розвантаження регулятора на користь інших учасників ринку (СРО та безпосередньо НБФУ), яка полягає також у передачі не тільки повноважень, але й відповідальності на них за вчинені дії. А також

програмою реформи фінансового сектору передбачено посилення вимог до систем ризик-менеджменту фінансових установ. Тому вважаємо за необхідне надати певні рекомендації, що стосуються ризик-менеджменту у НБФУ у частині посилення діяльності членів їх рад.

Зауважимо, що у вітчизняному законодавстві аспекти діяльності членів рад НБФУ (як ІСІ, так і СК і НПФ) прописані детально, проте, не вистачає деяких уточнень. Так, наприклад, можна визначити таке:

- Відсутність методики відбору членів ради НБФУ.

Зокрема, така методика має передбачати оголошення конкурсу на заміщення вакантної посади у раді НБФУ із його розміщенням у друкованих засобах масової інформації. Після цього має відбутися відбір кандидатів до ради НБФУ. Основними критеріями до них мають бути за пріоритетом: вимоги щодо бездоганної репутації; наявного досвіду в подібних установах на керівних посадах; отримана кваліфікація та освіта. Відбір кандидатів має відбуватися згідно з таким алгоритмом (рис. 3.5.1).

Кандидати у члени рад повинні мати знання ризиків (ризик відсоткової ставки, базисний ризик, ризик переоцінки, ризик кривої доходності, ризик опціонності, економічний ризик, ризик концентрації, ринковий ризик, ризик ліквідності, кредитний ризик, системний ризик, ризик нецільової діяльності, позабалансовий ризик, законодавчий ризик, аутсорсинговий ризик); знання активів (корпоративних цінних паперів, державних цінних паперів, нерухомості, банківських металів) на предмет співвідношення ризик/пенсійні очікування. Кандидати до рад складають іспит на виявлення рівня цих знань, однак до програми слід також додати питання, що стосуються знань про майбутні обов’язки членів рад, про роль консультантів у діяльності НБФУ та вміти оцінювати якість і актуальність наданих консалтингових послуг. У законодавстві не є обов’язковим знання бухгалтерського обліку членами ради. Це є дещо дивним, оскільки у НПФ раді члени контролюють роботу адміністратора, яка полягає у постійному обліку персоніфікованих рахунків. Тому очевидним є те, що ці вимоги мають місце бути хоч не в законах, так у окремих положеннях НПФ.

Якщо знову ж таки говорити про раду НПФ, то вона також несе відповідальність за відносини із банком-зберігачем, тому, по-перше, необхідно відокремлювати активи НПФ чи СК і банку, а по-друге, у зв’язку із недооціненою роллю банків-зберігачів у процесі управління активами варто приділити більше уваги функції перевірки. Банк-зберігач додатково перевіряє і має направляти на розгляд раді НПФ чи СК дані про достовірність підрахунку чистої вартості активів і чистої вартості одиниці, про розпорядження адміністратора щодо перерахування коштів НПФ на оплату послуг адміністратора,

КУА тощо, про виявлення та повідомлення регулятору та ради НПФ про порушення КУА певних встановлених норм.

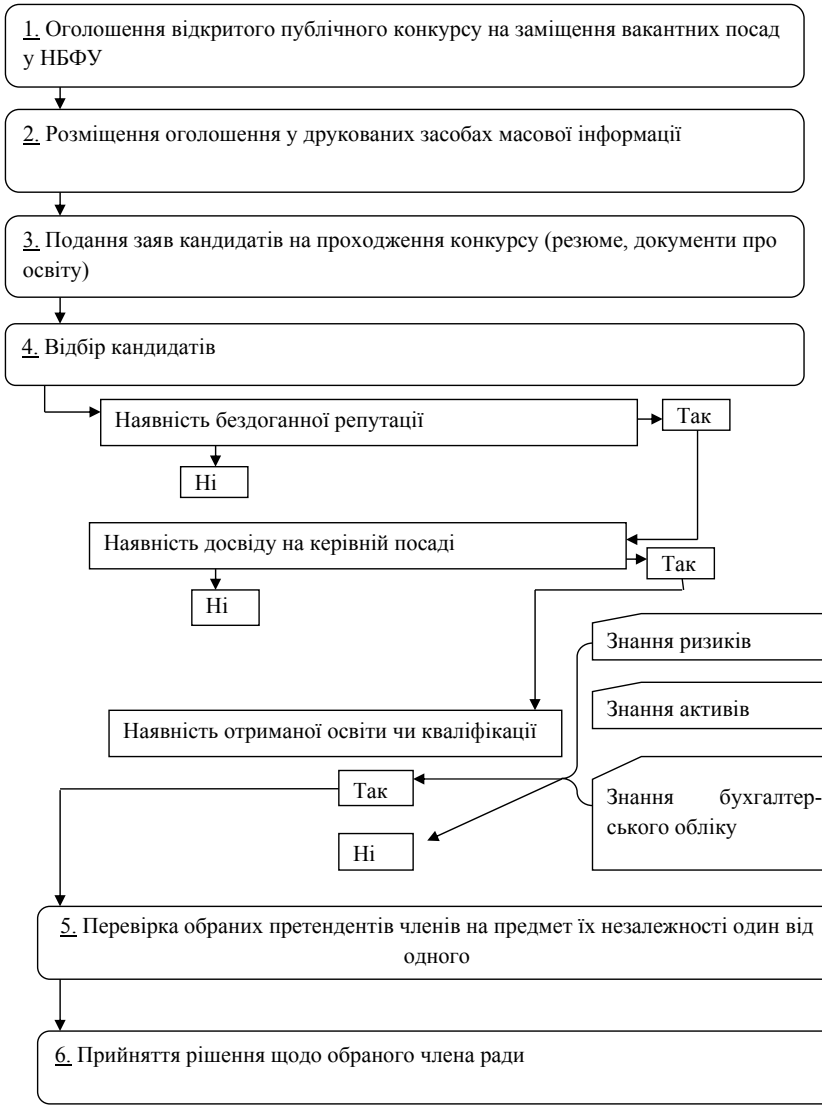


Рис. 3.5.1. Алгоритм відбору кандидатів у раду НБФУ

Джерело: складено автором.

Відібрані кандидати мають бути перевіреними регулятором на предмет незалежності один від одного, оскільки це позитивно впливатиме на ступінь об'єктивності у прийнятті інвестиційних рішень. Інструментом такої перевірки може стати карта відносин між засновниками НБФУ та КУА, якщо це НПФ, то ще й зі зберігачами активів та адміністраторами. Наявність пов'язаних осіб у структурі НБФУ може призвести до конфлікту інтересів. Найяскравіше це можливо побачити на прикладі НПФ. А саме, НПФ (корпоративний) має діяти в інтересах учасників, але засновником є роботодавець, представники якого присутні у складі ради. Тому існує велика ймовірність залежності членів від роботодавця засновника, а отже, діяльність НПФ перебуває у полі інтересів не учасників, а саме засновника. У такому випадку у складі ради мають бути як представники роботодавців, так і представники працівників; вони мають збалансовувати рішення відносно діяльності НПФ. Дотримання принципу збалансованості покращить комунікації між працівником і роботодавцем, що сприятиме досягнення цілей діяльності НПФ.

- Відсутність вимоги щодо страхування професійної відповідальності.

Нині в Україні слабо розвинутий цей вид страхування. Однією із причин є відсутність матеріальної відповідальності членів рад за неефективне рішення, а отже, і створеної системи штрафів за порушення інвестиційного законодавства.

Пропозиція зробити обов'язковим страхування професійної відповідальності членів рад інституціональних інвесторів є актуальною з огляду на існуючу норму про контроль членів ради за цільовим використанням активів. Посилення матеріальної відповідальності за неправильні інвестиційні рішення стимулюватиме цей вид страхування.

- Неповнота інформації, що стосується витрат, здійснених за рахунок учасників, на утримання НБФУ.

НБФУ мають розуміти, що ненадання інформації може призводити до провалів ринку, наприклад, зменшення рівня попиту на їхні послуги тощо.

У такому випадку слід звернутися до міжнародного досвіду, що стосується принципів надання інформації про корпоративне управління, які рекомендовані Організацією економічного співробітництва та розвитку (далі ОЕСР). Здебільшого вони засновані на Концепції важливості, яка передбачає, що важливою інформацією є та, ненадання або викривлення якої призводить до небезпечних наслідків у НБФУ (табл. 3.5.1).

Таблиця 3.5.1

ОЕСР-принципи корпоративного управління щодо розкриття інформації

А) Важлива інформація, що підлягає розкриттю, включає - результати діяльності підприємства (звітні дані), - завдання НБФУ, - володіння значними пакетами акцій та права голосу (для СК), - члени ради, а також розмір їхньої винагороди, - значущі фактори ризику, які можливо передбачити на основі прогнозів, - інші важливі питання, що пов'язані із працівниками чи можливими пов'язаним особами (карта відносин), - структура та політика управління у НБФУ
Б) Інформація повинна готуватися, перевірятися та розкриватися відповідно до високих стандартів якості бухгалтерського обліку
В) Проведення щорічних аудиторських перевірок за допомогою незалежного аудитора
Г) Способи поширення інформації на основі рівноправного, своєчасного та не пов'язаного із надмірними витратами доступу користувачів

Як бачимо, розкриття важливої інформації розрахована на підготовленого користувача, а це вимагає наявність знань, які допоможуть розібратися в аспектах фінансової звітності та ризиків. Але не всі споживачі мають спеціальну освіту в цьому напрямку, тому інформація має бути подана у простому, прозорому та зрозумілому вигляді з окремим поясненням специфічних термінів.

Хоча принципи блока «А» є, безумовно, важливими у процесі розкриття інформації, але вважаємо, що для споживача небанківських фінансових послуг важливою є інформація щодо продуктів НБФУ. Адже, по суті, споживач звертається в НБФУ не через те, що вона має гарну репутацію та показники від своєї діяльності, а через те, що продукт НБФУ може задовольнити його потреби (у страховому захисті, пенсійному забезпеченні, отриманні додаткових доходів тощо). Тому інформація про послуги, які надає НБФУ, дає знати споживачеві про можливість задоволення його потреб.

Оскільки небанківські інституційні інвестори мають справу із довіреними їм коштами дрібних інвесторів для подальшого їх ефективного розміщення, то дуже важливим є наявність інвестиційної декларації. А вона формується, виходячи з інвестиційної політики НБФУ. Нині тільки деякі з них наважуються її висвітлювати, посилаючись на комерційну таємницю і т. ін. Вважаємо, що в умовах неефективного інституційного середовища інвестиційного ринку це здійснюється не з метою захисту комерційної таємниці, а тому що насправді принципи, які в неї закладаються, є дієвими лише у випа-

дку сталого розвитку економіки за нормальних темпів інфляції, норма дохідності за інструментами здатна її перекрити.

Розкриття інформації розглядаємо як засіб передачі ризиків із НБФУ на споживача. Оскільки він сам бере на себе відповідальність за прийняті рішення щодо інвестування коштів НБФУ, тому ще раз підкреслимо важливість його підготовки.

Необхідно звернути увагу на інші інструменти у ризик-менеджменті, які також є необхідними у застосуванні НБФУ: оцінка і контроль ризиків. У цьому випадку запропоновано використовувати паралельно такі інструменти, як реєстр ризиків і матриця ризиків. Реєстр ризиків — це той документ, який містить результати якісного та кількісного аналізу ризиків, і планування реагування на відомі ризики. Реєстр ризиків детально розглядає всі виявлені ризики і включає опис, категорію, причину, ймовірність виникнення, вплив на цілі, передбачувані дії у відповідь, власників і поточний стан. Такий підхід часто використовують у проектному менеджменті, але, на наш погляд, він також є прийнятним для ризик-менеджменту НБФУ, оскільки для ради, яка безпосередньо визначає концепцію управління ризиками, мають значення як якісний, так і кількісний аналіз, їх опис, причина, ймовірність виникнення, вплив на діяльність і необхідні способи щодо їх попередження, мінімізації та знешкодження. Реєстр ризиків може бути побудований таким чином (табл. 3.5.2).

Таблиця 3.5.2

Приклад реєстрів ризиків для НБФУ

Вид ризику	**Причина**	**Ймовірність виникнення**	**Вплив на діяльність НБФУ**	**Способи щодо їх попередження, знешкодження та мінімізації**
…	…	…	…	…

Очевидно, що показники причини, вплив на діяльність НБФУ та способи мінімізації є елементами якісного аналізу, де важливий детальний опис. Якщо говорити про ймовірність настання, то її розрахунок передбачає можливість використання різних методів економіко-математичного моделювання. Зауважимо, що результати якісного та кількісного аналізу можливо використати побудувавши карту ризиків.

Матриця ризиків — це інструмент управління ризиками, який передбачає характеристику певного виду ризику за такими критеріями, як імовірність його настання, а також ступінь його впливу на діяльність НБФУ. У загальному вигляді він виглядає таким чином, як на рис. 3.5.2.

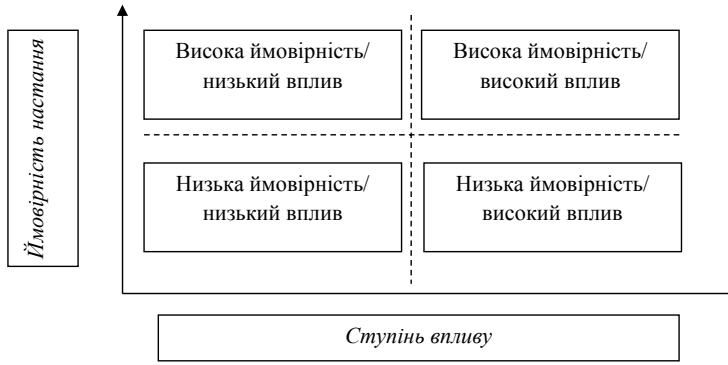


Рис. 3.5.2. Матриця ризиків НБФУ

Побудова матриці ризиків має виявити найбільш значущі та найчастіші ризики з метою його подальшого управління. Діяльність НБФУ досить специфічна і передбачає у подальшому розподіл ризиків. Якщо говорити про страхування, то розподіл відбувається між радою СК і КУА (на добровільних засадах), перестрахової компанії; про НПФ — то розподіл стосується між радою НПФ, КУА, зберігачем, адміністратором; про ІСІ — між радою та КУА.

Це означає, що передача ризиків радою НБФУ іншій компанії на засадах аутсорсингу, має відбуватися за умови володіння належними засобами контролю та оцінки ризиків останньою. Але проблема нинішніх НБФУ полягає у тому, що у них відсутня методика оцінювання діяльності тих компаній, які співпрацюють з ними. Це означає, що хоч у законодавстві вона не передбачена, то має бути розроблена окремими внутрішніми положеннями, затвердженими на рівні СРО. Наявність такого документа допоможе виявляти проблеми взаємодії між названими організаціями та НБФУ. Безумовно, такий спосіб є недешевим, але здебільшого він продиктований нормою закону, порушення якого може призвести до фатальних наслідків діяльності НБФУ.

Управління ризиками НБФУ на основі їх оцінки — це не просто аналіз минулих подій, але й визначення напрямків, де вони можуть виникати у майбутньому. Фундаментальним підходом до визначення ризиків — це обмеження з боку регулятора, які є прийнятними. У зв’язку з цим із портфеля видаляються деякі види активів, які вважаються надмірно ризикованими (щодо ринкового чи кредитного ризику). Проте не враховуються побажання самої НБФУ.

Нині останньою світовою тенденцією в управлінні активами є заміна кількісного підходу на інші, що лежать в основі поведінкових фінансів (а вони, у свою чергу, є напрямком розвитку інституціональної теорії). Серед них

виділяють правило «обережної людини» (розумної людини) і правило «обережного інвестора» (розумного інвестора)[1]. Між іншим, реформою фінансового сектору також передбачено запровадження на законодавчому рівні правила «розумного інвестора». Тому постає питання стосовно того, чи можливо застосовувати такі підходи в українській практиці і чи впровадження такого стандарту не стане інституційною пасткою. Отже, дослідимо цей момент ретельніше — найкраще це можна спостерігати на прикладі діяльності НПФ.

Так, «обережна людина» імітує поведінку розумного й обачного суб'єкта при здійсненні інвестицій. Тут метою теж може бути збереження основної суми. За цього підходу деякі класи активів, які вважаються надто ризикованими, розглядаються як такі, що не придатні для вкладення коштів. Однак, на відміну від кількісного підходу, тут відсутня верхня і нижня межа інвестицій. «Обережний інвестор» працює зі співвідношенням ризику і віддачі всього портфеля на основі теорії портфельних інвестицій. Він не зосереджується на ризикованості окремих класів активів, тому тут управлінці фондів компанії можуть мати будь-які активи[2].

Від керівників НБФУ в обох випадках вимагається діяти розумно або з обережністю (це є основою фідуціарних обов'язків), але у стандарті «обережної особи» немає вимог щодо наявності професійних знань у галузі інвестування, передбачається тільки те, що вони повинні отримувати та використовувати відповідні рекомендації в управлінні активами. Правило «обережного інвестора» натомість передбачає наявність професійних знань у галузі інвестування у менеджерів НБФУ. Програмою пенсійних реформ уже передбачено детальніший розподіл професійних учасників фондового ринку щодо управління активами залежно від НБФУ, що є перспективним заходом з погляду підвищення якості рівня знань менеджерів.

Оскільки ті НБФУ, які ми розглядаємо, мають різний характер їхньої діяльності, а отже, різні підходи до управління ризиками, це значить, що не можна пропонувати застосовувати однакові методи в управління для різних НБФУ. Ризик-менеджмент у кожній фінансовій установі має свою специфіку. Так, у банках і страхових компаніях головною метою є прийняття адекватних процедур ризик-менеджменту та дотримання нормативів капіталу (достатній капітал). Щодо НПФ, то тут головним напрямком діяльності є зміцнення їхньої фінансової стабільності забезпечення зростання багатства бенефіціарів.

---

[1] *Дідківська Л. І.* Державне регулювання економіки [Електронний ресурс] / Л. І. Дідківська. — Режим доступу : http://www.library.if.ua/book/72/5235/html.

[2] *Тулубяк В. С.* Державне регулювання в сфері пенсійного забезпечення : суть та необхідність здійснення / В. С. Тулубяк // Економіка та держава. — 2010. — № 5. — С. 76–79.

Інституціональний аналіз інвестиційної діяльності НБФУ свідчить про недоцільність відходу від кількісного підходу управління структурою активів, оскільки галузь є ще незрілою. Та й у США, де власне було вперше у 1992 році запропоновано перехід до концепції управління активами «обережного інвестора», не в усіх штатах була прийнята ця концепція з огляду на її двозначність. Слід зазначити, що підхід «обережної особи» з часом трансформувався у підхід «обережного інвестора». І у 2004 році така концепція була прийнята в 44 штатах, у 4 відмовилися її утверджувати (Делавар, Луїзіана, Кентуккі та Джорджія). Рішення менеджерів пенсійних фондів порівнюються з рішеннями професіоналів у галузі інвестування, а розумність трактується у фінансово-економічній площині, тобто у контексті максимізації доходів, скоригованих з урахуванням ризику. Поняття розумного інвестора у США закріплено законодавчим актом «Uniform Prudent Investor Act» (Стандарти пруденційного інвестування) [1], який регулює відповідальність КУА пенсійних фондів у галузі інвестування.

Вище описано принципову різницю між підходами «обережна людина» та «обережний інвестор». Разом з тим необхідно додати ще такі характеристики (Стандарти пруденційного інвестування), які і є основними перепонами у запровадженні останнього підходу в зазначених штатах. Так, серед них назвемо такі:

– нема таких інвестицій, які за своєю природою є необдуманими («нерозумними»). Визначальними є цілі та потреби бенефіціарів (у недержавному пенсійному забезпеченні — учасники НПФ, у страхових компаній — страхувальники, у ІСІ — індивідуальні інвестори). Це означає, що не активи визначаються як джерело ризиків, а саме мета та потреби бенефіціарів. Такий підхід неприйнятний в українських реаліях і перекладає усю відповідальність на споживачів фінансових послуг. За таких вимог він повинен мати високий рівень знань у інвестуванні, управлінні ризиками тощо;

– особа, що здійснює управління активами, не несе відповідальності за збитки окремих активів. Об'єктом управління є весь інвестиційний портфель. З погляду споживача такий підхід є нормальним, адже не кожен індивідуальний інвестор має змогу слідкувати за тенденціями зростання/падіння вартості активів. Та й гетерогенність і вимоги щодо диверсифікації портфеля ускладнюють цей процес. Крім того, обсяг інвестиційного портфеля та його склад — явище не статичне, а динамічне, дослідити його без спеціальної підготовки досить складно. Тобто споживачеві фінансових послуг важливий результат, а не шляхи його досягнення. Тому вимога щодо відповідальності за

[1] Офіційний сайт Комісії по уніфікувації законів США [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.uniformlaws.org/shared/docs/prudent %20investor/upia_final_94.pdf.

весь портфель є виправданою і вимагає від особи, що здійснює управління активами НБФУ, високого рівня професійних знань;

– нормативні акти, які передбачають кількісні обмеження у структурі активів щодо типів інвестицій, повинні бути скасовані. Згідно зі стандартами пруденційного інвестування об'єкти інвестування обираються персоніфіковано залежно від цілей бенефіціара. Проте проблема криється у тому, що немає конкретних критеріїв придатності об'єктів інвестування, до розгляду приймаються лише такі основні пункти: фінансове становище емітента, поточна структура інвестиційного портфелю, вимоги до доходу, податкове навантаження та толерантність до ризиків. Зазначимо, що при кількісному підході ці пункти також мають місце бути.

Країни, які спираються на пруденційні принципи регулювання пенсійних фондів, зазвичай орієнтовані на правило «обережної особи» відповідно до Директиви ЄС «Про діяльність інститутів професійного пенсійного забезпечення і нагляд за ними»[1], рекомендацій Ради ОЕСР «Основні принципи ОЕСР з управління активами пенсійного фонду»[2] тощо. Перехід до будь-якого стандарту — чи-то «обережної особи», чи-то «обережного інвестора» — вимагає модернізації державного регулювання і нагляду у частині зміщення дотримання НПФ чинного законодавства у бік забезпечення відповідності встановлених процедур у НПФ пруденційній поведінці в її сучасному розумінні. Це робить слушною нашу пропозицію стосовно розробок методики оцінювання ефективності діяльності тих осіб, які керують активами НПФ та інших ІСІ.

Зміна підходів вимагає також перегляду взаємодії між регулятором і галуззю. Оскільки правила «обережної особи» та «обережного інвестора» за визначенням встановлюють тільки загальні норми поведінки, то для забезпечення їх дотримання та припинення порушень потрібно їх офіційне тлумачення. Головну роль у цьому процесі, «… особливо в тих країнах, де немає достатнього досвіду використання цього принципу (у країнах, що використовують цивільний кодекс), відіграють регулюючі органи»[3].

У країнах, де прийняті принципи ОЕСР щодо корпоративного управління, передбачені і законодавчі норми (зокрема, рекомендації щодо мініма-

---

[1] Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними : Директива 2003/41/ЕС Європейського Парламенту і Ради від 3 червня 2003 р.

[2] Рекомендації ОЕСР щодо управління пенсійними фондами : прийняті Радою ОЕСР 28 квітня 2005 року. Проект USAID розвитку ринків капіталу [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://pension.kiev.ua/files/oecd_pf_gov_ua.pdf.

[3] *Сичова Л.* Пруденційний нагляд та інвестування пенсійних накопичень [Електронний ресурс] / Л. Сичова, Л. Михайлов. — Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/sdu/099.htm.

льних стандартів ризик-менеджменту з акцентом на архітектурі ризик-менеджменту пенсійного фонду та процедурах ризик-менеджменту); і правила підтримки платоспроможності (достатності капіталу в тих випадках, коли це необхідно, тобто в пенсійних планах з визначеними виплатами та планах із визначеними внесками, що надають гарантії виплат); моделі оцінки ризику, якими керуються наглядові органи у своїх діях, та на основі яких будується як дистанційний, так і виїзний моніторинг (найчастіше використовується модель оцінювання ризиків VAR).

У деяких країнах вимоги до ризик-менеджменту стали частиною процесу ліцензування/реєстрації НБФУ, які повинні під час цієї процедури представити план або внутрішнє положення з ризик-менеджменту. У світовій практиці відомий випадок, коли австралійський регулятор надав лише рекомендації відносно ризик-менеджменту, що роз'яснюють модернізовані законодавчо встановлені норми, і здійснив перереєстрацію фондів, відтак кількість останніх значно скоротилася, бо деякі установи не змогли підготувати або реалізувати план ризик-менеджменту.

Наглядова структура має бути організована відповідно до вимог, які розробляються органами нагляду. Як мінімум, повинні бути створені підрозділи, що спеціалізуються на вимірюванні та аналізі різних типів ризиків. Будуть також потрібні зміни у стандартах корпоративного управління. При розбудові системи нагляду за діяльністю НПФ відповідно до вимог стандарту «обережної особи» як орієнтир можуть бути використані «Основні принципи ОЕСР з регулювання професійних пенсій».

Впровадження пруденційних принципів управління пенсійними фондами зміщує акцент у засадах організації діяльності НПФ у бік поведінки та організації процедур і вимагає підвищення якості корпоративного управління фондом. Необхідна умова переходу до стандарту розумної особи — прийняття управляючими органами кінцевої відповідальності за діяльність фонду.

Для відповідності стандарту «обережної особи» управляючий орган пенсійного фонду повинен мати:

- стратегію та відповідну до неї систему ризик-менеджменту;
- реєстр ризиків як зовнішніх, так і внутрішніх ризиків, з якими стикається НПФ, за допомогою якого можливо визначати межі впливу та ймовірності ризику;
- детально опрацьований процес, згідно з яким здійснюється інвестиційна діяльність, включаючи встановлення належних внутрішніх перевірок і процедур, спрямованих на ефективну реалізацію та контроль процесу управління інвестиціями;

- кодекс ділової етики і політику врегулювання конфлікту інтересів для самого керівного органу та персоналу пенсійного фонду, а також для будь-якої сторони, якій делеговані операційні функції;

- систему внутрішньої звітності та аудиту.

Під час упровадженні стандарту «обережної особи» особлива увага приділяється процесу інвестування акумульованих коштів. Згідно з «Керівними принципами ОЕСР з управління активами пенсійного фонду»[1] інвестування пенсійних активів має здійснюватись з ретельним попереднім аналізом, а також моніторингом інвестицій і тих, кому передається функція інвестування.

Виходячи з аналізу підходів «обережної особи» та «обережного інвестора» можна зробити висновок, що запропонований програмою реформ фінансового сектору перехід до концепції «розумного інвестора» («обережного інвестора») є неприйнятним у сучасних умовах. Незрілість галузі інвестування інституційних інвесторів показує неготовність тотальної відміни кількісного підходу. До концепції «обережний інвестор», як свідчить зарубіжний досвід, приходять не зразу, а через упровадження «обережної особи». Натомість пропонуємо використовувати змішаний підхід: кількісний + «обережна особа». Перший з них є зручним для регулятора для моніторингу дотримання інвестиційних нормативів, які є основними орієнтирами у ризик-менеджменті НБФУ. Другий передбачає виконання угод щодо євроінтеграції. Крім того, він забезпечує посилення вимог щодо осіб, які здійснюють управління активами, а також змушує ради НБФУ брати участь в її ризик-менеджменті.

Отже, дотримання підходу «розумного інвестора»/«обережного інвестора» може стати інституційною пасткою, що призведе до деінституціоналізації таких інститутів, як НПФ і страхових компаній типу «лайф», оскільки принципи цього підходу є несумісними із сучасним інституційним середовищем інвестиційного ринку України.

Висновки до розділу 3

За результатами проведеного у розділі дослідження визначено клбчові канали впливу інструментарію фінансового ринку на корпоративні фінанси. Український фінансовий ринок має банко центричну спрямованість з практично відсутнім ринком капіталів. В розділі проаналізовано рівень забезпечення інноваційно-інвестиційної активності вітчизняних підприємств. Слабкий

[1] Рекомендації ОЕСР щодо управління пенсійними фондами : прийняті Радою ОЕСР 28 квітня 2005 року. Проект USAID розвитку ринків капіталу [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://pension.kiev.ua/files/oecd_pf_gov_ua.pdf.

науковий потенціал інноваційних галузей та відсутність інноваційної інфраструктури пов'язано із нерівномірним розподілом джерел фінансового забезпечення. Основним джерелом фінансування інноваційної діяльності підприємств за 2015 рік є власні кошти підприємства — 97,2% та інші джерела — 1,98%, що спричинено політико-економічною кризою та зростанням вартості обслуговування позикових коштів підприємств.

Для активізації механізмів фінансового ринку у забезпечення підприємств фінансовими ресурсами необхідним є налагодження цілого ряду інструментів, пов'язаних з оцінюванням ризиків, інформаційним забезпеченням відповідних рішень тощо. У цьому контексті у розділі розглянуто актуальні питання щодо визначення кредитного ризику контрагента на основі показника CVA зкорегованого на кредитну експозицію та її волатильність, мінімізацію кредитного ризику контрагента, виявлення і усунення побічних ефектів, що впливають на визначення цін ПІФ, оцінювання границі невизначеності кредитного ризику контрагента, для якої не існує хеджу.

Доведено, що неузгодженість, що неузгодженість і фрагментарність регулювання операцій з похідними фінансовими інструментами (деривативами) потребує змін у системі регулювання портфельних інвестицій і вільного руху капіталів, реформування законодавства щодо деривативів з чітким визначенням його сутності, механізму функціонування та обігу, а також валютна лібералізація, що забезпечить вільний рух капіталу надходження кредитів, портфельними інвестиціями та фінансовими показниками.

Здійснена класифікація банківських ризиків і систематизовано вимоги Базельського комітету щодо основних принципів ефективного банківського нагляду, врахування ринкових ризиків, збільшення акціонерного капіталу, встановлення обов'язкового контролю за фінансовими показниками. Інтегрований підхід, який пов'язує ризик капіталу та й вартість визначається показником RARORAC.

Розділ 4

СИСТЕМНІ ДИСПРОПОРЦІЇ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ В УКРАЇНІ

Попри подолання низки дестабілізуючих чинників і набутті досвіду розробки і здійснення економічної стратегії держави щодо побудови основ ринкових відносин і формування економіки ринкового типу, в українській суспільно-економічній системі зберігаються значні системні диспропорції. Вони негативно впливають на перебіг економічних процесів, пропорції суспільного відтворення, ставлять під загрозу стійкість позитивної економічної динаміки розвитку корпоративного сектору взагалі. Порушуючи середовище розробки й реалізації економічної стратегії держави та економічних стратегій нижчих рівнів, вони обумовлюють їхню низьку ефективність і перешкоджають досягненню стратегічної мети — побудови динамічної конкурентоспроможної соціально-орієнтованої ринкової економіки.

Диспропорція — порушення необхідних співвідношень у розвитку окремих підрозділів підприємств, територіальних, галузевих, господарських (національного й світового рівнів) комплексів.

Наявність системних диспропорцій у корпоративних фінансах часто ототожнюють з деформованою моделлю їх розвитку, серед головних особливостей якої варто виділити високий рівень адаптованості до різних економічних умов, що особливо характерним є для «emerging markets». Корпоративному сектору в Україні притаманні такі риси, як високий рівень тінізації, співвідношення заборгованості до власного капіталу та ризикованості ведення бізнесу. Окрім того, відбувається значний рівень відтоку іноземного капіталу з банківського сектору, що оказує негативний вплив на рівень кредитних пропозицій на ринку капіталу.

З означених тенденцій чітко виділяється поява нової тези в розвитку корпоративних фінансів в Україні як інвестиційна гіпергнучкість, що підтверджується високим рівнем самофінансування та готівкових розрахунків.

Зазначені гіпотези підтверджуються значним рівнем кредиторської заборгованості більшості підприємств України та високим рівнем концентрації капіталу у руках кількох консолідованих інвесторів. Тому актуальним є питання щодо пошуку шляхів зниження негативних екстерналій високої концентрації власності, усунення диспропорційності розвитку ринку цінних паперів і банківського кредитування з головною метою недопущення надмірної концентрації власності в корпоративному секторі.

Існуючі тренди перерозподілу капіталу в Україні в багатьох випадках супроводжувались недружніми поглинаннями та іншими формами корпоративної інтеграції, що в результаті призвело до високого рівня концентрації капіталу та його нерівномірності, що передусім відбулося через дисфункції правових інститутів в Україні.

Але, на сьогодні є низка факторів, які є стримуючими для розвитку корпоративного сектору, зокрема переобтяження українських компаній борговим фінансуванням, високою вартістю позикових ресурсів, надмірне співвідношення боргу до власного капіталу, майже найвище боргове навантаження на бізнес (поступається тільки мексиканським компаніям) тощо.

Окрім того, ситуація погіршується відсутністю корпоративної бізнес-свідомості та співпраці і комунікації між бізнесом та освітою щодо усунення диспропорцій кадрового забезпечення та відсутності діалогу бізнесу щодо обґрунтування потреб у людському капіталі.

Саме пошуку шляхів щодо вирішення зазначених питань і присвячений даний розділ монографії.

4.1. The Deformed Corporate Finance Model in Ukraine: Weak Loans Demand and Investment Hyperflexibility

The deformed corporate finance model (DCFM) concept first appeared in the middle of 2016. It was the result of observations of the corporate finance reaction on the destruction process of the Ukrainian financial system under the negative impact of geopolitical factors and mistakes in government financial policy. The key DCFM features are excessive enterprises indebtedness (debt to equity ratio equals 2,0 or more); excessive terms of receivables repayment (Days Sales Outstanding estimated at 175 days, much higher than global DSO for emerging markets (71 days, 2015)); low bank credits role in the enterprises financing (lower than 15 % of the total financing). The specific non-measured feature of the DCFM is the regular capital withdrawal to the shadow sector as well as to offshore jurisdictions. Later on, the capital returns as direct investments and also is used for liquidity support purposes. The corporate finance model is broken into two segments — the legal and the shadow parts.

Traditionally, corporate finance models are based on the enterprise capital structure choice aimed at its value maximizing. The static trade-off approach affirms that enterprises determine the optimal capital structure taking into account costs and benefits of the debt and equity financing. The key debt disadvantage accounts for the potential financial distress costs if an enterprise relies on an excessive debt financing. According to this theory, in a case, target leverage deviates

from its optimal one the enterprises will adjust the capital structure to avoid the excessive distress costs.

The basic points of the pecking order theory are the self-financing preference over external finance and debt. If own funds are not enough to finance investment opportunities, enterprises may or may not acquire external financing, and if they do, they will choose among the different external finance sources in such a way as to minimize additional costs of asymmetric information.

The empirical evidence supports both the pecking order and the trade-off theories. The empirical tests made to check whether the pecking order or the trade-off theory is a better predictor of observed capital structures find support for both theories[1]. However, recent studies have shown a focus shift from the trade-off theory to the pecking order theory.

The main trends in the corporate finance of Ukraine hardly could be explained with the traditional corporate finance frameworks which the trading-off or pecking order approaches included. During 2014-2016, the largest corporate sector financial potential «squeezing» happened since the 1990s. The corporate finance model turned out to be supersensitive to the growing risks and it triggered the capital withdrawal to «shadow».

In the beginning of 2017, the whole corporate sector indebtedness (calculated as total unconsolidated debt to equity ratio) exceeded 2,7 and was substantially higher than a proper level for emerging markets countries[2]. Such excessive level of the corporate sector indebtedness cannot be explained with the existing capital structure theoretical approaches. Partly, we can suggest the application of the pecking order theoretical approach for figuring out the excessive indebtedness at the corporate sector level. Because of the poor operational cash flows the enterprises with low profits lost an access to the capital from financial markets and now they give preference to the financing through alternative debt channels (accounts payables). The short and even negative equity and excessive indebtedness are the specific features of the Ukrainian corporate sector finance model. They have resulted in a weak demand for bank loans.

---

[1] Fama, E., and K.R. French, 2002, "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", Review of Financial Studies 15, 1-33. URL: http://epge.fgv.br/we/MD/FinancasCorporativas/2006?action=AttachFile&do=get&target=famafrench02.pdf

[2] Proper for the emerging markets indebtedness (eguity to total liabilities ratio) in 2013 stated from 0,8 (CSE coutries) to 1,2 (PRC): Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets. Global Financial Stability Report. IMF. October 2015. URL: http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf

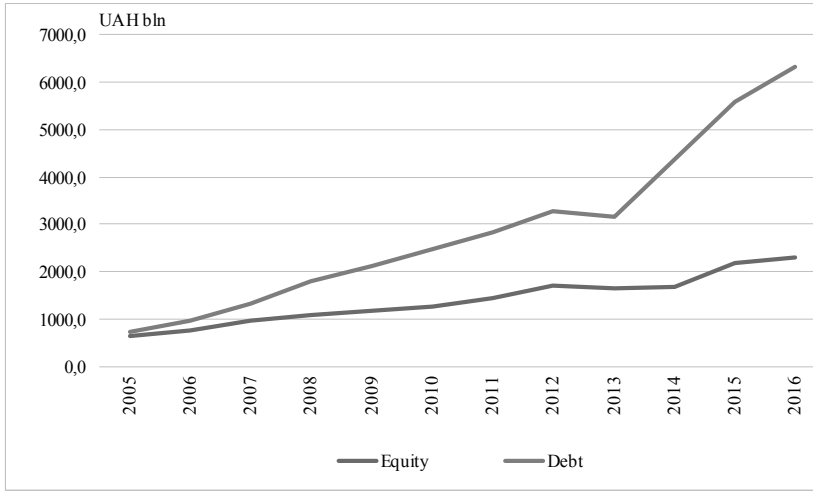


Fig.4.1.1. Ukrainian Corporate Sector Debt over Equity Exaggerated Gap
Sources: National Bank of Ukraine, National Statistical Committee of Ukraine

The growing level of the corporate sector indebtedness results in the sharpening of the own capital shortage. The latter had been calculated as an additional equity amount needed to reduce the excessive indebtedness to its normal level estimated as 1,5. The calculated capital shortage skyrocketed from UAH 200-250 billion before the war to UAH 1,15 trillion in the beginning of 2017. Hence, it increased more than 5 times. The critical own capital shortage has become the main obstacle for the corporate sector development.

The enterprises' substantial losses estimated at UAH 1,5 trillion during 2014-2015 were the main reason for the exaggerating of capital shortage. Eighty per cent of the losses could be explained by the impact of two exogenous factors — the 3-fold national currency depreciation and the liquidity losses in insolvent banks. At the same time, the negative impact of endogenous factors (tax evasions, financial statements deformations, profits hiding) was not diminished. As the result of the so-called banking sector «cleaning» campaign, the corporate sector direct capital losses estimated at UAH 270 billion. They overwhelmed the corporate sector current accounts balances at the beginning of 2014 and the annual capital investments volumes. The last estimations of the banking system "cleaning" impact on the corporate losses amounts UAH 453 billion during 2014-2016 (GDP 7,6 %)[1]. The National Bank's wrong prudential banking supervision policy and its

[1] Сколько стоил Украине банковский кризис — НБУ.- URL:http://psm7.com/news/skolko-stoil-ukraine-bankovskij-krizis-nbu.html

failure in financial system stability maintaining resulted in the loss of the corporate sector annual investment potential.

Over the three years of banking system «cleaning» (2014-2016), enterprises' bank accounts balances in foreign currency decreased by 40 % and in national currency — by 20 %. The banking system «cleaning» concept was used by National Bank to create a positive public opinion for the totally failed results in the protection of creditors and depositors function performance. The «cleaning» campaign was conducted by applying the legislation (The Law «About the individuals deposit guaranteeing») which was not appropriate for solving system problems connected with the capital outflow and the loss of control over the assets located in the occupied territories.

The rapid growth of system risks slowed down the development of financial relations between enterprises and banks substantially and initiated *the demand-side credit squeezing*. Since 2009 the banking credit role in the corporate sector financing has been weakening — its share diminished from 25 % of total financing in the beginning of 2009 to 13 % in the beginning of 2017.

The supply-side factors of the credit squeezing were mainly generated by the enormously rapid growth of the government expenditures. The macroeconomic background for the financial system functional destruction had been laid over in 2010-2013 and based on excessive government expenditures not backed by the relevant revenues. Over this period, the general cumulative government deficit exceeded UAH 200 billion or 4 % of GDP. Over 2014-2015, the total government debt (direct and guaranteed) to GDP ratio had risen from 39,9 % to 79,4 % against its growing inability of financing from internal and external sources measured by the absorption ratio (the gross government debt to M2 ratio). It had risen from 64 % in 2013 to 175 % in 2016 (fig.4.1.2) and substantially exceeded the target level of 50 %[1].

Previously, we had considered the absorption ratio impact on the interest rates level based on the Sargent-Wallace (1981) approach: it refers the negative impact of government debt on the inflationary expectations in a case real interest rate exceeds the GDP growth rate[2]. We claimed that in the underdeveloped financial systems the absorption ratio has a strong impact on the interest rates level — in the case of Ukraine if its level exceeds 50 % the strong non-linear interest rates rising trend appears. In 2005-2008, in Ukraine, this indicator was substantially higher than level mentioned (under the red line (fig.2)). Its drastic rising since 2014

[1] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку.- Ін-т економіки і прогнозування НАН України — 2010.- с. 227.

[2] Sargent T. and Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // Quarterly Review, FRB of Minneapolis, fall 1981 [Reprinted in Rational Expectations and Inflation. — 2 nd Edition NY: Harper Collins College Publishers 1993].

was a result of two factors, namely — demonetization process and government debt exaggerating. In the beginning of 2017, the indicator of financial system absorption capacity in Ukraine fell drastically and returned to the level of 2001. It led to the large-scale free capital shortage and highly negative effect on the corporate sector access to financing sources. Under these circumstances, the rise of the absorption level leads to the strengthening of crowding-out effect and *supply-side credit squeezing*. The growing system risks result in the banking sector turnout towards low-risk government securities and in a shift in the banking assets structure.

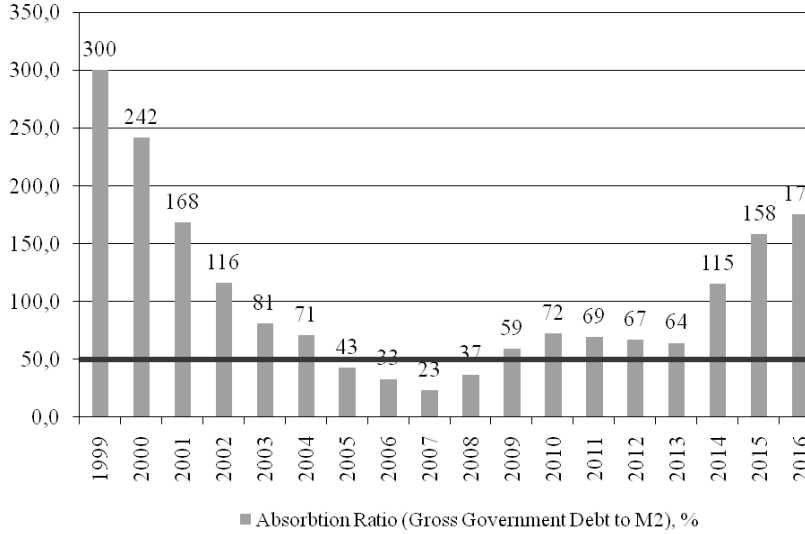


Fig 4.1.2. The Ukrainian Banking Sector Absorption Capacity Declining
Sources: National Bank of Ukraine, Ministry of Finances of Ukraine

If the absorption ratio reveals *the potential amount of crowding-out* the real one can be disclosed by the comparison of the financial sector internal resources (M2) and their investments in government securities. Thus, the financial sector investment in government securities to M2 ratio had been calculated. By the end of 2011, it was 20,8 % and by the beginning of 2017 it has climbed to 57,8 %. The growing financial sector demand for government debt instruments resulted in the decline of the credit supply for the corporate sector. The decline of the financial system's ability to cover the growing government debt could be partially explained by the fast exacerbation of resource «starving» caused by irrelevant banking system «cleaning» procedures applied.

The total financial system credit potential had been estimated:

$$\mathrm{GCP} = M2 - \mathrm{G} + C + \mathrm{F}L \qquad (1)$$

GCP — gross credit potential; M2 — broad monetary aggregate; FL — foreign liabilities; G — government securities owned to banks; C — banking system total capital (balance value).

Table 4.1.1

The Ukrainian banking System Gross Credit Potential, (UAH billions, 2010 prices)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
Broad monetary aggregate	M2	685,5	774,7	906,3	763,7	553,8	546,5
Government securities	G	142,5	171,9	227,4	328,6	262,6	315,9
«Free» money supply		*543,0*	*602,8*	*678,9*	*435,1*	*291,1*	*230,6*
Foreign liabilities	FL	261,1	211,4	193,8	133,5	86,9	60,2
Total capital	C	289,1	299,9	299,3	284,2	180,0	176,3
Gross credit potential	GCP	***1093,3***	***1114,1***	***1172,0***	***852,8***	***558,0***	***524,6***

Source: National Bank of Ukraine. Real amounts, discounted by CPI to the 2010 December prices.

During 2011-2013, the banking system gross credit potential slowly increased due to the positive total cash flow generated by the strong money demand (15 % M2 yearly growth in real terms). It exceeded the cash outflows caused by the foreign debt payments and by the growing investments in government securities. In 2014-2016, the banking system gross credit potential decreased severely. The growing scarcity of resources was pushed by three key factors.

The first was the sharp decrease of the demand for money (more than 15 % annually). Mainly, it can be explained by the failure of banking system «cleaning» policy with that had strong negative consequences — the loss of the society's trust in the central bank ability to protect the interests of the savers and to prevent the direct capital losses of enterprises.

The second one was the foreign capital outflow from the banking system. Over 2014-2016, more than threefold banking sector foreign liabilities decrease was caused by the near-default sovereign credit ratings. The third and the most crucial factor was the big cash outflow to government securities. The share of government securities in banking assets had risen from 20 % in the end of 2010 to 58 % at the beginning of 2017.

Over the last five years, the banking system gross credit potential estimated as a residual of its own and borrowed resources had decreased more than twice (fig.4.1.3) — from UAH 1093,3 billion (the end of 2011) to 524,6 billion (the end of 2016). The suggested indicator takes into account the joint impact of the time value of money, crowding-out effect and the international financial flows on the credit capacity of the national banking sector. Over 2014-2016, the foreign capital

outflow from banking sector exceeded USD 13,5 billion[1]. The non-transparent banking sector «cleaning» procedures led to the direct corporate sector financial losses estimated at UAH 453 billion. The Deposit Guarantee Fund sold the insolvent bank assets at the strongly discounted prices — not higher than 10-12 % of accounting value. Under such circumstances enterprises have a little probability of the liquid assets return from insolvent banks. As a result, the strong immunity to held cash in the Ukrainian banks had been developed. The liquid capital accumulation in offshore jurisdictions and in shadow sector had been arranged and led to the deepening of the financial resources starvation.

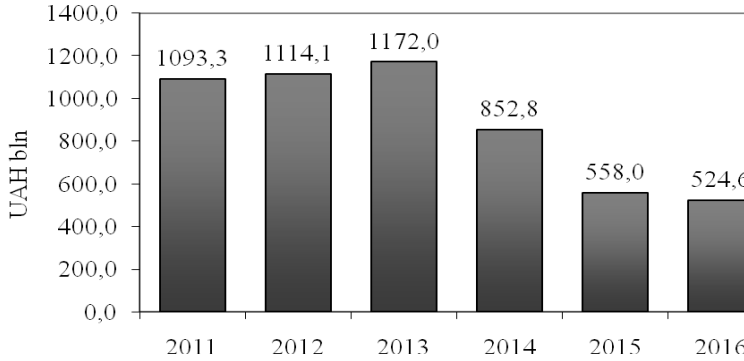


Fig.4.1.3 Ukrainian banking system gross credit potential squeezing (in 2010 prices, discounted by CPI)

Source: National Bank of Ukraine

The negative impact of crowding-out effect and foreign capital outflow from banking sector on its loan supply for corporate sector capacity together with the failed banking sector «cleaning» policy resulted in the increasing corporate sector autonomy. It reflects the destruction of the financial relations between enterprises and banks that formed over a decade. We agree that the restoration of the full functioning market-based capital turnover, primarily, the partnership between banks and enterprises, will take a long time.[2]

In the midst of 2014, the Russian aggression triggered the fast rise of the system risks which led to further high-volume foreign capital outflow directly from the corporate sector. Threefold national currency depreciation over 2014 resulted in the national financial system fragility. Its exaggeration was reflected in the

[1] Зовнішній борг України.- URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36693539

[2] A confidence crisis?. Restoring trust in financial services. — URL: http://www.smf.co.uk/wp-content/uploads/2011/07/.

growth of the external debt to GDP ratio from 80,5 % in end of 2010 to 137,4 % in end of 2015. The Ukrainian financial system became exposed to currency and international liquidity risks higher than other low and middle-income countries (the average amount of the mentioned ratio was 97,1 % in 2015). At the end of 2015, only 10,1 % of gross external debt was covered by the National Bank's international reserve assets. It is essentially lower than the average for middle-income countries which is 87,9 %[1]. Over 2014-2016, the total amount of capital outflow from corporate sector exceeded USD 23 billion or 50 % of loans outstanding at the beginning of 2014.

At the beginning of 2017, the own funds shortage had exceeded UAH 1,15 trillion against the banking system's loans supply capacity lowering on more than UAH 0,52 trillion and foreign capital outflow over UAH 0,5 trillion. This permits us to estimate the total corporate capital shortage at UAH 2,2 trillion. Under the pressure of the capital shortage, the deformed financial model has been developed with an excessively low equity and bank loans share in the capital structure. Having considered the corporate sector capital structure we had used the nonconsolidated balance sheets data for 2009-2016 (table 4.1.2).

Table 4.1.2

The Corporate Sector Capital Structure (the sources-side) (% of total non-consolidated assets)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Equity	35,6	33,6	33,7	34,1	34,4	29,4	28,1	26,7
Long-term loans	8,0	7,8	7,6	6,2	6,9	7,6	5,2	6,0
Short-term loans	6,0	5,6	5,9	5,9	7,4	5,9	5,0	3,6
Foreign loans and other liabilities	11,8	12,1	12,7	13,0	14,6	19,8	19,6	19,6
Receivables and other liabilities	38,7	40,9	40,2	40,8	36,7	37,3	42,2	44,2

Source: National Bank of Ukraine, National Statistical Committee of Ukraine

Aside from a tiny recovery in 2012-2014, over the investigated period, the equity's share in the total corporate sector capital steadily diminished after the financial crisis of 2008-2009. In the end of 2016, only a little more than a quarter of corporate sector financing sources accounted for the own capital (26,7 %). Another feature trend was the diminishment of the long- and short-term bank loans shares in the capital structure — from 14 % in the end of 2009 to 9,6 % in the end of 2016. The banking credit deleverage may be explained by high systematical risks and interest rates respectively (supply-side generated trend). According to De Haas

[1] International Debt Statistics 2017. — URL: http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/region/LMY

R. and Peeters M., in the circumstances when enterprises face the excessively high increase of interest rates, the external funds, bank credit included, payables are the usual substitute for financial debt[1]. Over 2013-2016, their share in the corporate assets financing in Ukraine had increased from 36,7 % to 44,2 %.

Foreign loans share raised substantially over the regarded period — from 11,8 % to 19,6 % mainly due to the national currency depreciation. At the same time, the foreign loans of corporate sector's real amount fell from USD 87,8 billion to 61,9 billion.

The cross-country capital structure differences exist also because of the institutional specificities. Thus, the impact of institutional factors on the corporate finance model in Ukraine had been considered.

The first factor is the *excessive terms of the debt withdrawing procedures*. The cash and capital turnover hindering in the financial system of Ukraine is manifested in the extremely low demand for national currency and high money velocity. It is caused by the weak legislative framework and long-time procedures of bankruptcy (estimated as threefold longer compared to the U.S.). The excessive durability of the debt adjustment procedures results in the exaggeration of bad loans volumes and in a big share of nonviable insolvent entities in Ukraine. The systematical corporate debts inflation phenomenon lets us talk about the enterprises' irrelevancy (with several exceptions) to the excessive indebtedness as a specific feature of the Ukrainian corporate financial model. The longer and more complicated the debt withdrawal procedures are — the higher the financial distress costs would be. The latter rises exponentially as the use of debt increases and leads to the higher risks, according to S.Myers (1984) trade-off theory of capital structure. The shift to debt in the enterprise's capital structure is possible only till the financial distress probability becomes significant[1]. There is no precise measurement of the threaten debt rate available but one can use the benchmarking approach to compare the indebtedness level in Ukraine with its level in other emerging markets.

Since a critical indebtedness level has been reached, the further fund raising through the bank credits and other market instruments has become impossible. The market must prevent the financial system from bad loans and unviable toxic entities. Caused by the low creditors' protection rules, the excessive indebtedness in the Ukrainian corporate sector has strong negative consequences for the enterprises' ability to raise funds from banks.

---

[1] De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. — [Електрон. ресурс].- URL: http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf

[1] Myers S. The capital structure puzzle. Journal of Finance..1984. № 39 P. 578. URL : http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf

The second institutional factor considered was the comparatively low debt reparation rate in Ukraine — 8,3 % which is substantially lower in the USA (80,4 %), Poland (58,3 %), and Germany (83,7 %)[2]. The excessive terms of the bankruptcy procedures together with the low debt reparation level result in the higher credit risks measured as direct capital losses of creditors.

On the one hand, aside from several few exceptions, the deformed corporate finance model in Ukraine is not aimed at fund raising in the organized financial markets. As stated by Mostafa H. T. and Boregowda S. (2014), the excessive debt leads to an underinvestment problem or 'debt overhang' problem. It means that numerous solid projects were postponed because more debt could not been issued at the moment due to the debt overhang[1]. On the other hand, enterprises have an access to financing by the instant cash feedings from the offshore and shadow sector sources. It allows us to underline *the investment's hyperflexibility of the corporate finance model in Ukraine*. Based on S.Kuznets approach [2], we consider the wide definition of investments as a total corporations capital increment. The corporate sector capital includes material and financial assets required for business[1].

Table 4.1.3

Gross corporate investments financing structure (% of total corporate gross investment)

Fund sources	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Own funds	21,0	18,6	12,8	-5,5	5,1	-1,9	-0,2	-7,4	-18,4	15,9	23,8
Depreciation	21,7	19,8	14,6	10,4	18,8	19,6	21,2	30,2	40,7	20,4	22,4
Loans	33,8	**40,4**	**40,7**	36,7	6,6	18,6	29,7	28,4	**40,4**	-10,8	-19,2
Payables and other liabilities	23,5	21,3	31,9	58,5	69,5	63,7	49,3	48,8	37,3	74,6	73,0
Investment self-financing ratios											
Gross self-financing rate	42,7	38,3	27,4	4,9	23,9	17,7	21,1	22,8	22,3	36,2	46,3
Self-financing rate*	101,5	86,0	72,9	18,2	81,0	56,0	52,0	44,3	38,3	142,0	187,1

Source: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua

* % of investment in the fixed assets by the own funds and depreciation

---

[2] Resolving Insolvency // Doing Business. World Bank. — URL: http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency

[1] Mostafa, H. T., & Boregowda, S. (2014). A Brief Review of Capital Structure Theories. Research Journal of Recent Sciences, 3(10), 113 –118.URL: http://www.isca.in/rjrs/archive/v3/i10/19.ISCA-RJRS-2013-772.pdf

[2]. Simon Kuznets & Elizabeth Jenks Capital Formation, Saving, and Financing: Definitions and Relations [Електронний ресурс] // Capital in the American Economy: Its Formation and Financing. — National Bureau of Economic Research, Inc., 1961. — URL: http://www.nber.org/chapters/c1444.pdf/- p.15

[1] . Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку.- Київ: Ін-т економіки і прогнозування НАН України — 2010.- с.81

Over 2005-2015, the average corporate investment self-financing rate (table 3) amounted 27,0 % (15,5 % from own funds (retained profits and depreciation) and 11,8 % from raised funds (equity and other corporate rights)). We can see the own funds shares shrinking during the post-crisis years (2010-2013) and their rising during the crisis years (2009 and 2014-2015). The levels of the own funds share in the financing sources lower than 0 in 2008 and 2010-2013 indicate a decapitalization process. If we compare the own funds only with investments in fixed assets the self-financing rate over the period was substantially higher — 78 % on average. The self-financing rate had gradually decreased before the financial crisis (2008 and 2013) and demonstrated a skyrocketing rising within the crisis years. The corporate sector investments self-financing rate reached 81 % in 2009 and exceeded 100 % in 2014-2015. It means that under the pressure of deleverage and the credit channel of fund raising shrinking the shadow and offshore capital reinvestments took place.

The share of bank and other loans from organized markets substantially squeezed during the crisis years had been gradually recovered within the after-crisis years. Its share in broad investments financing had exceeded 40 % in before-crisis years (2007-2008 and 2013) and then it had drastically fallen. The below zero levels of loan financing in 2014-2015 mean that corporate sector reallocated own funds for the loans redemption. Payables and other liabilities were the main broad investments financing sources over the years of the financial crisis (69,5 % in 2009, 74,6 % in 2014 and 73 % in 2015). We explain the extremely high share of these sources together with own funds by the adaptive capacity of enterprises to substitute loans with the capital injections through the legal channel (registered equity growth) or through the shadow capital inflows. It means that the corporate sector has a substantial shadow reserves which are enough to maintain the investment process during the hard times and to ensure the cash support if necessary. We call this phenomenon 'the investment's hyperflexibility of the corporate finance model in Ukraine.

This specific feature helps to diminish the negative impact of the crowding-out on the business access to the funds. Considering growing corporate sector's finances autonomy and under the crowding-out effect's pressure, the investment decisions are being made independently from an access to funds on the financial market. However, we can assume the *diminishment of the interest rates channel impact on the capital reallocation process*. Legal and shadow financial markets are interrelated — the deterioration of financing conditions on the legal market leads to the outflow of the liquid capital to the shadow markets which are not accessible to the financial regulators. Thus, the shadow capital financial capacity's strengthening takes place.

Based on the shadow capital support, the Ukrainian corporate finance model is partly consistent with the global investment financing trends: the legal sources of financing are being substituted by the shadow dirty money injections. The global trend of the off-shore investment capital inflows was estimated by UNIDO at USD 221 billion in 2015. This financing model includes the special purpose entities as the points of the liquid capital accumulation and its further reinvestment in the native country. The legal financial systems lack free funds due to the spreading of such investment round-tripping — the capital outflows in offshore jurisdictions turning back in the form of foreign direct investments[1]. The return of liquid capital in the legal financial market leads to its strengthening and brings positive consequences for the investment activity. So, the support of the corporate sector investment process by the shadow market resources has a crucial significance for Ukraine.

Given macrofinancial instability and the banking credit market closing, the real corporate sector's investments dropped in 2009 significantly — in nominal terms from UAH 196,7 billion to 119,5 billion and more than twice in real terms (figure 4.1.4). Over 2010-2013, the real investments volumes had dropped merely from the level of 2009. Since 2010, a weak investment activity model has developed in Ukraine under the influence of two main factors — 1) crowding-out effect strengthening as a crucial factor of postponing the investment activity till the future (gradually dropping trend in 2011-2015) and 2) shadow capital inflows as a factor of the total investment collapse escaping.

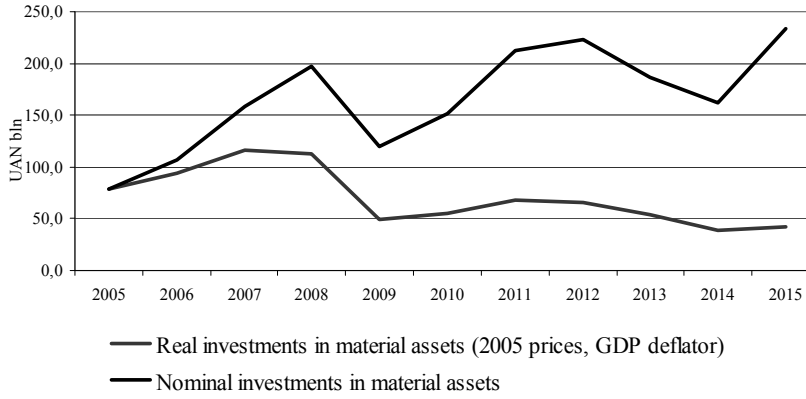


Figure 4.1.4. Nominal and real corporate sector gross investments in material assets

Sources: National Bank of Ukraine, National Statistical Committee of Ukraine

[1] Global Investmsnt Monitor. — URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ webdiaeia2016d2_en.pdf.

The rapid growth of payables and direct capital injections were the main sources of financing the net corporate investments (gross corporate investments without the fixed capital depreciation). A partial substitution of the lack of funds with the surrogate and shadow sources is possible if the free capital accumulation shifted to the cash holdings (mainly, in foreign exchange) and off-shores. For Ukraine, the first one is estimated at nearly USD 90 billion which is more than twice bigger than the broad money (M2).

Table 4.1.4

The Net Corporate Investments Financing Structure (% ot total)

Sources	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Own funds (equity)	26,8	23,1	15,0	-6,2	6,2	-2,4	-0,2	-10,5	-31,0	19,9	30,7
Loans	43,2	50,3	47,7	40,9	8,2	23,2	37,7	40,7	68,0	-13,5	-24,8
Payables and other liabilities	30,0	26,6	37,3	65,3	85,6	79,2	62,5	69,9	62,9	93,6	94,0

Source: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua

The payables and other liabilities have a crucial role in the corporate assets financing over the crisis periods (table 4). Under the poor market conditions their share in the investment capital substructure exceeded 85 % in 2009 and 90 % in 2014-2015. Simultaneously, the inflow of equity performed a role of a financial cushion which substituted the banking loans withdrawal and softened the negative impact of deleveraging.

The cross-country comparison was made to verify the hypothesis of the corporate investment hyperflexiblity in Ukraine. The data of self-financing rates calculated as the corporate free operational cash-flow to the capital investments (in fixed assets) in the USA and the EU were compared to Ukraine. The self-financing ratio fluctuates from 70 % to 130 %[1], the average level (2002-2015) estimated at 97,4 % for the EU and 95,8 % for the USA is slightly lower than 1. It means that the capital investments are being preferably financed by the own funds — operational profits and depreciation with an insignificantly low impact of cash rising through cash advances and other liabilities outstanding. It is a good argument for the support of the pecking-order theory of capital structure (the own funds are the main source of capital expenditure financing) and also for the trade-off theory ap-

[1] Artus P. Behaviour of companies in the United States and the euro zone Flash economics. Ecomomic research. October 2016 — № 1090– URL: www.research.natixis.com/ GlobalResearchWeb/Main/GlobalResearch/GetDocument/RYY9LocM8lbr_cg-KrHJMQ==

proach (debt-to-equity adjustment). We should underline that the conservative approach in the corporate finance models is prevailing.

To compare these data with the data on Ukraine, the non-financial corporation sector's operational cash flows had been calculated by adding the net saving, depreciation and receivables-payables balance taken from National Accounts Data (table 4.1.5). We recognize the absence of heterogeneity in the investment financing substructures at the micro-level, so the data obtained shows only the general corporate sector's investments financing style. At the same time, we can use it as an evidence of the existence of deformed corporate investment finance model in Ukraine. Over the whole pre-war period (e,g., before the invasion of Russians in 2014), the capital investments self-financing rate in Ukraine had not exceeded 50 % and was nearly twice lower than in developed countries. It is *not consistent with the pecking-order capital structure theory* because of the low weight of own funds in financing.

Table 4.1.5

The Capital Investments Self-Financing in Ukraine, UAH bln

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net saving	1,9	7,1	18,3	6,1	-28,6	-51,2	-62,3	-101,0	-119,5	-16,7	65,0
Depreciation	39,5	46,3	59,0	71,9	85,5	90,8	98,5	128,8	138,5	137,5	176,3
Receivables	-55,6	-70,7	-129,2	-383,6	-333,2	-270,6	-170,9	-137,4	-115,2	-457,3	-534,1
Payables	35,8	48,8	126,6	398,1	315,1	285,7	205,8	206,5	155,1	510,1	584,8
OCF	21,6	31,6	74,6	92,5	38,8	54,6	71,1	96,9	58,9	173,7	292,1
Nominal investments in fixed assets	76,7	104,4	151,7	184,7	134,1	146,2	188,2	219,9	198,2	172,2	194,5
Self-financing ratio, %	28,1	30,2	49,2	50,1	28,9	37,3	37,8	44,1	29,7	100,9	150,2

Source: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua

Before the crisis in 2008-2009, the corporate capital investments ratio had been gradually increasing from 30 % to 50 % with the lowering to 30 % in 2013. Less than 50 % of corporate sector's capital investments were covered by own funds (fig.4.1.5). The increase of the indicator in 2014-2105 does not mean the change of the investment financing model. We argue that it had become possible because of the capital inflows through the rapid growth of payables and corporate sector's positive OCF respectively. Such a trend is proper for corporate finance in Ukraine in the crisis conditions during 2008-2009. As A. Danylenko pointed out,

in Ukraine, there is no alternative for the payables as for a source of the production process funding, also *over the crisis period*[1].

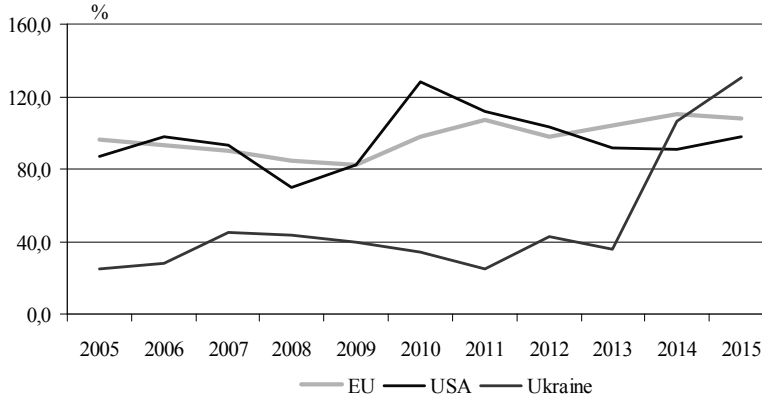


Figure 4.1.5. The capital investments self-financing comparisons

Source: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua; Artus P. Behaviour of companies in the United States and the euro zone Flash economics. Economic research. October 2016 — № 1090– URL: www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/Main/GlobalResearch/GetDocument/RYY9LocM8lbr_cg-KrHJMQ==

We also argue that the key deformed corporate finance model feature is its adaptability to the financial markets conditions deterioration and vice versa (Annex A.1). The operational cash flows were the main source of the capital investment with an average weight of 50 %. Over the last 10 years (except for 2008), the fund raising was a second source of the capital investments financing of non-financial corporations in Ukraine. The fund raising includes the capital inflows to the corporate sector through the shares and other corporative rights allocation and its *average weight in the capital investments amounts 34,2 %.* The last source of financing with the average weight of 15 % was the fund raising by the bank loans and other debt on the organized financial market.

Over the previous 10 years, the growing depreciation was a main part of the total corporate sector operational cash flow estimated at UAH 947,3 billion. The depreciation's exceeds the total cash-flow because of the negative amount of corporate sector's net saving (UAH 280,9 billion). Also, the current assets and liabilities changes had some impact on the cash-flow (estimated at 16 %) (Annex A.2).

[1] Державна політика стабілізації фінансів підприємств: монографія/ [А.І.Даниленко,В.В.Зимовець, О.М.Кошик та ін]; за ред. чл.-кор. НАН України А.І.Даниленка.; НАН України. К.- Ін-т екон. та прогнозув., 2011.- с. 37

The negative net income overall the whole corporate sector was substituted by the cash inflows via the shadow schemes — exaggeration of the payables outstanding and the capital injections through the corporate fund raising. The estimated weight of the shadow financial support was more than 40 % on average (2005-2015) and substantially higher in 2014-2015. The autonomous flow of investment capital plays a stabilizing role of a sector's liquidity support and investment activity too. We evaluate this phenomenon positively as «investment hyperflexibility». In a contrast to the financial flexibility which the majority of researchers associate with the risk elimination oriented on conservative debt policy which implies capital structure targeting[1], the investment flexibility means an unlimited access to funding irrelevant to the capital structure. The market rules do not matter in the deformed corporate finance model. At the same time, the investment capital inflows through the friendly loans and other non-transparent channels lead to the corporate sector's indebtedness and the system risks rising. So, we should mark the deformed financial model's capability of the self-reproduction on the next circle with a higher indebtedness which results in the shortage of truth deepening. The faster indebtedness rises — the closer the beginning of the adjustment process is.

Conclusions

The deformed corporate finance model developed in Ukraine as an answer on the high institutional barriers and macrofinancial unpredictability. This model is rigid to the internal and external financial shocks accounting for the shadow provisions accumulation. There are two main channels of the shadow capital support — the liquidity support through the fund raising from off-shores and shadow sector and the investment round-tripping — turning out the previously extracted funds in the form of foreign direct investments from off-shores. The failed banking system policy in Ukraine has resulted in highly negative consequences for the capital reallocation process through the financial markets. The further decline in the demand for money and its supply respectively lead to the disintegration of the financial system and to the corporate finance autonomy. On the one hand, we have a weak credit supply ability caused by the excessive government debt ("crowding-out" effect). On the other hand, we have the poor financial performance of corporate sector caused by the exploitation of the debt channel to support current liquidity and the investments.

[1] Marchica, M.-T. and Mura, R., ' Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity', Financial Management, Vol. 39(4), 2010, pp. 1339–65.

Annex A.1

The corporate capital investment financing sources

(%)

Sources	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fund risen	47,5	34,8	21,9	-24,0	38,5	28,9	32,7	31,6	28,7	71,9	63,0
Own funds	24,8	28,0	44,9	43,5	39,8	34,0	24,6	42,6	35,4	106,7	130,4
Loans	27,7	37,2	33,2	80,5	21,7	37,1	42,7	25,7	35,9	-78,6	-93,3

Source: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua

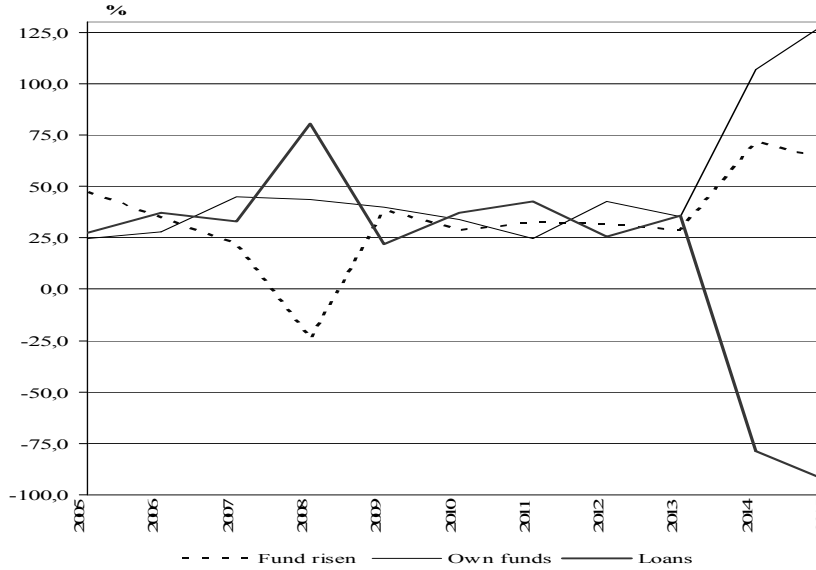


Figure A.1 The corporate capital investments financing structure

Annex 2

Corporate sector operational cash-flow determinates

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Net saving	1,9	7,1	18,3	6,1	-28,6	-51,2	-62,3	-101,0	-119,5	-16,7	65,0
Depreciation	39,5	46,3	59,0	71,9	85,5	90,8	98,5	128,8	138,5	137,5	176,3
Current assets changes	-22,3	-24,2	-9,1	2,4	-3,6	10,2	10,0	65,9	51,1	63,0	12,2

Source: Рахунки інституційних секторів економіки України. URL: http://ukrstat.gov.ua

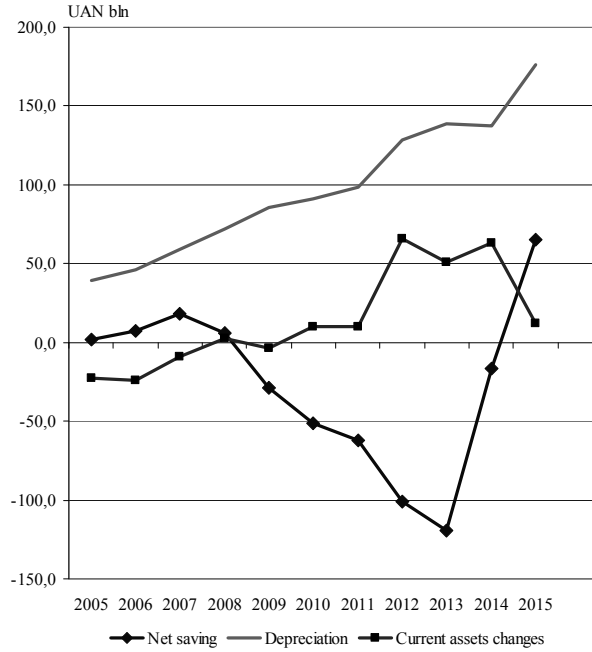


Figure A.2 The corporate sector operating cash-flow elements

4.2. Диспропорції в управлінні кредиторською заборгованістю підприємств

Корпоративний сектор будь-якої економіки ринкового типу є фундаментом її фінансової системи. У розвинутих країнах світу корпоративний сектор створює близько 90 % загального обсягу ВВП країни при частці суб'єктів не більше 10 % від загальної кількості існуючих суб'єктів господарювання[1]. У свою чергу, корпоративний сектор в Україні є доволі молодим порівняно з багатовіковим існуванням корпорацій в Європейських країнах, перші з яких з'явились ще в XVII ст.[2]. Окрім цього, розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора України відбувається за специфічним сценарієм, характеризується наявністю певних особливостей та суттєвою залежністю результа-

1. *Черненко С.М.* Корпоративний сектор: сучасний стан та проблеми становлення / С. М. Черненко // Ефективна економіка. — 2011. — № 9. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_9_10

2 *Заєць Т.О.* Корпоративні структури в умовах економічної нестабільності / Т.О. Заєць // Вісник Хмельницького національного університету. — 2009. — №3, Т. 2. — С.199–202.

тів їх діяльності від інституційних чинників. Слабкий рівень розвитку фінансового ринку України, відсутність доступу до кредитних джерел фінансових ресурсів та перманентні кризові явища зумовили появу й поширення системних диспропорцій у структурі капіталу вітчизняних підприємств. Так, за період 2008–2016 рр. частка власного капіталу у валюті балансу українських підприємств скоротилась з 42,18 % у 2008 р. до 30,97 % у 2016 р. (табл. 4.2.1). Основними причинами такої тенденції стали збиткова діяльність підприємств, припинення бізнесу та втрата активів у зв'язку з окупацію Росією частини території країни. Поряд із зростанням боргової залежності підприємств корпоративного сектору спостерігалась стабільна тенденція до збереження відносно невеликої частки банківських кредитів у фінансуванні їх діяльності (табл. 4.2.1). Водночас суттєво збільшилась роль сурогатних форм боргового фінансування, зокрема, кредиторської заборгованості. Протягом 2008–2014 рр. спостерігалось суттєве зниження її частки у структурі поточних зобов'язань підприємств корпоративного сектору з 83,89 % до 56,62 %. Вже на початок 2016 року питома вага кредиторської заборгованості становила 87,49 % (табл. 4.2.1).

Таблиця 4.2.1

Основні показники структури капіталу підприємств корпоративного сектору України за 2008–2016 роки*

(на початок року, у %)

Показники	Роки						
	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Частка власного капіталу у валюті балансу	42,18	35,59	35,72	35,01	29,87	32,34	30,97
Частка кредиторської заборгованості у поточних зобов'язаннях	83,89	83,58	81,30	56,62	57,01	87,49	н/д
Частка короткострокових кредитів у поточних зобов'язаннях	14,09	12,84	13,28	14,23	13,48	18,15	н/д

Джерело: Розраховано автором на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008-2017 роки[1]

Безумовно, використання сурогатних форм фінансування є притаманним країнам з перехідною економікою. Це пояснюється тим, що кредиторська заборгованість, як джерело короткострокового альтернативного фінансування, є достатньо привабливим для тих підприємств, які стикаються з надвисокими преміями при залученні зовнішніх джерел фінансових ресурсів,

[1] Державна служба статистики України. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://www.ukrstat.gov.ua/

у тому числі банківського кредитування[1],[2]. Однак стрімке зростання частки кредиторської заборгованості у структурі капіталу підприємства призводить до збільшення його фінансової залежності від кредиторів, тим самим погіршуючи його ліквідність, платоспроможність і фінансову стійкість.

Враховуючи зазначене, вважаємо за необхідне дослідити вплив зростання обсягів короткострокового фінансування підприємств за рахунок кредиторської заборгованості на основні показники їх фінансового стану.

Як відомо, першу групу показників фінансового стану підприємства, на які впливає обсяги використання кредиторської заборгованості є коефіцієнти ліквідності й платоспроможності та величина робочого капіталу. Динаміка зазначених показників в цілому по Україні за 2008–2016 рр. представлена в табл. 4.2.2.

Таблиця 4.2.2

Динаміка показників ліквідності й платоспроможності підприємств корпоративного сектору України за 2008–2016рр.

(на початок року)

Показник	Од. виміру	Роки					
		2008	2012	2013	2014	2015	2016
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	відн. частки	0,10	0,07	0,08	0,08	0,08	0,07
Коефіцієнт швидкої ліквідності	відн. частки	0,92	0,90	0,90	0,89	0,83	0,79
Коефіцієнт покриття	відн. частки	1,19	1,18	1,18	1,14	1,04	1,00

Джерело: Розраховано автором на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008-2016 роки [3]

Як бачимо з табл. 4.2.2, у 2008–2012 рр. і 2015-2016 рр. спостерігалось зниження платоспроможності та ліквідності українських підприємств. Разом з тим, варто відмітити, що попри вказані коливання та невисокі значення всі

[1] Зимовець В. В. Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні: інституційний / В. В. Зимовець // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: Зб. матеріалів І Всеукр. наук.-практ. конференції. — 2016. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf.

[2] Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance. — 1984. — № 39. — P. 575–592. — [Електронний ресурс].- Режим доступу до ресурсу: http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf.

[3] Державна служба статистики України. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://www.ukrstat.gov.ua/

показники ліквідності та платоспроможності підприємств корпоративного сектору України знаходились у межах нормативних величин.

Дослідження динаміки робочого капіталу українських підприємств потребує особливої уваги. Так, якщо у 2008–2013 рр. спостерігалось збільшення величини робочого капіталу підприємств з 185859 млн грн до 448294,1 млн грн, то починаючи з 2014 року відбулось стрімке його скорочення до від'ємного значення у 2016 році — 6300 млн грн. При цьому, у 2017 році також спостерігалась негативна тенденція подальшого збільшення від'ємної величини робочого капіталу українських підприємств (рис. 4.2.1).

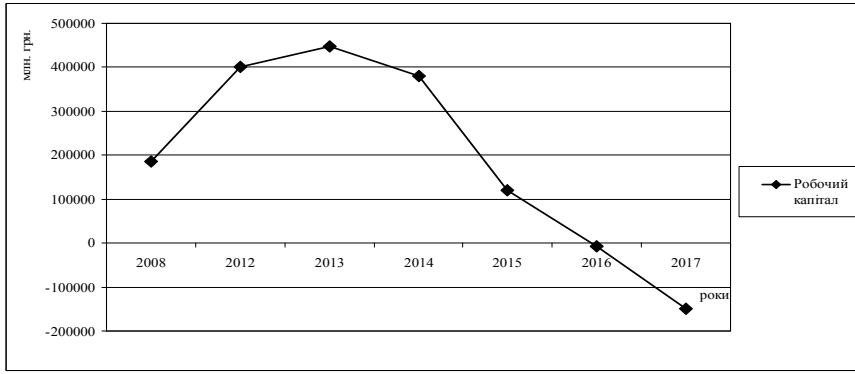


Рис. 4.2.1. Динаміка величини робочого капіталу підприємств корпоративного сектору України за 2008–2017 рр.

Джерело: Розраховано автором на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008-2016 роки [1]

Якщо розглядати динаміку робочого капіталу американських компаній у 2013–2017 рр., також можна відмітити значне його скорочення за аналізований період. При цьому найбільше скорочення обсягу робочого капіталу спостерігалось у 2013–2014 рр. — з 6311,6 трлн дол. до 87,2 трлн грн. У 2014–2015 рр. спостерігалась незначна тенденція до його зростання із подальшим скороченням у 2015–2017 рр., що є аналогічним до тенденції українських підприємств, та свідчить про ризиковану структуру капіталу американських компаній (рис. 4.2.2).

[1] Державна служба статистики України. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://www.ukrstat.gov.ua/

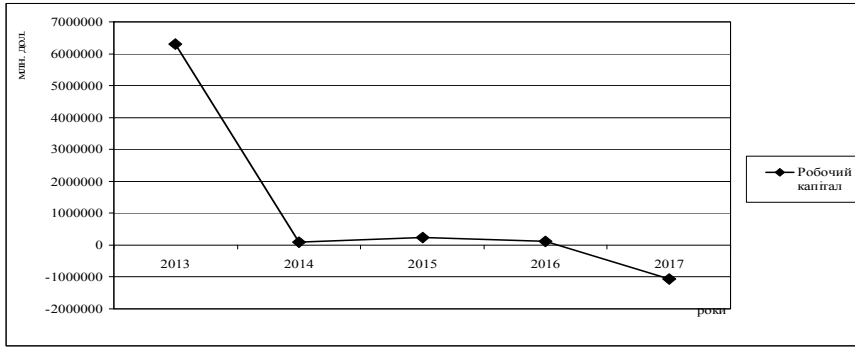


Рис. 4.2.2. Динаміка величини робочого капіталу підприємств корпоративного сектору країн США

Джерело: Розраховано автором на основі даних [1]

Таким чином, дослідження показників ліквідності і платоспроможності українських підприємств свідчить про те, що за 2015–2017 рр. їх спроможність вчасно розраховуватись за своїми поточними зобов'язаннями суттєво зменшилась. При цьому, відбувалось нарощення обсягів фінансування підприємств за рахунок кредиторської заборгованості. Виявлена тенденція свідчить про посилення диспропорцій у структурі капіталу підприємств корпоративного сектору за останні роки.

Деформація структури пасивів українських підприємств також суттєво вплинула на показники їх фінансової стійкості, динаміку яких представлено в табл. 4.2.3.

Таблиця 4.2.3

Динаміка показників фінансової стійкості підприємств корпоративного сектору за 2008–2017 рр.

(на початок року, у %)

Показник	Роки						
	2008	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Коефіцієнт фінансової незалежності	42,18	35,59	35,72	35,01	29,87	32,34	30,97
Коефіцієнт фінансового левериджу	137,05	180,97	179,98	185,61	234,79	209,21	222,9
Коефіцієнт забезпеченості робочого капіталу	15,78	15,51	15,35	12,37	3,69	-0,15	-5,21
Коефіцієнт маневреності робочого капіталу	18,05	24,24	23,43	21,28	6,67	-0,36	-7,98

Джерело: Розраховано автором на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008-2017 роки [1]

[1] Damodaran on-line: Home Page — [Електронний ресурс]. –Режим доступу: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Як видно з табл. 3, ризикованість структури капіталу на початок 2008 року перевищувала нормативне значення майже втричі. За досліджуваний період відбулось суттєве зростання боргового навантаження українських підприємств, що призвело до більш ніж чотирикратного перевищення нормативного значення показника фінансового левериджу у 2017 році з одночасною їх декапіталізацією. Зростання від'ємних значень коефіцієнтів забезпеченості робочого капіталу та його маневреності свідчить про незабезпеченість підприємств власними оборотними коштами, повне фінансування оборотних і частково необоротних активів за рахунок поточних зобов'язань, що призводить до значних ризиків їх діяльності й зростання ймовірності банкрутства.

З метою проведення порівняльного аналізу структури капіталу українських підприємств вважаємо за доцільне розглянути дане питання на прикладі інших країн (табл. 4.2.4).

Таблиця 4.2.4

Основні показники структури капіталу корпоративного сектору США, Західної Європи та емерджентних країн

(на початок року, у %)

Країна	Показник	Роки			
		2014	2015	2016	2017
США	Коефіцієнт фінансової незалежності	36,54	38,43	37,37	36,79
	Коефіцієнт фінансового левериджу	74,28	66,14	71,49	67,9
Західна Європа	Коефіцієнт фінансової незалежності	45,08	44,57	46,54	67,11
	Коефіцієнт фінансового левериджу	121,81	124,36	114,89	115,5
Емерджентні ринки	Коефіцієнт фінансової незалежності	63,09	65,12	64,35	69,43
	Коефіцієнт фінансового левериджу	58,51	53,56	55,39	62,14

Джерело: Розраховано автором на основі даних [2]

Виходячи з даних табл. 4.2.4, можна стверджувати, боргова залежність корпоративного сектора України значно перевищує «нормальний» для країн з емерджентними економіками рівень майже в чотири рази. Якщо порівнювати із показниками структури капіталу західноєвропейських підприємств, діяльність яких характеризується значно вищим ніж у США та емерджентних країнах ступенем ризику, то фінансова стійкість українських компаній усе одно є суттєво нижчою. Одночасно з цим, фінансова стійкість компаній США, Західної Європи та емерджентних ринків у 2013–2017 рр. характеризувалась позитивною динамікою зниження ризикованості їх діяльності.

[1] Державна служба статистики України. Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://www.ukrstat.gov.ua/

[2] Damodaran on-line: Home Page — [Електронний ресурс]. –Режим доступу: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Проведений вище аналіз підтверджує результати досліджень українського вченого В.В. Замовця про те, що високий рівень боргової залежності підприємств корпоративного сектора України є проявом «квазіринковості» її фінансової системи та нездатності останньої до самозбалансування внаслідок системної інституційної неспроможності [1]

Надалі вважаємо за необхідне розглянути показники ділової активності підприємств корпоративного сектору України, на які впливає кредиторська заборгованість (табл. 4.2.5).

Таблиця 4.2.5

Показники ділової активності підприємств України за 2008–2016 роки

(на початок року)

Показник	Од. виміру	Роки					
		2008	2012	2013	2014	2015	2016
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	рази	2,77	2,40	2,24	3,25	2,66	2,60
Строк погашення кредиторської заборгованості	дні	129,8	150,2	160,7	110,9	135,1	138,3
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	рази	3,34	2,95	2,69	2,77	2,48	2,27
Строк погашення дебіторської заборгованості	дні	107,90	122,21	134,08	130,12	145,15	158,52
Фінансовий цикл	дні	19,62	25,84	28,95	75,97	62,83	73,79

Джерело: Розраховано автором на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008-2016 роки

Аналізуючи дані табл. 4.2.5, можна стверджувати, що оборотність кредиторської та дебіторської заборгованості українських підприємств є украй низькою, а строки їх погашення — надзвичайно довгі. Так, протягом 2008-2016 рр. період погашення кредиторської заборгованості збільшився на 8,5 днів, а дебіторської — майже в 2 рази (з 107,9 днів у 2008 р. до 158,52 днів у 2016 р.). Така ситуація зумовила більш ніж трикратне збільшення періоду фінансового циклу, що свідчить про суттєве зниження ділової активності вітчизняних підприємств, та потребує детального аналізу співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості за відповідний період (табл. 4.2.6).

Як видно з табл. 4.2.6, за 2008–2016 рр. відбулось значне зростання кредиторської і дебіторської заборгованості підприємств. Однак дебіторська

[1] *Зимовець В. В.* Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні: інституційний / В. В. Зимовець // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: Зб. матеріалів I Всеукр. наук.-практ. конференції. — 2016. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf.

заборгованість підприємств зростала вищими темпами ніж кредиторська, що свідчить про значний рівень іммобілізації фінансових ресурсів реального сектору у даний вид активу. Так, значення даного показника в Україні нині є у 2,5 разу вищим, ніж в інших країнах з ринками, що розвиваються[1].

Таблиця 4.2.6

Співвідношення кредиторської та дебіторської заборгованостей підприємств України за 2018–2016 роки

(на початок року)

Показник	Роки						Відносне відхилення, рази
	2008	2012	2013	2014	2015	2016	
Кредиторська заборгованість, млрд грн	832,5	1753,3	1990,9	1335,5	1673,8	2196,3	2,64
Дебіторська заборгованість, млрд грн	692,2	1426,6	1661	1566,6	1798,1	2517,2	3,64
Співвідношення кредиторської та дебіторської заборгованості, рази	1,20	1,23	1,20	0,85	0,93	0,87	-

Джерело: Розраховано автором на основі даних структури балансу підприємств за видами економічної діяльності за 2008-2016 роки

З метою проведення детального аналізу складу та структури кредиторської заборгованості на мікроекономічному рівні, здійснимо її оцінку на прикладі ПРАТ «ВФ Україна». Так, частка кредиторської заборгованості протягом 2014–2016 років займала достатньо значну частку у структурі джерел фінансування діяльності підприємства, й коливалась у межах 27,83–34,55 %[2].

Як свідчать дані табл. 4.2.7, протягом 2014–2016 рр. загальний обсяг кредиторської заборгованості ПрАТ «МТС Україні» знаходився приблизно на однаковому рівні. За вказаний період розмір заборгованості зріс на 3,9 % або на 163430 тис. грн.

Значну питому вагу у складі кредиторської заборгованості підприємства займають зобов'язання за товари, роботи, послуги та заборгованість за розрахунками з учасниками (заборгованість, пов'язана з розподілом прибутку і формуванням статутного капіталу). Таким чином, ПРАТ «ВФ Україна» активно використовує безпроцентні позикові кошти для придбання матеріально-виробничих ресурсів та здійснення інших розрахунків.

[1] Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance. — 1984. — № 39. — P. 575–592. — [Електронний ресурс].- Режим доступу до ресурсу: http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf

[2] Річна фінансова звітність підприємства ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 рр. [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://smida.gov.ua.

Таблиця 4.2.7

Кредиторська заборгованість ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Стаття балансу	Роки			Абсолютне відхилення, тис. грн		Відносне відхилення, %	
	2014	2015	2016	2014-2015	2015-2016	2014-2015	2015-2016
Поточна кредиторська заборгованість, тис. грн: за товари, роботи, послуги	995026	1474074	1173356	479048	-300718	48,1	-20,4
за розрахунками з бюджетом	64245	0	185941	-64245	185941	-100,0	-
за розрахунками зі страхування	2117	1693	9922	-424	8229	-20,0	486,1
за розрахунками з оплати праці	4	6	17176	2	17170	50,0	286166,7
за одержаними авансами	60317	65612	54238	5295	-11374	8,8	-17,3
за розрахунками з учасниками	2297220	2297220	2648890	0	351670	0,0	15,3
із внутрішніх розрахунків	729273	848426	222109	119153	-626317	16,3	-73,8
Всього:	4148202	4687031	4311632	538829	-375399	13,0	-8,0

Джерело: Розраховано автором на основі даних балансу ПРАТ «ВФ Україна» за 2014─2016 роки

Слід також зазначити, що в 2016 році у підприємства значно зросла кредиторська заборгованість за розрахунками із бюджетом, що є досить небезпечним, оскільки така заборгованість призводить до нарахування штрафних санкцій.

Поряд із кредиторською заборгованістю ПРАТ «ВФ Україна» слід також проаналізувати і стан дебіторської заборгованості підприємства за 2014–2016 роки (табл. 4.2.8).

Виходячи з даних табл. 4.2.8, можна стверджувати, що, в цілому, за період 2014–2016 рр. спостерігається збільшення обсягів дебіторської заборгованості на 33 %. При цьому найбільшу частку у складі дебіторської заборгованості ПРАТ «ВФ Україна» у 2014–2016 роках займала заборгованість за продукцію, товари, роботи та послуги. У 2016 році порівняно з 2014 роком її

сума зросла на 112,6 %. Це означає, що підприємство активно використовує принцип товарних позичок, реалізуючи споживачам свою продукцію з відстрочкою платежів.

Таблиця 4.2.8

Дебіторська заборгованість ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Стаття балансу	Роки			Абсолютне відхилення, тис. грн		Відносне відхилення, %	
	2014	2015	2016	2014–2015	2015–2016	2014–2015	2015–2016
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги, тис. грн	663310	533287	1410509	-130023	877222	-19,6	164,5
Дебіторська заборгованість за розрахунками, тис. грн:	33274	56399	54842	23125	-1557	69,5	-2,8
за виданими авансами							
з бюджетом	307359	332266	7695	24907	-324571	8,1	-97,7
у тому числі з податку на прибуток	307142	254823	7643	-52319	-247180	-17,0	-97,0
з нарахованих доходів	19462	13144	6679	-6318	-6465	-32,5	-49,2
із внутрішніх розрахунків	123592	282953	487257	159361	204304	128,9	72,2
Інша поточна дебіторська заборгованість	362020	24409	40133	-337611	15724	-93,3	64,4
Всього:	1509017	1242458	2007115	-266559	764657	-17,7	61,5

Джерело: Розраховано автором на основі даних балансу ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Безумовно, важливою складовою при управлінні фінансовим станом підприємства є постійний аналіз співвідношення розмірів кредиторської й дебіторської заборгованості. Даний аналіз проведемо і для ПРАТ «ВФ Україна» (табл. 4.2.9).

Таблиця 4.2.9

Співвідношення кредиторської та дебіторської заборгованостей ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Роки	Загальна сума заборгованості, тис. грн		Співвідношення кредиторської (КЗ) та дебіторської заборгованості (ДЗ)	Абсолютне відхилення КЗ від ДЗ, тис. грн	Відхилення від гранично допустимого рівня КЗ/ДЗ
	кредиторська	дебіторська			
2014	4148202	1509017	2,75	2639185	-1,65
2015	4687031	1242458	3,77	3444573	-2,67
2016	4311632	2007115	2,15	2304517	-1,05

Джерело: Розраховано автором на основі даних балансу ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Виходячи з даних табл. 4.2.9, протягом 2014–2016 рр. мало місце значне перевищення кредиторської заборгованості над дебіторською. Так, на кінець 2014 року на 1 грн дебіторської заборгованості припадало 2,75 грн кредиторської, у 2015 р. — 3,77 грн, а у 2016 р. — 2,15 грн.

На нашу думку, таке співвідношення кредиторської до дебіторської заборгованості є нераціональним, оскільки, як уже зазначено, допустимий рівень коефіцієнта їх співвідношення без ризику втрати платоспроможності та значного погіршення фінансового стану підприємства має бути у межах від 1 до 1,1.

З метою визначення впливу кредиторської заборгованості на фінансовий стан ПРАТ «ВФ Україна», необхідно оцінити відповідність показників підприємства нормативним показникам ліквідності, ділової активності та фінансової стійкості (табл. 4.2.10).

Аналізуючи дані табл. 4.2.10, можна дійти висновку, що протягом 2014–2016 рр. спостерігалось суттєве зниження платоспроможності й ліквідності ПРАТ «ВФ Україна». Від'ємна величина робочого капіталу підприємства свідчить про його нездатність вчасно погасити короткострокові зобов'язання. Разом з тим, показники фінансової стійкості ПРАТ «ВФ Україна» в частині його автономії та залежності від кредиторів знаходились на задовільному рівні. Показники ділової активності підприємства в цілому аналогічні тенденціям їх динаміки на макроекономічному рівні.

Таблиця 4.2.10

Основні показники фінансового стану ПрАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Показник	Од. виміру	2014 р.	2015 р.	2016 р.
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	відн. частки	0,91	0,40	0,27
Коефіцієнт швидкої ліквідності	відн. частки	1,22	0,63	0,67
Коефіцієнт покриття	відн. частки	1,23	0,64	0,68
Чистий оборотний капітал	тис. грн	1137903	-1995082	-1678282
Коефіцієнт фінансової незалежності	відн. частки	0,58	0,63	0,66
Коефіцієнт фінансування	відн. частки	0,72	0,59	0,52
Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними засобами	відн. частки	0,19	-0,57	-0,48
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	відн. частки	0,16	-0,21	-0,16
Коефіцієнт оборотності активів	рази	0,95	0,75	0,74
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	рази	2,43	2,28	2,53
Строк погашення кредиторської заборгованості	дні	150,47	159,84	144,28
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	рази	6,66	8,12	5,57
Строк погашення дебіторської заборгованості	дні	54,05	44,33	64,63

Джерело: Розраховано автором на основі даних балансу ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 роки

Таким чином, аналіз структури капіталу реального сектору економіки у 2008–2017 рр. та оцінка кредиторської заборгованості ПРАТ «ВФ Україна» за 2014–2016 рр., свідчить про суттєву роль кредиторської заборгованості у його фінансуванні, та її значний вплив на фінансовий стан українських підприємств. Слабка роль банківського кредитування фінансової діяльності суб'єктів підприємництва, їх декапіталізація зумовлюють зростання обсягів кредиторської заборгованості та, як наслідок, значну іммобілізацію активів у дебіторську заборгованість. Це, в свою чергу, призводить до зниження платоспроможності, ділової активності та значних ризиків фінансування діяльності підприємств корпоративного сектору.

Враховуючи вказане, пріоритетними напрямами ліквідації диспропорцій у структурі капіталу підприємств реального сектору пропонуємо визначити як такі:

- нарощення власного капіталу підприємств шляхом їх капіталізації;
- розширення доступу реального сектору економіки до кредитних ресурсів.

На нашу думку, досягнення поставлених завдань залежить не тільки від ефективного управління кредиторською заборгованістю на мікроекономічному рівні, а й у першу чергу стосується активізації та удосконалення державної політики щодо підвищення фінансової стійкості підприємств корпоративного сектору України.

З розгортанням фінансово-економічної кризи в Україні було прийнято низку законодавчо-нормативних актів, що мали за мету зменшення її проявів, а саме:

- Закон України «Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» від 31.10.2008 р. № 639-VI;
- Закон України «Про державно-приватне партнерство» від 01.07.2010 р. № 2404-VI;
- Указ Президента України «Про додаткові заходи щодо подолання фінансової кризи в Україні» від 17.11.2008 р. № 1046/2008, що втратив чинність 30.06.2014 року;
- Указ Президента України «Про стимулювання розвитку підприємницької діяльності в умовах світової фінансової кризи» від 22.06.2009 р. № 466.

З метою вирішення проблемних питань, пов'язаних з погашенням кредитів корпоративного сектору, було прийнято Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо заборони банкам змінювати умови договору» від 12.12.2008 № 661-VI; Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» від 23.02.2012 № 4452-VI.

Прийняття Правлінням Національного Банку України низки Постанов на певні періоди «Про окремі питання діяльності банків» від 04.12.2008 р. дозволило банкам самостійно та на власний ризик приймати рішення про пролонгацію (реструктуризацію) кредитів, наданих товаровиробникам.

З метою врегулювання діяльності ринків було прийнято такі законодавчо-нормативні акти:

- Закон України «Про розвиток та державну підтримку малого і середнього підприємництва в Україні» від 22.03.2012 р. № 4618-VI;

- Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців» щодо спрощення реєстрації осіб як платників податків» від 05.09.2013 р. №441-VII;

- Постанова КМУ №278 «Про заходи щодо стабілізації цін за надання послуг та оренду торгових приміщень (площ) у торговельних об'єктах, на ринках з продажу продовольчих та непродовольчих товарів в умовах фінансово-економічної кризи» від 05.03.2009 р.;

- Розпорядження КМУ "Про схвалення Концепції Загальнодержавної програми розвитку малого і середнього підприємництва на 2014–2024 роки" від 28.08.2013 р. № 641, що втратило чинність, та діюча Стратегія розвитку малого і середнього підприємництва в Україні на період до 2020 року.

Проте зазначені нормативно-правові акти не містять конкретних механізмів зміцнення фінансової стійкості підприємств реального сектору. На деякі заходи не були виділені кошти з Державного бюджету України [9]. Крім того, заходи НБУ щодо захисту інтересів вкладників і кредиторів (зокрема Закон України «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб») були непридатними для вирішення системних проблем, пов'язаних із відтоком капіталу та втратою контролю за активами на окупованих територіях[1].

Зазначені проблеми актуалізують питання необхідності покращення стану законодавчо-нормативної бази, в якій мають чітко визначені заходи державної політики щодо зміцнення фінансової стійкості суб'єктів підприємництва й механізми їх використання в умовах фінансово-економічної кризи та військового конфлікту.

Підтримуючи думку фахівців Національного Інституту стратегічних досліджень вважаємо, що у випадку невтручання органів державного управління у розвиток проблемної ситуації, у майбутньому спостерігатиметься по-

[1] *Зимовець В. В.* Кредитоспроможність підприємств корпоративного сектору: тенденції, проблеми, перспективи [Електронний ресурс] / В. В. Зимовець, Н. М. Шелудько. — 2017. — Режим доступу до ресурсу: http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/22024/1/378-380.pdf.

силення диспропорцій в управлінні фінансами підприємств корпоративного сектору. В свою чергу, це призведе до низки негативних наслідків:

- подальше зменшення частки власного капіталу підприємств, критичне зростання кредиторської і дебіторської заборгованості, передусім, безнадійних боргів, і, як наслідок, стрімке погіршення фінансової стійкості вітчизняних підприємств;

- зниження рівня платоспроможності та кредитоспроможності підприємств;

- подальше зниження конкурентоспроможності українських підприємств на зовнішніх ринках унаслідок недостатніх обсягів фінансування;

- посилення декапіталізації, зростання рівня збитковості, й збільшення кількості збанкрутілих підприємств;

- зниження інвестиційної привабливості підприємств[1].

Таким чином, система заходів державної політики щодо усунення виявлених диспропорцій, на нашу думку, має бути спрямована на ров'язання таких проблем:

1) розширення доступу до кредитних ресурсів за рахунок:

- переорієнтації діяльності державних банків на підтримку МСБ та експортерів;

- зміни підходів НБУ в частині реалізації функції «захисту інтересів вкладників і кредиторів» з метою відновлення довіри до банківської системи з боку підприємств;

- спрощення процедур мікрокредитування;

- розвиток венчурного інвестування.

2) Підвищення рівня фінансової стійкості, ліквідності та платоспроможності українських підприємств за рахунок запровадження системи моніторингу показників їх діяльності.

3) Сприяння підвищенню прибутковості підприємств за рахунок:

- зменшення податкового навантаження на доходи підприємств;

- стимулювання експортних операцій на основі створення Державного експертно-кредитного агентства з метою підтримки національного експортного промислового виробництва;

- активізації використання механізмів державно-приватного партнерства.

Зазначені механізми підвищення капіталізації підприємств та усунення диспропорцій у фінансуванні підприємств корпоративного сектору України дозволять зменшити обсяги сурогатних боргів, сприятимуть зростанню влас-

[1] Пріоритети державної політики сприяння посиленню фінансової стійкості суб'єктів підприємництва. [Електронний ресурс].- Режим доступу до ресурсу: Аналітична записка. — http://www.niss.gov.ua/articles/238/

ного капіталу, зниженню ризиків ведення бізнесу та успішному їх функціонуванню у довгостроковій перспективі.

4.3. Зниження негативних екстерналій високої концентрації власності корпорацій в процесі розвитку економічної системи

В умовах нерівномірності та трансформації розвитку національної економіки, набувають пріоритетності питання зниження негативного впливу ендогенних факторів функціонування корпоративного сектору. Особливо гостро суб'єкти господарювання зазнають обмежуючий вплив факторів ринку капіталів, зокрема ринку цінних паперів і банківського кредитування, розвиток яких на сьогодні залишається диспропорційним. Разом з тим, ступінь доступу до фінансових ресурсів визначає можливість реалізації інвестиційної потреби, а отже, якісного розвитку та зростання вартості бізнесу.

Дослідження в області фінансової архітектури суб'єктів господарювання, як системи таких внутрішніх структурних характеристик, що визначають своєрідність реалізації фінансово-господарської діяльності, дозволили виявити здатність корпорацій до адаптації внутрішніх характеристик з точки зору відповідності загально-сформованим вимогам національного корпоративного сектору, з одного боку, та розширення можливостей доступу до фінансування в умовах фрікційності та високої циклічності кон'юнктури фінансового ринку, з іншого. Разом з тим, слід зазначити, що сталою особливістю фінансової архітектури переважної більшості суб'єктів корпоративного сектору України разом із гранично високим рівнем накопиченого боргового навантаження залишається сформована надконцентрована структура власності. Такі архітектурні особливості несуть у собі фактори фінансових обмежень, що не тільки проявляється у складності доступу самих компаній до джерел зовнішнього капіталу, але й у масштабах економіки справляє кумулятивний зворотній вплив на фінансовий ринок через блокування розвитку окремих його секторів, що в результаті звужує канали доступу для усіх інших учасників фінансових відносин, тим самим, утворюючи замкнене коло.

Питання структури власності є одним з ключових аспектів предмету досліджень у сфері корпоративних фінансів, оскільки через призму агентських конфліктів і пов'язаних з ними витрат справляє вплив на ефективність реалізації корпоративної стратегії, а отже на ринкову вартість бізнесу. Взаємозв'язок структури власності саме з позиції рівня концентрації акцій у їх власників та ефективності бізнесу розглядався в різних аспектах такими ав-

торами, як Морк Р.[1], Фратіні Ф.[2], Баркарт М.[3], Демсетц Г.[4], Вінтіла Г.[5], Церовік С.[6], Черкасова В. А.[7], Македон В.[8], Бичкова Н.В.[9], Сливка Т. О.[10] та інші. Авторами підтверджується наявність позитивного впливу концентрації власності на ефективність компаній, що функціонують в умовах перехідних економік. Разом з тим, за останні роки з'являється все більше свідчень на користь того, що навіть у країнах із слабким розвитком фінансових ринків та інформаційно-правових інститутів, такий вплив не є монотонним: надмірне підвищення рівня концентрації інсайдерської власності може бути виправдане лише у короткостроковій перспективі як інструмент зменшення кількості ланок корпоративних конфліктів, прискорення реалізації рішень завдяки використанню неформальних факторів, захисту від опортунізму зсередини компанії та ворожих поглинань ззовні. У довгостроковій перспективі напрям такого впливу змінюється, оскільки подальше підвищення рівня концентрації звужує горизонт потенційних зовнішніх джерел фінансування інвестиційних потреб бізнесу.

З іншого боку, питання концентрації власності розглядається з позиції факторів, що її визначають. З цього приводу показовими є дослідження Ла

---

[1] Morck R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Financial Economics. — 1988. — №20. — P. 293–315.

[2] Fratini, F. Corporate governance and performance: Evidence from Italian companies / F. Fratini, P. Tettamanzi // Open Journal of Business and Management. — 2015. — № 3(3). — P. 199–218.

[3] Burkart M. Minority Blocks and Takeover Premia / M. Burkart, D. Gromb, F. Panunzi // [Electronicresource]. — Modeofaccess: http://denis.gromb.pagesperso-orange.fr/files/bgp6.pdf

[4] Demetz H. The structure of corporate ownership: causes and consequences: H.Demsetz, K. Lehn // [Electronicresource]. — Modeofaccess: http://dx.doi.org/10.1086/261354

[5] Vintila G. Insider Ownership and the Value of the Bucharest Stock Exchange Listed Companies: Convergence-of-Interest or Entrenchment Effect? / G. Vintila, S. Gherghina // International Journal of Economics and Financial Issues. — 2013. — № 1(4). — P. 183–195.

[6] Cerovic S. The impact of ownership structure on corporate performance in transitional economies / S.Cerovic, N. Stanisic, T. Radojevic, N. Radovic // Amfiteatru Economic. — 2014. — №17(38). — P. 441–454.

[7] *Черкасова В. А.* Влияние концентрации инсайдерской собственности на эффективность инвестиций компаний на развивающихся рынках / В. А. Черкасова, Р. Ф. Дуняшева // Корпоративные финансы. — 2014. — № 2(30). — С. 4 — 17.

[8] *Македон В. В.* Забезпечення процесів ефективного управління корпоративною власністю в Україні / В. В. Македон, О. О. Баканов // Європейський вектор економічного розвитку. — 2012. — № 1 (12). — С. 115 — 122.

[9] *Бичкова Н.В.* Структура власності національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансово-господарської діяльності / Н. В.Бичкова // Вісник ОНУ ім. І.І. Мечникова. — 2010. — №7. — С. 5-15.

[10] *Сливка Т. О.* Особливості формування та розвитку корпоративної власності в Україні / Т. О. Сливка // Економіка, фінанси, право. — 2011. — № 8. — С. 11 — 15.

Порта Р.[1], Гросфельда І.[2], Кабеза-Гарсия Л.[3], Долгопятової Т. Г.[4] та інших авторів, які оцінюють рівень концентрації власності компаній у різних країнах у динаміці та аналізують які мікроекономічні фактори (розмір, перспективи зростання, рівень боргу, тип власника, ринкова позиція та інші) або макроекономічні (правові, політичні, культурно-ідеологічні тощо) найістотніше визначають сформовані тенденції.

Віддаючи належне внеску вчених у розвиток зазначеної області дослідження, слід відмітити, що вивчення взаємозв'язку концентрації власності корпорацій та особливостей фінансового ринку, як такого, що обумовлює їх взаємне формування та визначає загальні проблеми доступу суб'єктів господарювання до фінансових ресурсів, продовжує залишатися поверхневим. Розглядання двох уже зазначених питань у межах однієї проблеми надає можливість більш повно оцінити глибину негативних наслідків висококонцентрованої структури власності у корпоративному секторі України для фінансового ринку та його учасників, а також, спираючись на досвід країн з аналогічними ознаками, знайти напрями та розробити пропозиції зниження негативних екстерналій. Такі передумови визначили мету та актуальність обраної теми дослідження, практичне значення якої посилюється в умовах реформ та інституційних трансформацій в Україні.

Структура власності в корпоративному секторі України сформувалася як надконцентрована. Масова приватизація, що з моменту здобуття незалежності мала створити широке коло акціонерів корпоративних підприємств, виявилася неефективною. У відповідь на фактичну дисфункцію правових інститутів, відсутність можливості через дивіденди реалізувати права власності на фоні трансформаційного спаду та високої інфляції відразу були запущені процеси зосередження крупного пакету акцій в руках невеликої консолідованої групи або одного акціонера. Основним стимулом була необхідність встановлення або збереження легітимних прав контролю над діяльністю компаній і фінансовими потоками. Перший етап перерозподілу капіталу продовжувався до початку 2000-х рр. і відзначався розповсюдженими недру-

---

[1] La Porta R. Corporate Ownership around the World / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // Journal of Finance. — 1999. — №54. — P. 471–517.

[2] Grosfeld I. Changes in Ownership Concentration in Mass-Privatized Firms: Evidence from Poland and the Czech Republic / I. Grosfeld, I. Hashi // Corporate Governance: An International Review. — 2007. №15. — P. 520–534.

[3] Cabeza-García L. Post-Privatization Ownership Concentration: Determinants and Influence on Firm Performance / L. Cabeza-García, S. Gómez-Ansón // Journal of Comparative Economics. — 2011. №39. — P. 412–430.

[4] *Долгопятова Т.Г.* Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки / Т. Г. Долгопятова // Известия УрГЕУ. — 2016. — № 4(66). — С. 30–39.

жніми поглинаннями та добровільним виходом із бізнесу з премією за контроль. Завершення фінансової кризи 2008–2009 рр. в Україні спровокувало другий етап консолідації і реприватизації власності: на фоні зниження фінансової стійкості окремих компаній і посилення експансивних інтересів потужних бізнес-груп активізувалися процеси корпоративної інтеграції, насамперед через угоди злиття та поглинання.

Оцінку концентрації власності у корпоративному секторі було проведено авторами в межах аналізу динаміки фінансової архітектури суб'єктів господарювання в Україні[1]. Враховуючи фактор розміру бізнесу як визначальний у формуванні особливостей фінансової архітектури, репрезентативна вибірка зі ста компаній різних галузей реального сектору економіки акціонерного типу була поділена медіаною на дві підвибірки: більші за розміром сукупних активів та менші. Так, було виявлено, що з 2008 по 2012 р. середній обсяг контрольного пакету мажоритарних акціонерів крупного бізнесу збільшився з 69,80 % до 75,75 % (у 2015 р. він склав 75,08 %), що підтверджує надконцентрованість структури власності (рис. 4.3.1).

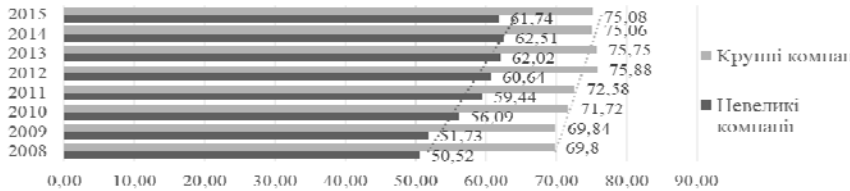


Рис. 4.3.1. Динаміка концентрації власності суб'єктів корпоративного сектору в Україні за розміром у 2008–2015 рр.[1]

Найбільші знакові угоди зі злиття та поглинання бізнесу були характерні для підприємств групи СКМ (ПАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча» — з 50 % до 74,72 % у 2010 р.), Корум Груп (ПАТ «Дружківський машинобудівний завод» — з 65,26 % до 87,01 % у 2011 р.), ПАТ «АПК Інвест» — з 75 % у 2008 р. до 98 % у 2011 р., ПАТ «Київстар» — з 56,52 % у 2008 р. до 73,72 у 2011 р.

Середній рівень концентрації власності менших за розміром активів суб'єктів господарювання виявився відносно нижчим — 61,74 %, проте також відзначився зростаючим трендом консолідації власності та його стрім-

[1] *Наконечна А.С.* Динамічні характеристики фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах ділових циклів /А.С. Наконечна // Финансы, учет, банки. — 2016. — № 1(21). — С. 265–275.

[1] Учасники ринку // Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://smida.gov.ua/

кішими темпами. Крім того, серед відносно невеликих суб'єктів корпоративного сектору було помічено понад в два рази більше компаній з відсутнім контрольним пакетом голосів у домінуючого акціонера (50 % + 1 акція), більшість з яких усе ж утримує блокуючий пакет (25 % + 1 акція) (рис. 4.3.2).

Рис. 4.3.2. Розподіл суб'єктів корпоративного сектору України різного розміру за часткою акцій домінуючого акціонера, у тому числі таких, що є учасниками біржового фондового ринку[1]

Як можна побачити, більше половини крупних компаній вибірки є учасниками організованої торгівлі акціями на фондовому ринку України (входять до біржових списків): серед них компанії з низьким і середнім рівнем концентрації власності, а також близько половини — з висококонцентрованою структурою власності (>50 %). Це свідчить про переважно незначні обсяги випусків акцій у продаж на біржовому ринку, що фактично не змінює характер акціонерної власності. Серед відносно невеликих суб'єктів корпоративного сектору учасниками біржової торгівлі виявилося лише п'ята частина вибірки. При цьому показовим є той факт, що компанії з низькою концентрацією власністю (<25 %) не беруть участі у біржовій торгівлі акціями, так само як і не бере участі переважна більшість компаній із середньою концентрацією (25–50 %). Такі спостереження дозволяють визначити, що:

1) рівень концентрації власності є істотно високим, але нерівномірним у корпоративному секторі України та залишається вищим для найкрупніших компаній реального сектору;

2) знижена концентрація власності компаній далеко не завжди досягається розміщенням випусків акцій на національних фондових біржах, що вказує на слабкий інституційний розвиток з боку фондового ринку (високу частку в ньому позабіржової торгівлі). Причинами цього є складність відповідності компаній вимогам реєстрації та лістингу, а також високі витрати розміщення випусків цінних паперів на біржах;

[1] Учасники ринку // Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://smida.gov.ua/

3) альтернативним інструментом з точки зору розширення частки публічної участі у фінансуванні українських компаній є прямі іноземні інвестиції, що реалізуються через відповідні фонди. У 2014 р. через загальне погіршення інвестиційного клімату в країні обсяг прямих іноземних інвестицій знизився майже у десятеро, разом з тим, 5 з 27 досліджуваних компаній з менш концентрованою структурою власності мають іноземних інвесторів, що володіють частками бізнесу через фонди прямих інвестицій.

Зазначимо, що детермінантами рівня концентрації власності суб'єктів корпоративного сектору виступають як макроекономічні фактори, так і індивідуальні характеристики компаній. При цьому, на національному рівні структура власності у корпоративному секторі формується під впливом факторів, що є визначальними в цілому для фінансові системи країни з точки зору ролі ринку цінних паперів в інституційному устрої економіки. До таких факторів відносять:

• рівень економічного розвитку: чим вищою є стадія зрілості економічної системи, тим більш можливою є побудова та функціонування в неї складних організаційних структур. В Україні більшість важливих інститутів, необхідних для успішного функціонування ринкової системи (включаючи інститути корпоративного управління), знаходяться в зачатковому стані або взагалі відсутні. В таких умовах концентрація власності стає компенсаторним механізмом, що заповнює численні інституційні пустоти. При низькому рівні довіри, слабкій контрактній дисципліні, обмеженості та непрозорості економічної інформації, відсутності незалежних судів, ненадійності механізмів досудового вирішення конфліктів, високій корупції тощо посилений контроль домінуючих власників і нарощення неформальних зв'язків з контрагентами створюють можливості для реалізації складних угод, що розраховані на тривалу перспективу. Концентрація власності знижує кількість ланок корпоративних конфліктів, ризик опортуністичної поведінки та рівень трансакційних видатків;

• особливості національної правової системи: рівень концентрації власності знижується із наданням акціонерам більш широких прав і забезпечення їх захисту. При цьому, відмінності залежать не тільки від норм, що містяться у законодавстві, але й від походження правової системи країни: загальна система права, що сформувалася в англосаксонських країнах є набагато більш сприятливою для захисту інтересів міноритарних акціонерів і вирішення агентських спорів ніж система громадського права у континентальній Європі, де суди як правило не схильні враховувати довгострокові наслідки прийнятих рішень на поведінку учасників економічних відносин у майбутньому. Саме це визначило розвиток біржової моделі фінансових відносин в

США та Великобританії та небіржової або інсайдерської в європейських країнах. Разом з тим, як показують результати досліджень Балсемлера Б. та Чарніцкі Д. навіть у межах європейського економічного простору існують різновиди впливу структури власності на діяльність бізнесу в залежності від приналежності країн до Європейського Союзу та рівня розвитку місцевого інституційно-правового середовища, що визначає сформований рівень концентрації. Так, для всіх європейських країн існує перевернутий u-подібний зв'язок між концентрацією власності та ефективністю діяльності корпорацій. При цьому для країн із слабким правовим захистом точкою перегинання (мінімуму) є рівень концентрації 52–56 %, що пояснюється компенсацією граничних вигід моніторингу ефектом отримання приватних вигід власності крупними акціонерами із збільшенням концентрації. У країнах із наднаціональною правовою системою ЄС мажоритарії мають менше мотивів до подібного опортунізму, а ефективність реалізації корпоративної функції досягається із концентрацією власності на рівні мінімального блокхолдера (25 %)[1];

•особливості політичного устрою: чим більш явними є ознаки олігократії в країні, тим вищою є концентрація власності. Через збіг інтересів політичних сил і власників бізнесу на державному рівні активно заохочується фінансування інвестицій за рахунок нерозподіленого прибутку та обмежується через ринки капіталів, вихід на які загрожує розмиванням власності та втратою контролю. У результаті фінансовий ринок не зазнає належної інституційної підтримки, крупні компанії швидко зростають, у той час як середній бізнес недоотримує фінансування, а концентрація власності залишається гранично високою. Показова закономірність простежується також між рівнем концентрації власності компаній і фінансуванням ними передвиборчих політичних кампаній. Да Силва А. та Джу Т. на прикладі бразильського бізнесу підтверджують, що компанії с високою концентрацією, зосередженням контролю власником, і низькими стандартами корпоративного управління вдвічі схильніші фінансувати політичних кандидатів в обмін на державні преференції та субсидії[1];

• культурно-ідеологічна складова: в перехідних економіках з пострадянською спадщиною залишається тенденція збереження високої концентрації власності. У таких країнах із істотним впливом держави в економічні процеси існує стале уявлення, що регулювати діяльність обмеженого числа

---

[1] Balsmeier B. Ownership Concentration, Institutional Development and Firm Performance in Central and Eastern Europe: B. Balsmeier, D. Czarnitzki // [Electronicresource]. — Modeofaccess: ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp10096.pdf

[1] Da Silva A. S. Campaign finance and corporate governance: the case of Brazil / A. S. Da Silva, F. M. Graminho // Corporate Ownership & Control. — 2006. — № 3(2). — P. 125–136.

компаній-гігантів є простішим, ніж створювати ринкові механізми та підтримувати конкуренцію. Як результат — перехід від націоналізації бізнесу до встановлення з ним тісних довірчих відносин (як формальних, так і неформальних) і збереження концентрованих структур власності.

Серед значимих мікродетермінант структури власності в умовах зростаючих ринків капіталу виділимо:

1) розмір сукупних активів: більшість іноземних досліджень наголошує на негативному та незначному впливу розміру компаній на рівень концентрації власності. В українських реаліях це виконується відносно до малого та середнього бізнесу, проте найкрупніші суб'єкти корпоративного сектору все ж демонструють вищу концентрацію власності (u-подібний вплив);

2) перспективи зростання: в умовах перехідних економік вплив зростання компаній на рівень концентрації власності залишається позитивним подекуди основний власник зацікавлений розвивати бізнес при збереженні повного єдиноосібного контролю з огляду на можливість недружнього поглинання. Коли позиція власника стає сталішою, напрямок впливу змінюється;

3) боргове навантаження: рівень боргу здійснює позитивний вплив на концентрацію власності. По-перше, в умовах слабкого інституційного розвитку висока концентрація власності збільшує можливості залучати позикове фінансування через особисту відповідальність ключового власника. По-друге, концентрація власності та збільшення боргу виявляються комплементарними інструментами контролю опортуністичної поведінки менеджменту;

4) НДДКР: частка витрат компаній на науково-дослідницькі проекти негативно впливає на рівень концентрації. Фінансування НДДКР зменшує обсяг чистого грошового потоку в руках менеджменту, що справляє дисциплінуючий вплив на його вирішення та знижує необхідність збільшувати концентрацію власності як інструмент управління опортуністичною поведінкою;

5) тип власника: в перехідній економіці наявність іноземного власника супроводжується зниженням концентрації власності. Проте у випадку, якщо компанія є дочірньою структурою, рівень концентрації, як правило, є вищим через посилений контроль з боку холдингу.

Окрему групу факторів, що разом із іншими впливають на рівень концентрації власності в компаніях є їх приналежність до певної галузі та рівень конкуренції в неї. З одного боку, зростаючі перспективи галузі виступають стимулом входження нових інвесторів у капітал компаній, тим самим, знижуючи рівень концентрації. З іншого, до деконцентрації підштовхує посиле-

не конкурентне середовище в галузі, що визначає постійну потребу в сталому розвитку та інвестиціях. Зазначимо, що в Україні перше місце серед компаній з відносно низькою концентрацією, а також таких, що істотно знизили її рівень за останні п'ять років, займають металургійні підприємства (що не вгодять до ФПГ) та сільськогосподарські модернізовані об'єднання, друге місце посідають компанії хіміко-фармацевтичної галузі, третє — машинобудівельної.

Тож, суб'єкти корпоративного сектору знаходяться на різних етапах завершення докорінної ринкової реструктуризації бізнесу. Менш привабливі для інвесторів компанії та галузі продовжують процес концентрації власності та контролю, який для лідерів адаптації вже завершився. Тренд до незначного зниження рівня концентрації власності у корпоративному сектору України на фоні процесів інтеграції українського ринку капіталу в світові фінансові ринки дає підстави вважати, що границі концентрації власності в Україні досягнуті, хоча й залишаються надмірно високими.

Як зазначалося, висока концентрація власності несе в собі дуальні наслідки на мікро- та макроекономічному рівнях:

1) полегшує корпоративне управління та знижує агентські витрати для компаній в умовах недосконалих ринків і слабких інститутів;

2) блокує розвиток фінансового ринку через погіршення кількісного та якісного складу його учасників, зменшує масштаби і ліквідність ринку, що в результаті звужує канали перерозподілу капіталу та перешкоджає інвестиційному процесу. Найнегативніше такий вплив проявляється екстернально — на діяльності суб'єктів малого та середнього бізнесу, стартапів, компаній нової формації, що працюють у перспективних напрямах і не можуть задовольнити потребу у доступі до зовнішнього капіталу з метою фінансування подальшого розвитку (рис. 4.3.3).

Зазначимо, що висока концентрація власності суб'єктів корпоративного сектору в Україні несе в собі складну систему прямих і непрямих негативних наслідків, що знаходять відображення в слабкому інституційному розвитку фінансового ринку та знижують доступ до ресурсів у різних його секторах. У свою чергу, слабкий розвиток фінансового ринку, передусім ринку капіталів, посилює обмеження та ризики для компаній, що спонукає їх продовжувати процес концентрації власності або зберігати її високий рівень в цілях захисту приватного капіталу. Тож, розглянемо основні напрями такого двобічного причинно-наслідковий зв'язку:

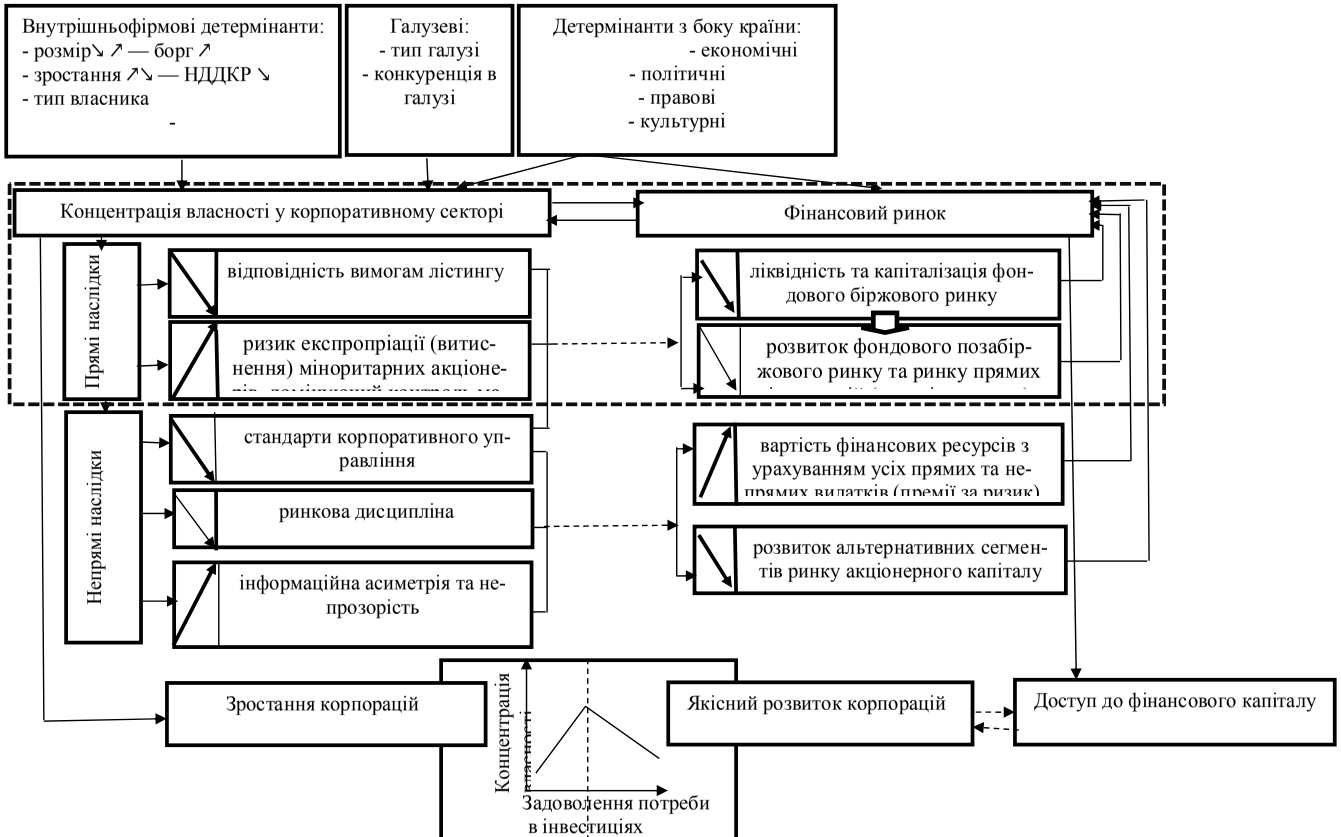


Рис. 4.3.3. Структура взаємозв'язку концентрації власності корпорацій, фінансового ринку та доступу до фінансового капіталу

•невідповідність вимогам процедури лістингу, що суттєво зменшує частку цінних паперів гарантованої якості та ліквідності на біржовому фондовому ринку України. Окрім вимог до обсягу власного капіталу емітентів, річного доходу, капіталізації, корпоративного управління та розкриття інформації, нормативи НКЦПФР передбачають вимоги до структури власності емітентів, що відповідають аналогічним стандартам лістингу на біржах розвинутих країнах, де концентрація власності не є проблемою (табл. 4.3.1).

Таблиця 4.3.1

Порівняння вимог лістингу щодо структури акціонерної власності фондових бірж, у тому числі альтернативних у різних країнах[1]

Назва фондової біржі, країна	Підрозділи біржі/рівні лістингу	Стандарти в області структури власності емітентів
ПФТС, Перспектива, Українська Біржа, Україна	1 рівень лістингу	Мінімум 25 % акцій в обігу, не більше 50 % акцій у руках двох найбільших акціонерів
	2 рівень лістингу	Мінімум 10 % акцій в обігу, не більше 50 % акцій у руках двох найбільших акціонерів (за виняток акцій обмежених в обігу та акцій що належать державі)
Варшавська фондова біржа (WSE), Польща	Основний лістинг, альтернативний майданчик New Connect	Мінімум 25 % акцій в обігу, кількість акцій — мінімум 500000 од. загальною вартістю не менше 17000000 євро (за ціною останнього продажу або за ціною на момент випуску)
Hong Kong Stock Exchange, Китай	Основний лістинг	Мінімум 300 акціонерів, не більше 50 % акцій у руках трьох найбільших акціонеорів.
	GEM, альтернативний майданчик	Мінімум 300 акціонерів
London Stock Exchange, Великобританія	Основний лістинг	Кількість акціонерів не регламентовано, мінімум 25 % акцій має бути у публічній власності
	AIM, альтернативний майданчик	Немає регламентацій
NASDAQ, США	1 рівень лістингу	Мінімум 2200 акціонерів, кількість акцій у публічній акції — 1250000 од.
	2 рівень лістингу	Мінімум 400 голосуючих акціонерів, кількість акцій у публічній акції — 1100000 од.
	3 рівень лістингу	Мінімум 300 голосуючих акціонерів, кількість акцій у публічній акції — 1000000 од.
NYSE, США	Основний лістинг	Міжнародних акціонерів: 5000. Національних акціонерів, за схемами: a) 2000 голосуючих акціонерів; b) 2200 акціонерів та обсяг торгів 100000 акцій у місяць; c) 500 акціонерів та обсяг торгів 100000000 акцій у місяць
	ARCA, альтернативний майданчик	Немає регламентацій

[1] Матеріали інформаційного сайту Ernst &Young / IPO insights Comparing global stock exchanges // [Electronic resource]. — Mode of access: http://www.ey.com/gl/en/services/strategic-growth-markets/strategic-growth-markets_ipo_comparing-stock-exchanges

Продовження таблиці 4.3.1

Назва фондової біржі, країна	Підрозділи біржі/рівні лістингу	Стандарти в області структури власності емітентів
Singapore Stock Exchange, Сінгапур	Основний лістинг	25 % випущених акцій володіє мінімум 1000 акціонерів
	SESDAQ, альтернативний майданчик	Мінімум 500000 од. або 15 % випущених акцій належить як мінімум 500 акціонерам
Tokyo Stock Exchange, Японія	Національні компанії 1 рівня лістингу	Кількість акцій в обігу < 30000 од., — кількість акціонерів ≥ 2200; кількість акцій в обігу 30000 — 200000 од., кількість акціонерів ≥ 2300 + 100 акціонерів за кожні додатково випущені 10000 акцій
	Національні компанії 2 рівня лістингу	Кількість акцій в обігу ≥ 9999 од. — кількість акціонерів ≥ 800; кількість акцій в обігу 10000 — 19999 од., кількість акціонерів ≥ 1000; кількість акцій в обігу ≥ 20000 од., кількість акціонерів ≥ 1200 + 100 акціонерів за кожні додатково випущені 10000 акцій

Очевидно, що висока концентрація власності (70–75 % за корпоративним сектором) є суттєвим обмеженням проведення публічних розміщень акцій на національних фондових біржах. Зазначимо, що на кінець 2016 року до лістингового списку другого рівня входить лише 8 емітентів акцій, на основі котировок яких розраховуються біржові індекси. Висока залежність індексів від поточних показників невеликої групи компаній обумовлює їх високу волатильність і є основним фактором низької ліквідності ринку.

Щоб оцінити перспективи українського корпоративного сектору щодо відповідності встановленим стандартам лістингу саме з позиції вимог до структури власності, було обстежено 263 компанії котирувального списку біржі ПФТС на предмет частоти концентрації власності 2-х домінуючих акціонерів. У результаті було отримано такі дані: концентрація власності на рівні 33,5 % або менше на двох акціонерів є характерною для 12 компаній або 3,4 % усієї вибірки; до 50 % — 31 компанія або 8,4 % вибірки, до 70 % — 95 компаній або 29,7 %. Отже, кумулятивна частота випадків концентрації власності нижче 50 % дорівнює лише 11,8 %, що вказує на те, що лише десята частина компаній за умови дотримання усіх інших вимог має потенційну можливість потрапити в лістинговий список (рис. 4.3.4). Звертає на себе увагу і те, що майже 30 % компаній мають концентрацію власності на двох акціонерів більше 90 %. Проблема низької ліквідності посилюються тим, що в Законі України «Про акціонерні товариства» №514-VI від 17.09.2008 р.[1] і Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від

[1] Закон України «Про акціонерні товариства» №514-VI від 17.09.2008 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступ : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17

23.02.2006[2] містяться норми, що обмежують IPO (від англ. Initial Public Offering — первинна публічна пропозиція) українськими компаніями та не передбачають механізму його реалізації.

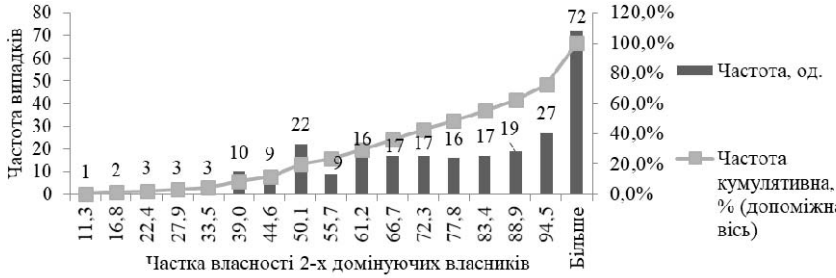


Рис. 4.3.4. Гістограма частот концентрації власності 2-х акціонерів корпорацій в Україні[3]

Зважаючи, що ключовим джерелом залучення інвестицій у реальний сектор України залишаються внутрішні ресурси та банківське кредитування, слабкий розвиток фондового ринку все ж спонукає національних емітентів проводити первинне публічне розміщення акцій на іноземних фондових біржах, таких що працюють в умовах сильних правових систем, зокрема Лондонській («Миронівський Хлібопродукт», «Авангард») і Варшавській («Кернел», «Агротон», «Астарта», «Мілкіленд», «Індустріальна Молочна Компанія», «КСГ Агро», «Овостар Юніон», «Агроліга», «Cereal Planet»). З цього приводу існує законодавчо закріплений посередницький механізм IPO: регіструється іноземна компанія проекту, яка стає власником 100 % акцій української компанії та безпосередньо розміщує свої акції на іноземній біржі. Вимога згідно із законодавством України — отримання резидентом-фізичною особою, яка буде засновником Компанії проекту, індивідуальної ліцензії НБУ на здійснення разової валютної операції.

Процес здійснення публічного розміщення акцій дає змогу компанії вийти на новий рівень своєї діяльності: залучити капітал з одночасним проведенням іміджевої реклами. Зобов'язання щодо своєчасного розкриття інформації, фінансової звітності робить компанію публічно відкритішою, і позитивно вливає не тільки на вартість акцій, але й на управлінські та виробничі процеси компанії. Загалом, IPO на міжнародних фондових майданчиках — витратна процедура: середня вартість проведення первинної емісії

[2] Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15

[3] Біржовий список // Офіційний сайт фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts

становить 5–7 % надходження від емісії. Витрати на IPO включають судові та адміністративні оплати, пов'язані з процедурою допуску акцій до котирування на біржовому ринку, біржовий збір та оплати депозитно-розрахункової палати.

Тож, проведення IPO українськими корпораціями на іноземних біржах є одним з інструментів вирішення проблеми доступу до інвестиційного капіталу та переходу від концентрованої власності до публічної. Разом з тим, вибір національних емітентів на користь іноземних ринків є одним з факторів, що знижує потенціал збільшення ліквідності українського фондового ринку. На сьогодні частка біржового ринку за обсягом реалізації цінних паперів складає лише 12,4 % усього фондового ринку України, проте ціни і тенденції їх змін, що складаються на біржах, у багатьом визначають рівень і рух курсів цінних паперів у позабіржовому обігу. Тож, низька ліквідність біржового ринку визначає низьку ліквідність фондового ринку України і поза його межами, де проблема ефективного перерозподілу капіталу та доступу посилюється фактором слабкого регулювання та правового захисту (інституційне забезпечення неорганізованого ринку значно нижче). В таких умовах викривається наступна проблема, пов'язана із високою концентрацією власності корпорацій:

•ризик експропріації (витиснення) міноритарних акціонерів. В акціонерних компаніях закон має гарантувати принаймні мінімальні стандарти захисту прав акціонерів, які приєднуються до компанії шляхом купівлі акцій і не завжди мають можливість домовитися з іншими учасниками стосовно обсягу своїх прав. Проте в Україні через фактичну відсутність публічного корпоративного сектору норми Закону «Про акціонерні товариства» запозичені з розвинутих юрисдикцій і не можуть бути адаптовані на практиці під місцеву специфіку, через що втрачають первинний зміст. З усіх норм, що стосуються прав міноритаріїв, у тому числі про кумулятивне голосування та участь в управлінні, фактично виконуються лише норми, що дозволяють у будь-який момент часу продати акції емітенту, однак з огляду на відсутність як реальної публічної вартості акцій, так і механізмів її справедливої оцінки, викупаються вони за заниженою (частіше номінальною) ціною. Тож ризик експропріації дрібних акціонерів в Україні залишається високим і стосується не тільки учасників фондового ринку, але й ринку прямих інвестицій.

Фонди прямих інвестицій є основним провідником іноземних капіталовкладень у корпоративний сектор України. Їх роль полягає в інвестуванні залучених у широкого кола дрібних та інституційних інвесторів коштів у корпоративні права компаній, що необов'язково є публічними, шляхом придбання істотної частки статутного капіталу та прийманні участі в управлінні бізнесом. На відміну від європейський країн з розвинутішою інституційно-

правовою системою присутність фондів прямого інвестування знижує рівень концентрації власності компаній у перехідних економіках[1]. За чотирма провідними фондами прямих інвестицій, що працюють з українськими компаніями, середня частка участі фонду є такою:

1) Sigma Bleyzer (США) — 45,06 %, галузеві пріоритети інвестування — інформаційні технології, машинобудування;

2) East Capital (Швеція) — 12,76 %, галузеві пріоритети інвестування — фінансовий сектор, харчова промисловість, ритейл;

3) Dragon Capital (Україна, Чехія, США) — 53,76 %, галузеві пріоритети інвестування — будівництво, ритейл, харчова промисловість, машинобудування;

4) Euroventures Ukraine (Кіпр) — 37,96 %, галузеві пріоритети інвестування — харчова промисловість, телекомунікації.

У разі міноритарного входження в капітал компанії, фонд прямих інвестицій гарантує свою участь у опціонному доході пакетом привілейованих акцій, яка в Україні нормативно не може перевищувати 10 % статутного капіталу компанії. Тому з використанням додаткових інструментів (простих акцій, різноманітних форм боргових зобов'язань) виникає ризик корпоративного конфлікту між мажоритарним акціонером і представниками фонду з подальшою експропріацією інтересів останніх. Усвідомлення цього ризику в умовах слабкого правового захисту суттєво обмежує зацікавленість іноземних інвесторів щодо участі в українському бізнесі, який, у свою чергу, втрачає можливості залучення не тільки інвестиційного капіталу, але й міжнародних стандартів корпоративного управління. Окрім цього, втрачається і демонстраційний ефект прямих інвестицій на розвиток місцевих ринків: присутність іноземних інвесторів у капіталі українських компаній є сигналом для інших інвесторів до розглядання такої ж можливості капіталовкладень, а для компаній-потенційних об'єктів інвестицій — щодо формування конкурентної поведінки, орієнтованої на ринок;

•низька якість корпоративного управління, інформаційна асиметрія та непрозорість, неформальність зв'язків між власниками ресурсів і пов'язаний з цим моральний ризик є похідними характеристиками високої концентрації власності, які в умовах недосконалих ринків формують проблему численних агентських видатків і збільшують вартість фінансування. Якщо відкрите інформаційне середовище дозволяє приблизити ринкову вартість фінансування до її істинного значення та дає можливість інвесторам краще оцінити вар-

[1] *Долгопятова Т.Г.* Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки / Т. Г. Долгопятова // Известия УрГЕУ. — 2016. — № 4(66). — С. 30–39.

тість компаній, її ризики та перспективи, то інформаційна асиметрія, напроти, призводить до погіршення розподілу капіталу, нарощення розриву між вартістю внутрішніх і зовнішніх фінансових ресурсів, збільшуючи видатки фінансових обмежень.

Тож, висока концентрація власності в корпоративному секторі несе в собі сукупність факторів, що є деструктивними з точки зору інституційного розвитку фінансового ринку, що його обслуговує. Сучасні методичні підходи аналізу світових фінансових інститутів спираються на об'єднання усіх визначених факторів у єдину інтегровану характеристику — рівня фінансового розвитку країни, оцінка якої щорічно проводиться Всесвітнім економічним форумом. Згідно інтегрального рейтингу фінансового розвитку, Україна з 2011 року поступово втрачає свої позиції серед країн з аналогічним значенням розрахункового індексу, спустившись з 54 місця у 2011 р. на 75 у 2016 р. (рис. 4.3.5).

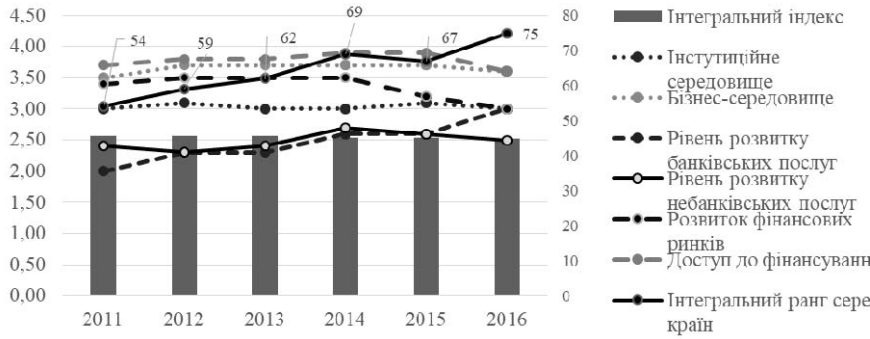


Рис. 4.3.5. Показники фінансового розвитку України, що оцінюються Всесвітнім банком, 2011–2016 рр.[1]

Важливим є той факт, що показниками, за якими спостерігається падіння у 2016 р., стали: рівень розвитку небанківських послуг (з 2,6 до 2,5), розвиток фінансових ринків (з 3,2 до 3,0), доступ до фінансування (з 3,9 до 3,6), що є наслідками зниження оборотності та капіталізації фондового ринку майже у 10 разів. Таке погіршення не могло не позначитися на доступі суб'єктів до джерел зовнішнього фінансування, відображаючись у прямих і непрямих видатках користування їм — у рейтингу за цією характеристикою Україна спустилась на 10 позицій, закріпивши статус країни з надвисоким рівнем фінансових обмежень.

[1] The Financial Development Report [Electronic resource] // World Economic Forum, 2016. — 420 p. — Access mode: http://www3.weforum. org/docs /WEF_Financial Development Report_2016.pdf

Відсутність ефективного доступу до зовнішнього фінансування у вигляді участі портфельних і прямих інвесторів у капіталі корпорацій визначає подальший процес концентрації власності, або збереження його високого рівня з усіма похідними негативними ефектами для фінансового ринку та його учасників. У результаті постає проблема «замкнутого кола», вирішення якої може бути знайдено у комплексній трансформації інституційного простору ринку капіталів України при дотриманні принципу балансу між доступом і захистом прав інвесторів.

Очевидно, що розвиток фінансового ринку будь-якої країни є прямо пропорційним рівню її макроекономічного розвитку, а модель фінансово-правової системи з властивим їм типом акціонерної власності є історично обумовленим фактором. Разом з тим, існує досвід країн із зростаючими ринками капіталів де вдалося істотно знизити концентрацію власності в корпоративному секторі та розширити доступ до акціонерного фінансування для національного бізнесу шляхом системної інституційної трансформації фондового ринку на рівні всіх його учасників. Особливо показовим з цього приводу є приклад Бразилії як країни, де менш ніж за одне десятиріччя 2000-х рр. відбувся перехід від сімейної моделі власності до розпиленої, а також були створені умови для щорічного виходу на ринок нових компаній шляхом проведення IPO (за початкових умов низької капіталізації та спекулятивного характеру фондового ринку, власності «сімей» і «магнатів», відсутності стандартів корпоративного управління, високої тінізації та офшорізації капіталу)[1].

Тож, виокремимо основні напрями, які сприяли запуску інвестиційного процесу в Бразилії, зміни парадигми її акціонерної власності та можуть бути використані у визначені точок росту ринку капіталів в Україні:

•запуск на базі головної фондової біржі країни спеціальних лістингових сегментів для цінних паперів компаній з найвищою корпоративною ефективністю («Level 1», «Level 2», «Novo Mercado») з метою підтвердження високої ринкової ціни їх акцій і залучення інвесторів шляхом стимулювання прозорості, надійності та престижності фондового ринку;

•призначення окремого сегменту «Novo Mercado» для первинних публічних розміщень акцій (IPO) нових компаній з найвищими корпоративними стандартами за правилом «одна акція — один голос». Первинне розміщення акцій у цьому сегменті надає можливість засновникам отримати максимальну премію за продаж, що відразу значно підвищує престижність IPO;

[1] Gorga E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries / E. Gorga // Northwestern Journal of International Law & Business. — 2009. — № 29(2). — P. 439–454.

•об'єднання головної фондової біржі країни (BOVESPA) з іншими біржами, що сприяло уніфікації стандартів лістингу та консолідації інтересів усіх учасників у єдиному просторі. Ефектом такого об'єднання стало підвищення сумарних обсягів торгів за ринком на 35 % відносно попереднього рівня;

•введення інституту маркетмейкерів — офіційно уповноважених організацій, мета яких полягає у сприянні підвищенні ліквідності встановленої групи активів. Роль маркетмейкерів на BOVESPA одночасно грають члени біржи, брокери та дилери, інвестиційні банки, універсальні банки, що управляють портфельними інвестиціями — усі вони щоденно беруть участь у торгах із твердою пропозицією певної кількості активів, тим самими встановлюючи котировки на цінні папери, у тому числі, низьколіквідні активи, захищаючи кон'юнктуру ринку від тимчасових спадів;

• розповсюдження юридичної практики укладання документу «акціонерних угод» у компаніях, де серед акціонерів присутні мажоритарії та міноритарії, що володіють акціями як з правом голосу, так і без. Це дієвий механізм координації спільного контроля в акціонерних товариствах, що дозволяє від самого початку встановити обсяги прав та обов'язків усіх сторін і запобігає експропріації та опортуністичної поведінки в умовах недостатнього правового захисту з боку держави;

•розширення статуту корпорації умовами щодо захисту від поглинань, що виступає як додатковий інструмент захисту прав акціонерів від зменшення їх частки в акціонерному капіталі. На відміну від «акціонерних угод», які укладаються між власниками та не обов'язково є відкритими для громадськості, статут компанії є обов'язковим до розкриття публічним документом.

Окремої уваги заслуговує концепція міні-IPO, що широко застосовується на базі багатьох фондових бірж світу, та дозволяє підвисити доступність фінансування на фондовому ринку для малого та середнього бізнесу. Так, за глобальною статистикою Всесвітньої федерації фондових бірж, на кінець 2015 р. 47 % компаній, що є учасниками біржової торгівлі, мають мінімальну капіталізацію (до 65 млн дол. США) та продають акції на 35 альтернативних фондових платформах для невеликих фірм[1]. Проведення міні-IPO українськими компаніями за умови належної інституційної підтримки може розцінюватися як один з альтернативних банківському кредитуванню інструментів залучення інвестиційного капіталу, що спирається на розширене коло акціонерів. Можливість реалізації міні-IPO українськими компаніями потребує комплексної інституційної підтримки, що включає:

1. Матеріали інформаційного сайту Ernst &Young / IPO insights Comparing global stock exchanges // [Electronicresource]. — Modeofaccess: http://www.ey.com/gl/en/services/strategic-growth-markets/strategic-growth-markets_ipo_comparing-stock-exchanges

•законодавче уможливлення прямого первинного публічного розміщення акцій емітента на іноземних біржах без застосування механізму створення холдингової компанії, що дозволить знизити вартість такого розміщення до 10 % від обсягу емісії та підвисить доступність таких розміщень для менших компаній;

•у рамках інтеграції фондового ринку України в світові ринки капіталу, застосування стандартів і рекомендацій IOSCO (Міжнародної організації регуляторів цінних паперів) — залучення консультаційного корпусу європейських фахівців з підтримки та супроводження IPO:

o номінований радник або «номад» (координуючий посередник між компанією-емітентом і ринком), який приймає рішення, чи відповідає компанія вимогам ринку, доводить правила біржі та обсяги відповідальності до ради директорів, контролює дотримання вимог і достовірність інформації протягом усього періоду торгівлі цінними паперами на біржі;

o ліцензований брокер — юридична особа, що проводить операції на біржі;

o аудитор — юридична особа, що проводить незалежну оцінку фінансової звітності та оказує підтримку щодо розкриття фінансової інформації;

o юридичний консультант, що контролює дотримання компанією законодавства щодо публічного розміщення акцій (Директиви ЄС про проспект емісії);

•розробка та створення альтернативних біржових платформ для проведення публічних розміщень (у т. ч. первинних) малими компаніями в Україні, що передбачають заміну жорстких умов лістингу основного сегменту вимогами якісного та розширеного бізнес-плану при збереженні високої транспарентності інформації, а також створення гнучкішого регуляторного середовища для малих і середніх підприємств;

•розвиток культури справедливості шляхом навчання інвесторів і представників компаній-емітентів щодо максимального використання переваг фондового ринку, а також забезпечення більшої доступності даних досліджень про ринки капіталу;

•переосмислення податкових пільг з метою усунення переваг боргового навантаження на власний капітал і стимулювання довгострокових інвестицій, особливо у зростаючі компанії.

З іншого боку, розвиток українського фондового ринку з позиції інтеграції в світові ринки передбачає залучення до лістингу на українських біржах компаній, що пройшли лістинг і продемонстрували успішний досвід розміщень на іноземних біржах. У першу чергу це стосується українських корпорацій, що розміщувались на Лондонській, Варшавській і Франкфуртській бі-

ржах (близько 40 компаній). З цього приводу, заслуговують уваги такі ініціативи НКЦПФР:

•проведення процедури подвійного лістингу на спрощених умовах — автоматичне включення акцій нерезидентів до лістингу 1 рівня за умови укладання 10 угод протягом останнього півроку обсягом вище 1 млн грн, та до 2 рівня — за умови відповідного обсягу угод вище 250 тис. грн;

•покращення інфраструктурного забезпечення: встановлення кореспондентських відносин між Національним депозитарієм України та депозитаріями відповідних площадок (Euroclear у Польщі, CREST у Великобританії), проведення валютного регулювання у питаннях придбання акцій іноземних емітентів та отримання акціонерами дивідендів в іноземній валюті.

Стимулювання активності українських учасників фондового ринку залишається одним з пріоритетних напрямів з точки зору диверсифікації інфраструктури фінансового ринку та розширення доступу до капіталу в умовах високої концентрації власності. Разом з тим, враховуючі позитивний тренд зростаючого інтересу до ринку прямих інвестицій та венчурного фінансування у світі, з одного боку, та перспективу цільових високорентабельних напрямів таких вкладень в Україні (IT, споживацька комунікація, телекомунікація, електроніка), доцільно визначити вектори зниження перешкоджаючих факторів з боку сформованої структури власності , що стосуються розвитку у цьому секторі фінансового ринку:

•структурування угод між фондом прямих інвестицій і компанією, яке включає: забезпечення прав фонду як акціонера — захист від виведення активів, розмиття частки фонду та опортуністичної поведінки підприємця в цілому; гарантію впливу на рішення, що приймаються задля зростання цінності бізнесу (шляхом привнесення ефективних інструментів побудови стратегії і управління бізнесом); побудову раціональної системи стимулів для підприємця, що забезпечує дотримання фінансової дисципліни з його боку, у тому числі обмеження рівня боргових зобов'язань та утримання від прийняття занадто ризикових рішень; чітке визначення передумов для успішного виходу фонду з участі;

•стимулювання публічності в області малого та середнього бізнесу, адаптація аудиту, консалтингу та рейтингування в напряму надання комплексної оцінки та компетентних висновків стосовно невеликих компаній. Важливо, щоб такі рейтинги орієнтувалися не тільки на задоволення інформаційних запитів з боку усіх учасників ринкових відносин в Україні та за її межами, але й формували базу перспективних невеликих компаній, що зацікавлені у зовнішньому фінансуванні, готові до розкриття фінансової інфор-

мації та намагаються відповідати за стандартами ведення бізнесу вимогам іноземних інституційних інвесторів.

Таким чином, високий рівень концентрації власності в корпоративному секторі країн з перехідною економікою, у тому числі України, що сформувався під впливом сукупності макро-, мезо- та мікроекономічних факторів, є об'єктивною реакцією акціонерів на відсутність інституційної підтримки розвитку ринків капіталу та слабкий розвиток системи правового захисту інвесторів. Разом з тим, між рівнем концентрації власності та розвитком фінансового ринку існує складний двобічний взаємозв'язок:

1) неможливість компаній відповідати вимогам біржового лістингу знижує ліквідність і масштаби фондового ринку, а ризики опортуністичної поведінки та експропріації міноритарних акціонерів мажоритарними на ряду із низькою ринковою дисципліною та інформаційною асиметрією перешкоджають інтересу з боку індивідуальних та інституційних інвесторів, у тому числі, іноземних фондів прямих інвестицій, створюють додаткові витрати фінансових обмежень і блокують розвиток альтернативних сегментів ринку капіталу;

2) нерозвиненість фінансових ринків обумовлює відсутність ефективного доступу до зовнішнього акціонерного капіталу, що суттєво перешкоджає інвестиційному процесу та спонукає суб'єктів корпоративного сектору продовжувати процес концентрації власності.

Як результат, постає проблема «замкненого кола», негативні наслідки якої найбільш гостро відчувають на собі екстернально невеликі компанії з перспективами зростання, що мають високу інвестиційну потребу, проте не можуть її задовольнити. Зниження негативних екстерналій високої концентрації власності для національного бізнесу представляється можливим шляхом посилення інституційної підтримки фінансового ринку саме з позиції забезпечення балансу між доступом до фінансування та захистом прав інвесторів, про що свідчить досвід окремих країн із зростаючою економікою, насамперед Бразилії.

Серед ключових точок росту для України в цьому напрямі було виділено лібералізацію і диверсифікацію біржової торгівлі, стимуляцію виходу на ринок капіталів нових граків, покращення правового та інформаційного забезпечення інвестиційних контрактів.

4.4. Детермінанти структури капіталу компаній: огляд наукових досліджень

Структура капіталу компанії відіграє важливу роль у її діяльності. Від обсягу та структури джерел фінансування залежить рентабельність діяльності, поточна і майбутня вартість капіталу та всієї фірми. Тому заслуговує на увагу дослідження чинників, які визначають структуру капіталу.

Структура капіталу вітчизняних підприємств є переобтяженою борговим фінансуванням, про що свідчить рис. 4.4.1. Вітчизняні підприємства накопичили значні обсяги боргу, що в майбутньому ускладнить їх доступ до подальшого боргового фінансування. При цьому відсутня тенденція до скорочення боргового фінансування. Так, дані Огляду ділових очікувань підприємств України у II кварталі 2017 р., проведеного Національним банком України[1], свідчать: 41,6 % респондентів зазначили, що в подальшому їхня потреба у залученні додаткових боргових коштів зросте; 55,3 % не очікують збільшення потреби; 3 % прогнозують зменшення потреби у такому фінансуванні. Слід зазначити, що опитування респондентів відносно намірів залучення саме кредитів продемонструвало такі результати. А саме, 62 % респондентів не планують брати кредити, що майже на 7 % більше тих, хто не очікує збільшення потреб у борговому фінансуванні. Отже, можна зробити висновок, що підприємства планують покривати потребу в капіталі за рахунок інших боргових джерел, наприклад, комерційних кредитів або емісії облігацій. Серед причин, які спонукають компанії зменшувати залучення банківських кредитів, доцільно виділити:

- занадто високі станки за кредитами (67,5 %);
- надмірні вимоги до застави (40,0 %);
- ускладнена процедура оформлення кредиту (30,3 %)
- значні коливання курсу гривні до іноземних валют (26,8 %);
- наявність інших джерел фінансування (23,5 %)[1].

Найвагомішими причинами є висока вартість позикових ресурсів і підвищені вимоги до застави. Відповідно до статистичних даних, за підсумками 2016 р. рентабельність операційної діяльності вітчизняних підприємств становила 7,4 %[1]. При цьому ставки за новими кредитами у національній валюті становлять 13,25 %[2]. Високі вимоги до застави пояснюються значним зносом основних засобів, який становить 64 %[1].

---

[1] Ділові очікування підприємств України. II квартал 2017 р. Електронний ресурс. Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51836133

[1] Державна служба статистики України. Електронний ресурс. Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/

[2] Грошово-кредитна та фінансова статистика. Електронний ресурс. Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=53028995

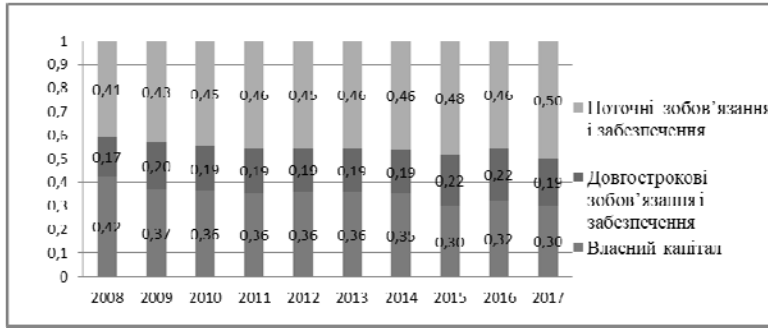


Рис. 4.4.1. Структура капіталу великих та середніх підприємств України в 2008–2017 рр. (на початок року)

Складено авторами за матеріалами[2]

Протягом досліджуваного періоду відбувалось нарощення боргового навантаження українськими великими та середніми підприємствами. Так, якщо у 2008 р. частка позикових коштів у структурі капіталу складала 58 %, то у 2017 р. уже 69 %, а поточні зобов'язання становлять половину капіталу компаній. Така ситуація створює додатковий тиск на підприємство і погіршує показники ліквідності. За підсумками 2016 р. вітчизняні підприємства мали від'ємний робочий капітал, а показник загальної ліквідності становив 0,95, що нижче нормативного значення.

Порівняння структури капіталу вітчизняних підприємств зі структурою капіталу підприємств інших країн, дозволяє зробити висновок про значну закредитованість вітчизняних підприємств. На рис. 4.4.2 міститься інформація щодо коефіцієнта борг/власний капітал у країнах OECD у 2014–2015 рр.

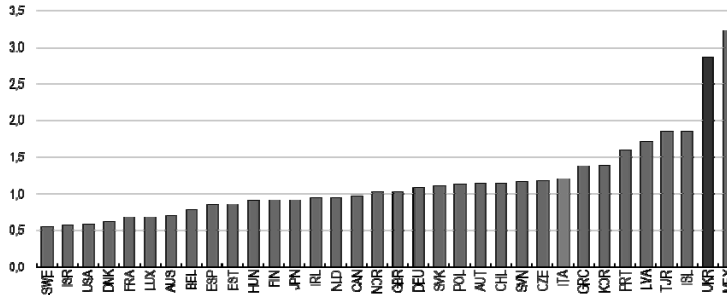


Рис. 4.4.2 Співвідношення боргу до власного капіталу нефінансових корпорацій країн OECD та України, 2014/2015

Джерело: Доповнено авторами на основі[1]

[1] OECD EconomicSurveys: Italy 2017. Електронний ресурс. Режим доступу: http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-italy-2017_eco_surveys-ita-2017-en

Наведені дані свідчать, що структура капіталу відрізняється в різних країнах. Так, Швеція, Ізраїль, США мають найнижчі рівні боргового навантаження, а власний капітал приблизно вдвічі перевищує позиковий. Японія, Нідерланди та Канада мають майже однакові частки власного та позикового капіталу. У Португалії, Туреччині, Ісландії позиковий капітал переважає у балансах компаній. Коефіцієнт борг/власний капітал за відповідний період для вітчизняних компаній становить 2,3. Отже порівнянні українські підприємства є одними з найбільш закредитованих і поступаються лише мексиканським.

Зважаючи на значні диспропорції у структурі капіталу окремих вітчизняних компаній, доцільно визначити чинники, які є визначальними при виборі джерел фінансування.

Дані табл. 4.4.1 свідчать дані про найважливіші фактори, які впливають боргову політику компаній США та Європи.

Таблиця 4.4.1

Фактори впливу на залучення позикових коштів

Фактор	Важливий чи дуже важливий, % (дані США)	Важливий чи дуже важливий, % (дані Європейських компаній)	Середнє*	Розмір*	
				Малі	Великі
Фінансова гнучкість	59	90.8	3.39	3.43	3.32
Кредитний рейтинг	57	73.17	2.78	2.34	3.5
Податковий щит	45	58.14	2.59	2.42	2.74
Волатильність доходів і грошових потоків	49	50.00	2.33	2.53	1.9
Трансакційні витрати при отриманні боргу	36	33.33	1.94	1.86	1.94
Обмеження боргового навантаження (оцінка клієнтів і постачальників щодо впливу на фінансову стабільність компанії)	20	32.56	1.97	2.04	1.93
Потенційні витрати на банкрутство	23	30.95	1.76	2.00	1.37
Рівень боргу інших компаній галузі	24	23.26	1.84	1.68	2.13
Витрати на капітал інвесторів при отриманні процентного доходу	7	10.59	0.96	0.90	0.93
Накопичення боргу, щоб запобігти поглинанню компанії	7	4.65	0.85	0.92	0.77

Джерело: адаптовано авторами за[1],[2]

*розраховано для європейських фірм

1. Harvey, Campbell&Graham, John. (2002). How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions? // Journal of Applied Corporate Finance. 15. 8-23.

2 Bancel, Franck and Mittoo, Usha R. The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=299172 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299172

Порівняно з американськими, фінансові менеджери з Європи значно більше уваги приділяють фінансовій гнучкості компанії (90.8 % проти 60 %) і кредитному рейтингу (73.17 % проти 57.00 %). При цьому європейські фінансові менеджери значно більше уваги приділяють врахуванню потенційних витрат на банкрутство та оцінку клієнтів і постачальників.

Дані, приведені в дослідженнях[1], свідчать, що розмір фірми також впливає на прийняття рішення щодо залучення боргового капіталу. Так, наприклад, кредитний рейтинг відіграє значно більшу роль для великих компаній. Малі компанії значно рідше емітують облігації, а отже кредитний рейтинг для них є менш важливим. Натомість для таких компаній потенційні витрати банкрутства є дієвішим фактором порівняно з великими компаніями, оскільки малий бізнес банкрутує значно частіше за великий. Також волатильність грошових надходжень є характернішою для малих компаній. Великі ж компанії частіше схильні орієнтуватись на показники левериджу конкурентів на ринку порівняно з малими компаніями.

Щодо врахування цільового показника боргового навантаження, то більшість американських менеджерів так оцінюють значення цього показника: мають відносно чіткий цільовий показник боргового навантаження (37 %), гнучкий показник (34 %), чітко визначений показник мають 19 % респондентів і лише 10 % вказали, що компанія не має цільового показника відношення боргу до власного капіталу.

У табл. 4.4.2 приведено дані щодо мотивів вибору довго- та короткострокових запозичень.

Дані табл. 4.4.2 свідчать, що найдієвішими факторами, якими керуються менеджери при запозиченнях є узгодження по строкам активів і джерел фінансування, а також запозичення «про запас» під час сприятливих економічних умов. При чому ці фактори значно важливіші для європейських компаній порівняно з американськими. Натомість для останніх характернішим є орієнтація на ціну позики (якщо ставка за короткостроковими запозиченнями є меншою, вони залучатимуть такий капітал).

У сучасній фінансовій літературі висвітлюється кілька провідних теорій структури капіталу: теорія іррелеватності Міллера-Модільяні; ієрархічна теорія; компромісна теорія вибору. У своїх попередніх дослідженнях автори розкрили положення вказаних теорій[3]. У цьому дослідженні автори постави-

---

[1] Bancel, Franck and Mittoo, Usha R., The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=299172 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299172

[3] Аналіз розвитку теорій структури капіталу підприємств / А.В. Корнилюк // Культура народов Причерноморья. — 2011. — № 205. — С. 47-50.

ли собі за мету виокремити окремі чинники, які є визначальними на основі емпіричного аналізу.

Таблиця 4.4.2

Фактори, що впливають на термін вибору запозичень

Фактор	Важливий чи дуже важливий, % (дані США)	Важливий чи дуже важливий, % (дані Європейських компаній)	Середнє*	Розмір*	
				Малі	Великі
Узгодження по строкам капіталу та активів	65	77,01	3,10	3,08	3,16
Довгострокові позикові кошти знижують необхідність запозичень при несприятливих ставках у майбутньому	50	69,77	2,83	2,8	2,74
Короткострокові ставки нижчі за довгострокові ставки	38	31,03	1,85	1,86	1,81

Джерело: опрацьовано авторами за [1],[2]

*дані для європейських фірм

На основі проведеного аналізу емпіричних досліджень було виділено та класифіковано основні фактори впливу на структуру капіталу.

Мікрорівень

- фінансові (рентабельність, ліквідність);
- операційні (розмір фірми, перспективи росту, експортні можливості);
- управлінські (якість корпоративного управління, преференції менеджменту, організаційна форма).

Мезорівень

- галузь промисловості, до якої відноситься компанія;
- боргове навантаження компаній-конкурентів на ринку.

Макрорівень

- законодавчі (рівень захисту прав суб'єктів фінансових ринків, регулювання фінансових ринків);
- економічні (обсяг ВВП, інфляція, курсові коливання);
- інституційні (фінансова система, орієнтована на банки чи фондові ринки).

[1] Harvey, Campbell&Graham, John. (2002). How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?. Journal of Applied Corporate Finance. 15. 8-23.

[2] Bancel, Franck and Mittoo, Usha R., The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=299172 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299172

Розглянемо детальніше ці фактори. Оскільки традиційним факторам, які включаються до тестування компромісної та ієрархічної теорій присвячено багато праць, ми згрупували їх основні результати у табл. 4.4.3. Натомість більш детальний, на нашу думку, аналіз доцільно присвятити іншим чинникам, які так само впливають на структуру капіталу.

Таблиця 4.4.3

Результати емпіричних досліджень детермінант рівня заборгованості

Змінна	Розмір	Ріст	Прибутковість	Частка основних засобів	Ліквідність	Леверидж галузі	Податковий щит	Ріст ВВП	Інфляція
Теорія ієрархічного вибору	?	+	-	+	?	?	n.a	+	n.a
Компромісна теорія	+	-	?	+	?	+	+	n.a	+
Faulklender/Petersen (2006) [8]	-	-	-	+	-	+	+	n.a	n.a
Antoniou et. Al (2008) [9]	+	-	-	+	?	n.a	+	n.a	n.a
Frank/Goyal (2009)[6]	+	-	-	+	-	+	?	+	+
Koksalet. Al (2015)[10]	+	?	-	+	-	+	+	-	+
Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W (2014)[7]	+	+	-	-	-	+	+	+	+

+/- — знак коефіцієнта в регресії, де леверидж виступає залежною змінною, ? — коефіцієнт змінює знаки, n.a — коефіцієнт не застосовувався у дослідженні

Джерело: адаптовано авторами на основі[1]

Розмір фірми. Відповідно до ієрархічної теорії структури капіталу, розмір фірми неоднозначно впливає на рівень боргу, проте компромісна теорія передбачає позитивний зв'язок між розмірами компанії та рівнем її боргового навантаження. Зокрема, ця залежність була продемонстрована у дослідженнях[2]. Автори продемонстрували, що зі зростанням величини фірм успішніше пояснює вибір структури капіталу теорія ієрархічного вибору. Натомість, для малих фірм ця теорія виявилась неінформативною. Фахівці не мають одно-

[1] Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W. (2014) : Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies // Munich Discussion Paper. — No. 2014. –38.

[2] Frank, M. Z. and V. K. Goyal (2003): "Testingthepecking order theory of capital structure" // JournalofFinancialEconomics. — Vol. 67. — P. 217–248. — P. 237.

значної думки щодо показника розміру фірми. Так, дослідники F. Kuhnhausen і H.W. Stieber[3] використовують натуральний логарифм чистого доходу. Проте в літературі можна зустріти використання чистих активів, виручки від реалізації, суми балансової вартості боргу та ринкової вартості власного капіталу[2]. При цьому дослідники довели, що використання кожного з цих показників дає однаково інформативний результат[4]. Також, малий і середній бізнес характеризується меншими обсягами боргу, порівняно з великим. Так, за даними Європейського центрального банку: малі компанії мають на 3,5 % більше боргу ніж мікрофірми; середні — на 6,0 %; великі — на 7.9 %. Таким чином, підтверджуються положення компромісної теорії, згідно якої розмір фірми позитивно впливає на обсяги боргу.

Вказане дослідження також дає розглядає взаємозв'язок віку фірми та її левериджу. Так, компанії віком до 5 років мають більший рівень боргового навантаження, ніж старші за віком компанії. У цілому, дослідження фахівців показало, що такі компанії мають у середньому на 7 % більший рівень боргового навантаження ніж компанії, старші за 25 років[1]. Тобто дані свідчать, що молодші за віком фірми більш залежні від зовнішніх джерел фінансування. Це пояснюється тим, що на початкових стадіях розвитку, компанії потребують значних ресурсів на розвиток, а операційна діяльність не здатна генерувати достатні обсяги грошових потоків. Значну частину вхідних грошових потоків забезпечує фінансова діяльність, здебільшого отримання позики.

Ріст фірми — зазвичай розраховується як ріст доходів, прибутків чи активів. Відповідно до теорії ієрархічного вибору, зростання показників діяльності компанії призводить до зростання рівня її заборгованості. Згідно положень компромісної теорії, коефіцієнт кореляції між цими показниками має бути від'ємним.

Прибутковість компанії — у більшості досліджень розраховується як відношення EBIT до активів[2],[3] або EBT до активів[4]. Теорія ієрархічного вибору передбачає негативний вплив прибутковості компанії на рівень її заборгованості. Натомість згідно положень компромісної теорії неможливо визначити однозначний зв'язок між цими двома показниками.

---

[3] Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W. (2014) : Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies // Munich Discussion Paper. — No. 2014. — 38 p. — P. 9.

[1] Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB (2013) : Corporate finance and economic activity in the euro area: Structural issues report 2013, ECB Occasional Paper, No. 151

[2] Frank, M. Z. and V. K. Goyal (2003): "Testing the pecking order theory of capital structure", Journal of Financial Economics. — Vol. 67. — P. 217–248.

[3] Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W. (2014) : Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies // Munich Discussion Paper. — 2014. — No. -38.

[4] Booth, Laurence&Aivazian, Varouj& Demirguc-Kunt, Asli&Maksimovic, Vojislav. (2001). CapitalStructureinDevelopingCountries // The Journal of Finance. — No 56. — P. 87 — 130.

Частка матеріальних активів — розраховується як відношення обсягу необоротних активів до загального обсягу активів. Обидві теорії визначають позитивний зв'язок між часткою матеріальних активів і рівнем заборгованості компанії. Вважається, що чим більшою є частка, тим більший обсяг застави компанія може надати банку при отриманні кредиту. Отже, за інших рівних умов, компанії з високою часткою основних засобів будуть відзначатися значним рівнем боргового навантаження, що співвідноситься з теорією агентських витрат.

Ліквідність — розраховується як відношення грошових коштів і їх еквівалентів до загальних активів. Обидві теорії не дають чіткої відповіді за питання як ліквідність впливає на структуру капіталу компанії, натомість емпіричні дослідження доводять, що зі зростанням ліквідностіфірми, частка позикового капіталу зменшується[1].

Інтенсивність експорту як детермінанту структури капіталу включили у свої дослідження ряд учених. Так, на прикладі малих і середніх підприємств було показано, що фірми, які здійснюють експортні операції характеризуються більшою часткою короткострокового, а не довгострокового позикового капіталу[2]. Щодо впливу експортних операцій на загальний рівень боргового навантаження, то емпірично доведено, що в країнах, що розвиваються інтенсивність експорту негативно впливає на леверидж компанії[3].

Організаційна форма. Дослідження фахівців показали, що приватні компанії зазвичай характеризуються вищим рівнем боргового навантаження, оскільки власний капітал для приватних компаній є дорожчим через асиметрію інформації, а випуск privatebonds навпаки вимагає менше грошових і часових ресурсів[4]. Іншим поясненням є те, що на публічні компанії здійснюється більший тиск інвесторів і стейкхолдерів через регулярну публікацію звітності.

Галузь промисловості**.** Низка досліджень фахівців показали, що компанії встановлюють цільове значення залежно від середньогалузевої заборгованості чи рівня боргового навантаження конкурентів[5,6]. Природа галузі теж

---

[1] Frank, M. Z. and V. K. Goyal (2003): "Testing the pecking order theory of capital structure", JournalofFinancialEconomics, Vol. 67, pp. 217- 248.

[2] Lisboa, Inês (2017). "Capital structure of exporter SMEs during the financial crisis : evidence from Portugal" // European Journal of Management Studies. — 22(1):25-49

[3] Chen, C.-J. and C.-M. J. Yu (2011): "FDI, Export, and Capital Structure — An Agency Theory Perspective" // Management International Review. — Vol. 51. — P. 295-320

[4] MichaelFaulkender, Mitchell A. Petersen; Does t**he** Source of Capital Affect Capital Structure? // The Review of Financial Studies. — Volume 19. — Issue 1, 1 March 2006. — Pages 45–79.

[5] PeterMacKay and Gordon Phillips // Review of Financial Studies.. — 2005. — vol. 18. — issue 4. — P. 1433-1466.

має вплив на показники заборгованості. Так, компанії, які працюють на волатильних ринках (телекомунікації), а також компанії, діяльність яких залежить від нематеріальних активів (фармацевтика, електроніка) мають нижчі показники заборгованості.

Розвиток фінансових ринків. Багато науковців включають характеристики фінансового ринку до аналізу детермінант структури капіталу. Так, у країнах, які відзначаються низьким рівнем захисту кредиторів та акціонерів менш розвинені фінансові ринки, а тому компанії рідше емітують акції, надаючи перевагу борговому фінансуванню[1]. Емпірично доведено негативний зв'язок розвитку ринку акціонерного капіталу та показників довгострокового та короткострокового боргу[2]. Тобто, чим легше компаніям здійснювати емісію акцій, тим менше вони вдаються до запозичень капіталу. У країнах з переважанням банківської системи (наприклад, Німеччина, Франція) частка боргового капіталу у пасивах не фінансових корпорацій вища, ніж у країнах, які орієнтуються на фінансові ринки (США, Канада, Великобританія)[1].

Значний вплив на структуру капіталу також має система права, що використовується в країні. Так, країни, що використовують систему civil law (Австрія, Бельгія, Китай, Італія, Франція, Німеччина) мають у середньому вищий показник короткострокового позикового капіталу та нижчий показник довгострокового позикового капіталу, натомість країни, які використовують систему common law (Канада, США, Великобританія, Австралія) навпаки мають значно вищі рівні довгострокового позикового капіталу та нижчий рівень короткострокового капіталу[3].

Розвиток економіки. Вчені[4] довели, що основні детермінанти, які пояснюють структуру капіталу розвинутих країн, є релевантними і для країн, що розвиваються. Зокрема, такими чинниками є:розмір фірми, ліквідність, частка основних засобів, прибутковість. Натомість, вплив інституційних чинників відрізняється: ріст ВВП, рівень інфляції, розвиток фінансових ринків. Вчені зазначають, що техніки проведення банкрутства, спосіб формування та надійність фінансової звітності, доступність тих чи інших джерел фінансування такі ж важливі для визначення факторів впливу на структуру капіталу,

---

[6] LEARY, M. T. and ROBERTS, M. R. (2014), Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? // The Journal of Finance. — 69: 139–178.

[1] Baker, H.K. &Martin, G.S.. (2011). Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, andPractice.

[2] Demirguc-Kunt, Asli&Maksimovic, Vojislav, 1999. "Institutions, financial markets, and firmdebtmaturity" // Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 54(3). — P. 295–336.

[3] Baker, H.K. &Martin, G.S.. (2011). Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice

[4] Booth, Laurence&Aivazian, Varouj& Demirguc-Kunt, Asli&Maksimovic, Vojislav. (2001). Capital Structure in Developing Countries // The Journal of Finance. — 56. — P. 87–130.

як і традиційні фактори (розмір чи ліквідність компанії). Наприклад, транснаціональних компаній було доведено, що на ринках, що розвиваються ТНК характеризуються більшим рівнем боргового навантаження, що може пояснюватися підтримкою материнської компанії. Натомість, на розвинених ринках, компанії, що активно інвестують в іноземні активи та експортують продукцію характеризуються нижчим рівнем боргового навантаження. На думку вчених, агентські витрати значно зростають, якщо закордонні операції компанії занадто ускладнюються, що призводить до зниження кредитування[3].

Під час криз скорочення зовнішнього фінансування і зокрема банківського більше відбувається у країнах, що розвиваються, аніж у країнах ОЕСР[4]. Також авторами було доведено, що на структуру капіталу більший вплив мають банківські, аніж валютні кризи.

Крім того, було встановлено[1], що теорія ієрархічного вибору та компромісна теорія однаково прогнозують вплив рівня інвестицій, розміру компанії та податкового щита на рівень заборгованості та мають протилежне бачення щодо впливу прибутковості.

4.5. Системні диспропорції розвитку орієнтованої на знання корпоративної бізнес-свідомості

Сучасний світ — це світ стрімкого розвитку, масштабних змін, створення і розпаду економічних і соціальних систем та інститутів. У такому круговороті метою будь-якої організації є забезпечення достатнього рівня ефективності функціонування. Вихід України з затяжної системної кризи і становлення на шлях стабілізації і розвитку передбачає переосмислення як владними структурами, так і кожним громадянином пріоритетів суспільного існування. Передумовою є усвідомлення того, що Україна вичерпала практично усі резерви технологій, що працюють на даний момент, як то технологій влади, управління, виробничих, інтелектуальних технологій тощо. Виключенням є поодинокі випадки, в яких працюють західні технології, що базуються знову ж таки на іноземному інтелектуальному капіталі, які відпрацювали свій інноваційний ресурс і запроваджуються виключно з метою отримання швидкого прибутку з максимальним використанням національних багатств України. Водночас Україна володіє надзвичайно багатими іннова-

[3] Chen, C.-J. and C.-M. J. Yu (2011): "FDI, Export, and Capital Structure — An Agency Theory Perspective" // Management International Review. — Vol. 51. — P. 295–320.

[4] Davis, E. Philip & Stone, Mark R., 2004. "Corporate financial structure and financial stability" // Journal of Financial Stability, Elsevier, vol. 1(1), P. 65–91.

[1] Fama, E., French, K., 2002. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt // Review of Financial Studies. — 15, 1–33.

ційними ресурсами та інтелектуальним потенціалом (за даними інституту інтелектуальної власності в Україні щорічно видають близько п'ять тисяч патентів на винаходи та інтелектуальні права[2]). За останніми даними, чинними в Україні є понад п'ятдесят тисяч різноманітних патентів (причому значна частина винаходів за безцінь скуповуються іноземними компаніями чи нелегально вивозяться за кордон). Таким чином, на сьогодні компанії мають сформувати системну КМ (Knowledge Management)-орієнтовану організаційну свідомість, яка б акцентувала особливу увагу на найважливішому ресурсі — люди та їх знання, оскільки конкурентні переваги все частіше залежать від уміння одержати знання і розумно розпорядитися ними, та на основній новітній конкурентній перевазі — інтелектуальних активах компанії (секретах виробництва, ідеях, технологіях та інших ноу-хау — знаннях).

Формування та розвиток корпоративної бізнес-свідомості, як цілеутворюючого елементу соціально-економічної системи, зумовлюється принципами та закономірностями системних трансформацій. Цим пояснюється зростання зацікавленості сучасного бізнес-середовища до наукового осмислення трансформаційних процесів організаційної діяльності, що призвело до виникнення і розвитку цілого комплексу наук (загальна теорія систем, кібернетика, теорія управління, синергетика, управління знаннями, біхевіористика тощо), в яких розглядаються як загальні, так і часткові аспекти становлення, функціонування і розвитку організацій. Природно виникає потреба в адекватному сучасності визначенні трансформаційного процесу, його сутності та природи. Саме «трансформаційний процес» наштовхує на уяву, що це деякий стан між минулим і майбутнім, між «старим» і «новим» станом. Однак спроби обґрунтувати «трансформаційний процес» як стан детермінований минулим як причиною і майбутнім як цільовим станом наштовхуються на значні труднощі. Це пояснюється невизначеністю як «минулого» так і «майбутнього». У пошуках обґрунтувань для нових управлінських рішень першому постійно знаходяться нові інтерпретації, а друге — як сукупність соціальних цілей, не просто суперечливе, але й антагоністичне, оскільки на нього проектуються несумісні соціальні ідеали і сподівання. До того ж уявлення про соціальні цілі постійно змінюються під впливом жорсткої ірраціональної боротьби.

У рамках такого бачення трансформаційних процесів соціально-економічних систем для його обґрунтування пропонується метасистемну методологію динаміки об'єктів складної природи, яка однозначно визначається

[2] Патентно-інформаційні фонди. Український інститут інтелектуальної власності [Електронний ресурс] // Режим доступу до ресурсу: http://www.uipv.org

механізмом міжсистемних взаємодій[1]. Розглядаючи властивості об'єкту як метасистеми[2], передусім необхідно враховувати якість ірраціональних взаємозв'язків систем, які не є цілісними. Системи, які входять у метасистему, утворюють певну сукупність, але внаслідок невпорядкованості міжсистемних взаємодій, різноманітності їх типів (наприклад, сприяння і протидія, конфлікт і співпраця), а також їх значної мінливості, тобто варіативності, системи не утворюють певної структури і, відповідно, її рівнів і ієрархії. Невизначеність, неоднозначність, неузгодженість, непередбачуваність і відсутність стійкості міжсистемних взаємодій призводять до непропорційності і несумісності між впливом і результатом, який досягається при функціонуванні метасистеми. Тому у ньому не можуть існувати довільні механізми управління, що передбачають обов'язкову наявність керуючої компоненти (або суб'єкта управління) і керованої компоненти (або об'єкта управління), відносини між якими реалізуються тільки у вигляді зворотніх зв'язків, які полягають у пропорційності керуючих впливів до величини неузгодженості між цілями і поточним станом. Фактично замість управління у метасистемі, де відбувається активна взаємодія повністю самостійних систем, у зв'язку з чим ускладнюється регламентування суб'єкту і об'єкту управління, слід говорити про дію механізмів іррегуляції[3]. Міжсистемні взаємодії неоднозначно зумовлюються індивідуальними цілями кожної з систем, співпадаючими або не співпадаючими між собою. У соціальних метасистемах ці взаємодії також можуть визначатися загальнішими, багато у чому невизначеними цінностями і нормами різного виду (етичними, професійними тощо). Необхідність взаємодій між системами є джерелом функціонування метасистеми. Саме ця необхідність визначає і пояснює активність окремих систем і диктує багатоваріантність її спрямованості. Різна спрямованість цієї активності, у свою чергу, зумовлює характер і динаміку розвитку метасистеми.

Перетворення систем у метасистему і навпаки може відбуватися різними способами. Так, розпад системи на окремі самостійні системи (або мікросистеми), які до цього були її підсистемами або елементами, і утворення з них метасистеми здійснюється внаслідок появи ірраціональних взаємодій між ними і супроводжується звуженням первинних меж управління. Об'єднання, синтез систем у більш загальну систему (макро- або метасисте-

---

[1] *Приймак В*. Концептуальні основи системної методології управління: теоретичний аспект / В. Приймак // Вісник КНТЕУ. — 2001. — №3. — С. 45–53.

[2] Метасистема — це деяка сукупність самостійних систем, ірраціонально взаємодіючих між собою (авт.)

[3] Від іррегулярний — лати. irregularis — неправильний, не підпорядкований певному порядку. (Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і голов. ред. В. Т. Бусел. — К.: Ірпінь: ВТФ «Перун», 2009. — 1736 с.)

му) реалізується у процесі зміни типів ірраціональних міжсистемних взаємодій і трансформації, перетворення їх у раціональні, що призводить до розширення меж управління.

Таким чином, в описаній динаміці взаємних перетворень систем і метасистем найбільш значущими властивостями системи виступають раціональність взаємодій і існування меж управління, що визначають сферу її впливу. З огляду на це пропонуємо власне визначення системи: система — це об'єкт, що є деякою множиною елементів, які знаходяться у раціональних взаємовідносинах і взаємозв'язках між собою, характер яких спрямований на отримання певного сфокусованого корисного результату, і утворюють цілісність, межі якої задаються межами управління. На наш погляд, саме таке визначення найбільш адекватно відповідає принципам системного підходу. При цьому поняття «система» і «мета система» взаємодоповнюють одне одного, що дозволяє без протиріч аналізувати широкий спектр найрізноманітніших, навіть суперечливих і протилежних за своєю природою явищ, які раніше досить довільно об'єднувалися у одному понятті «система». Крім того, як бачимо, зникає необхідність конструювання численних визначень системи на основі виділення нецілісності як її основної властивості і різного роду відносин, зв'язків або взаємодій у деякій множині елементів. У рамках наведеної методології можна обґрунтувати динаміку соціально-економічних систем і визначити природу трансформаційних процесів (рис. 4.5.1).

Трансформаційні соціальні системи динамічні і нестійкі. Для них характерні особливі уявлення нелінійних систем, такі як:

– критичність (наявність таких критичних значень параметрів системи, які призводять до некерованості системи — на рисунку період динамічного хаосу — поява ірраціональних взаємодій між елементами системи переводить у нестійкий стан; досягнення критичної маси ірраціональних взаємодій зумовлює трансформаційні процеси);

– цілісність (неприйнятність проведення декомпозиції системи; у трансформаційних процесах цілісність слід розглядати у матасистемному значенні — єдність), динамічний хаос (внутрішній стан, поведінка системи не пов'язані з впливом зовнішнього середовища);

– відсутність чіткого правила впливу (управління).

Для опису стану системи (S) можна використати модель зростання Форрестера[1] (слід зазначити, що в загальному випадку кожен цикл функції зростання Форрестера можна трактувати як життєвий цикл системи).

[1] *Форрестер Д.* Мировая динамика / Д. Форрестер. — М.: ООО "Издательство АСТ; СПб.: Terra Fantastica, 2003. — 379 с.

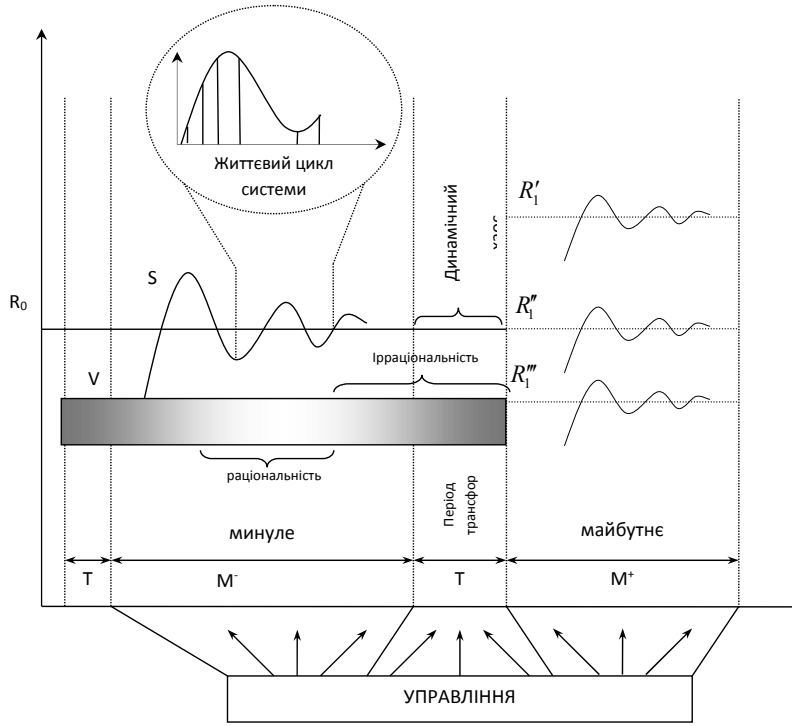


Рис. 4.5.1. Динаміка трансформацій організаційних систем

Тоді в рамках механізму міжсистемних взаємодій перехід із стійкого стану розвитку до трансформаційних процесів здійснюється під впливом зміни взаємодій (V) між елементами системи від раціональних до ірраціональних. Ефективність трансформаційних процесів, у цьому випадку, є здатність вивести систему на новий стійкий рівень розвитку R^0 (R^0– межа зростання, $R_1''' < R^0 = R_1'' < R_1'$) і залежить перш за все від управління — цілеспрямованого регулювання стихійних соціальних процесів. Водночас, якість трансформаційних процесів, організаційних перетворень соціально-економічних систем залежить від рівня економічно розвитку країни, її природних і людських ресурсів, особливостей національної культури та політичного устрою. Тому динаміка функціонування соціально-економічних систем не закінчується ніколи. Система повинна вдосконалюватися і розвиватися увесь час у процесі своєї експлуатації разом з прогресом методологій управління.

Зважаючи на закономірності системних трансформацій, можна виокремити базові компоненти вектора формування та розвитку бізнес-структур,

які визначають рівень КМ-орієнтованої організаційної зрілості управлінської свідомості менеджменту компанії (рис. 4.5.2) та описати динаміку її трансформацій (1–4)[2]:

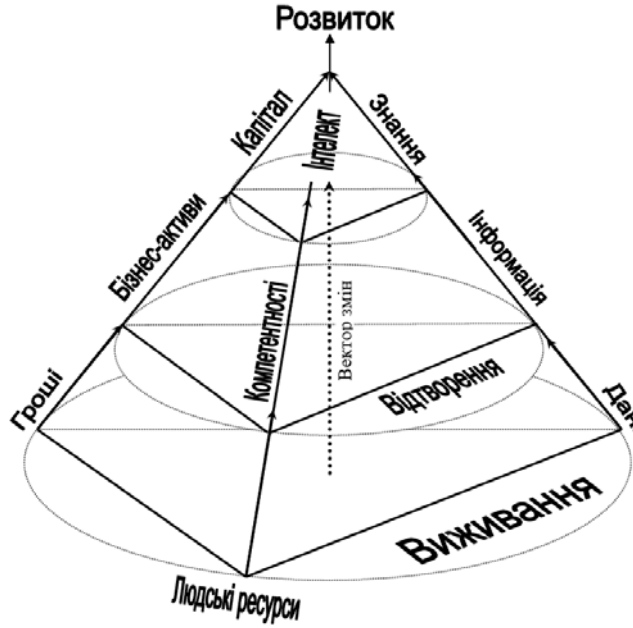


Рис. 4.5.2. Піраміда організаційної КМ-зрілості

ОРГАНІЗАЦІЙНА ЗРІЛІСТЬ = F (Виживання, Відтворення, Розвиток), (4.5.1)

де ***F*** — функціонал, що встановлює співвідношення частки кожного параметру відповідно до рівня зрілості бізнес-структури.

Кожен рівень має свій базис, що адекватно відображає бізнес свідомість як осіб, що приймають рішення (ОПР), так і менеджменту організації в цілому, зокрема, рівень організаційної зрілості «виживання» (4.5.2), як правило, характеризуються зародженням/стабілізації бізнесу, формуванням базису бізнес-свідомості, націленої на утримання стартових позицій і своєї ніші на ринку з подальшим їх поглибленням.

ВИЖИВАННЯ = {Гроші, Людські ресурси, Дані }. (4.5.2)

[2] Pryimak V. Prerequisites of business-awareness which is knowledge oriented /V. Pryimak // International scientific practical seminar ‘Ukraine-EU-CZECH republic current status and future trends’. Prague. — 2011. — C. 118–122.

Наступний рівень «відтворення» зумовлює наявність адекватного механізму реакції на зміни при тиражуванні (відтворенні бізнес-циклу) попереднього рівня, тобто бізнес-свідомість націлена на гнучку систему раціональних управлінських рішень відповідно до динаміки попиту ринку.

ВІДТВОРЕННЯ ={Бізнес-активи, Компетентності, Інформація}. (4.5.3)

Рівень «розвиток» передбачає синергію двох попередніх рівнів, що акумулює усі наявні ресурси організації у капітал, нематеріальну складову людських ресурсів в інтелектуальний капітал (інтелект організації), а дані та інформацію у субстанцію, що використовується людиною (ОПР, експертом, фахівцем тощо) за певними правилами, відповідно до визначених процедур і з урахуванням (свого і/або інших людей) ставлення (розуміння, схвалення, ігнорування, погодження, заперечення тощо) — знання.

РОЗВИТОК = {Капітал, Інтелект, Знання}. (4.5.4)

Водночас, переорієнтація компанії на вектор управління знаннями потребує кардинального переосмислення загальної моделі організації та її системи управління, що вимагає формування та реалізацію стратегії організаційних змін орієнтованих на знання (рис. 4.5.3)[1],[2],[3].

Будь-які зміни як у суспільстві, так і в організації, навіть незначні, вимагають наявності необхідних передумов. Можливість реалізації КМ-орієнтованих організаційних змін передбачає наявність достатнього рівня (рис. 4.5.4):

– інноваційно-інвестиційної ділової свідомості;
– наукових/науково-технічних результатів[4];
– людських ресурсів (високоосвічених активних фахівців як носіїв інтелектуального капіталу).

---

[1] Guerrilla MBA. The core content of an Ivy League MBA [Електронний ресурс] // http://www.clickok.org

[2] Leif Edvinsson Corporate Longitude: What you need to know to navigate the knowledge economy. Financial Times Prentice Hall (July 15, 2002). 224 p.

[3] Baruch Lev Baruch Lev Intangibles: Management, Measurement, and Reporting. Brookings Institution Press, June 1, 2001. 231 p.

[4] Науковий результат — нове знання, одержане в процесі фундаментальних або прикладних наукових досліджень і зафіксоване на носіях наукової інформації у формі звіту, наукової праці, наукової доповіді, наукового повідомлення про науково-дослідну роботу, монографічного дослідження, наукового відкриття тощо; науково-прикладний результат — нове конструктивне чи технологічне рішення, експериментальний зразок, закінчене випробування, розробка, яка впроваджена або може бути впроваджена у суспільну практику [4].

Рис. 4.5.3. КМ-орієнтована модель корпоративних трасформацій

Аналіз виокремлених факторів впливу на КМ-свідомість показав, що в Україні позитивна тенденція щодо створення наукових/науково-технічних результатів і за умови збереження темпів розвитку та підвищення рівня їх якості є всі підстави стверджувати про стабільність базису інноваційних проектів. Такого ж рівня у бізнес-колах спостерігається інноваційно-інвестиційна свідомість, яка підкріплена готовністю інвестувати в надризикові інноваційні проекти.

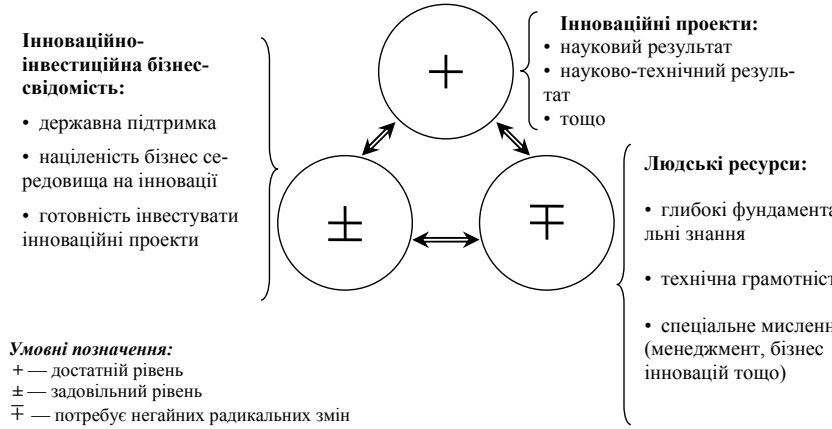


Рис. 4.5.4. Фактори впливу на формування КМ-орієнтованої бізнес-свідомості

Водночас факторами інноваційності сучасного бізнесу також є перенасичення ринків однотипними товарами/послугами та глобалізація бізнесу, яка витісняє з ринків малі та середні підприємства і стимулює їх до пошуку нових ринків, а отже реалізацію інноваційних проектів (у цьому випадку як засіб державного регулювання може стати створення на державному рівні законодавчої бази бізнесу інновацій).

Щодо фактору забезпеченості бізнесу фахівцями з достатнім рівнем КМ-свідомості, то тут доцільно вжити відповідні радикальні зміни. Зокрема, поділяючи вітчизняну вищу освіту на класичну і галузеву, було б доцільно відвести на долю класичної освіти саме формування фахівців з інноваційно-інвестиційною свідомістю. Для цього класичним закладам освіти необхідно зберегти свою позицію щодо лідерства в освітянській сфері, а саме: — *поглибити фундаментальну підготовку* (на даний момент є достатньо високі показники, хоча спостерігається тенденція до їх зниження); *набути нову якість освіти*: — підготовка технічно грамотних фахівців; — *імплементувати спеціальне мислення* (націленість на бізнес-інновації незалежно від сфери діяльності).

Реалізація такого підходу зумовить появу нової генерації фахівців, здатних повною мірою акумулювати весь ринковий, структурний та інтелектуальний потенціал компанії і сфокусувати його на реалізацію стратегії підприємства відповідно до реалій гіпердинамічного бізнес-середовища. Водночас, на сьогодні, вітчизняний ринок праці не здатний забезпечити потреби у фахівцях з достатнім рівнем професійних компетентностей, що пов'язано із[1,2,3]:

– системними дисфункціями системи вищої освіти України (за даними світового банку 16 % економічного зростання у країнах з перехідною економікою обумовлені фізичним капіталом, 20 % — природним капіталом, а 64 % — людським капіталом. Для розвинених країн частка витрат на освіту від ВВП становить у Франції близько 7 %, Японії та США — 6 %, Німеччині — 4,5 %. Для України характерні зовсім інші тенденції[1]. Починаючи з 60-х рр. минулого століття спостерігається тенденція скорочення витрат на освіту. На початку 90-х рр. видатки на освіту становили 2,7 % від ВВП, що в 3–4 рази менше, ніж у розвинених країнах[2]. У 2016 році державне фінансування на вищу освіту в Україні становило менше 1,6 % ВВП і 0,7 % — недержавне фінансування):

---

[1] *Когут І., Стадний Є.* Бюджет освіти та науки 2017: що пропонує уряд? \\ https://cedos.org.ua/uk/osvita/biudzhet-osvity-ta-nauky-2017-shcho-proponuie-uriad

[2] Фінансування освіти: скільки, кому і як? \\ https://dt.ua/finances/finansuvannya-osviti-skilki-komu-i-yak-_.html

[3] *Дрозденко В.* Інновації в епоху глобалізації [Електронний ресурс] \ В. Дрозденко. Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України. \\ http://iweir.org.ua

– комерціалізація освітянських послуг (надмірні акценти на комерціалізації освітянських послуг спричинили втрату зв'язку між системою вищої освіти України і реальним бізнесом);

– корупція в системі середньої та вищої освіти тощо;

– низькі зовнішні/внутрішні стандарти освітянської сфери;

– високий рівень «іміджевого попиту» населення до вищої освіти та її доступність (через значну кількість ВНЗ);

– формальний підхід до впровадження європейських стандартів освіти (зокрема, Болонської декларації тощо);

– потребами сучасного бізнес-середовища:

– недостатній рівень як інноваційно-інвестиційної бізнес-свідомості так і наукового підходу до управління (і тому числі, спостерігається надання переваги більшістю керівників інтуїтивному управлінню, і як наслідок, у структурному капіталі компанії відсутні чітко визначені професійні компетентності фахівців);

– недовіра щодо рівня професійної підготовки випускників ВНЗ тощо;

– низький рівень корпоративної соціальної відповідальності тощо.

У результаті, зважаючи на поточний стан у системі освіти України, взаємозв'язок між бізнесом і вітчизняною вищою освітою повністю втрачено, з одного боку, бізнес не може чітко визначити, які професійні компетентності фахівців необхідні для ефективного господарювання, а з другого боку, система вищої освіти України готує, у своїй більшості, незатребуваних або частково затребуваних на ринку праці України фахівців. У цьому випадку ініціативу щодо визначання та обґрунтування професійних компетентностей фахівців має взяти на себе наука.

Шляхом наукового обґрунтування практичних потреб реалій сучасного бізнес-середовища можна виокремити необхідні і достатні вимоги до професійних компетентностей сучасного фахівця, з одного боку, він має володіти достатнім професійним інструментарієм у конкретній предметній сфері (відповідно до виду діяльності компанії) — базові професійні компетентності, а з іншого, управлінець має володіти спеціальними професійними компетентностями в сфері інформаційних технологій і систем (IT&C) і відповідного рівня комунікаційних компетентностей (у т.ч. компетентностей ділового спілкування і міжособистісних взаємовідносин, лінгвістичних і соціальних компетентностей, компетентностей емоційного інтелекту тощо).

Таким чином, необхідний (мінімальний) рівень професійних компетентностей сучасного фахівця неодмінно має складатися із комплексу (табл.

4.5.1)[1]: *базових компетентностей* (професійних, інтелектуальних, ситуативних, соціальних компетентностей); *елементарних компетентностей IT&C-грамотності* (компетентності в сфері Internet, телекомунікацій, роботи з оргтехнікою, навики роботи принаймні в одній автоматизованій інформаційно-аналітичній системі ERP-класу тощо); *ключових комунікаційних компетентностей* (базові навики CRM-технологій, вільне володіння щонайменше однією іноземною мовою тощо); *індивідуальні особистісні характеристики*.

Таблиця 4.5.1

КМ-орієнтований кластер професійних компетентностей фахівця

Група	Компетентності
Базові професійні компетентності	– достатній професійний набір підходів, методів та інструментів у конкретній предметній сфері відповідно до виду діяльності організації та вимоги до посади: – професійних, – інтелектуальних, – ситуативних, – соціальних тощо – уміння адекватно зрозуміти та інтерпретувати поставлені цілі та задачі; – вища освіта (відповідно до посади); – досвід роботи у відповідній галузі (вітається) тощо
Компетентності у сфері IT&S	– компетентності в сфері Internet, телекомунікацій, роботи з оргтехнікою; – навики роботи принаймні в одній автоматизованій інформаційно-аналітичній системі ERP-класу (SAP, Microsoft Dynamics та інших); – MS Office, інформаційно-довідкові системи; – спеціальне програмне забезпечення (відповідно до посади) тощо
Комунікативні компетентності	– навики у спілкуванні з партнерами та споживачами, підлеглими та керівництвом; – ініціативність, винахідливість при виборі джерел і прийомів пошуку інформації та її структуризації; – вміння самопрезентації та презентації продукту, створення позитивного іміджу організації; – уміння та готовність роботи у команді; – навики самоорганізації; – розуміння структури, форм і каналів комунікативних взаємодій; – уміння логічно виражати свої думки та прислуховуватися до думок; – уміння правильно ставити та відповідати на питання тощо
Індивідуальні характеристики	– доброзичливість, чесність, відкритість; – розуміння/повага до інших; – лідерські якості; – гнучкість, аналітичне мислення, принциповість; – здатність до швидкого навчання (самонавчання); – стресостійкість і рішучість; – усні та письмові навички (українська, російська, англійська мови); – націленість на результат, високий рівень мотивації; – навички управління проектами та особистий тайм-менеджмент; – відповідальність, ініціативність, оперативність; – пунктуальність, активна життєва позиція, уважність до деталей тощо

[1] Pryimak V. Prerequisites of business-awareness which is knowledge oriented /V. Pryimak // International scientific practical seminar ‘Ukraine-EU-CZECH republic current status and future trends’. Prague. — 2011. — C. 118–122.

Достатній рівень професійних компетентностей фахівця вимагає наявності корпоративних компетентностей, що визначаються відповідно до рівня організаційної зрілості компанії, етапу її життєвого циклу та кваліфікаційних характеристик професійної діяльності (табл. 4.5.2)[1],[2].

Таблиця 4.5.2

Цільові організаційно-управлінські компетентності фахівця відповідно до рівня організаційної зрілості компанії

	Тип управління	Компетентності	Завдання	Недоліки
Сімейна компанія	Управління здійснюється на основі індивідуальних якостей і досвіду керівника	Наявність управлінської позиції; – уміння бути уважним до роботи кожного; – раціонально розподіляти роботу виходячи з індивідуальних особливостей; – підтримувати гарний емоційний настрій	– Раціональний вибір ключових фігур. – Розвиток управлінської позиції. – Розвиток навичок ситуативного лідерства. – Розвиток навичок регулювання емоційно складних ситуацій. – Розвиток комунікативної компетентності	Керівником стає фахівець з високим рівнем професійних компетентностей. Відсутність розрізнення функції фахівця і керівника і/або вони нечіткі
Невелика компанія, що розвивається	Управління здійснюється за рахунок чіткої постановки рутинних завдань, стандартизації різних видів робіт	Навички оперативного управління. – Уміння ставити завдання, здійснювати правильний контроль, делегування, систематичний зворотний зв'язок	– Стандартизація робіт на кожній ділянці. – Розробка стандартів управлінської діяльності. – Навчання навичкам оперативного управління. – Впровадження стандартів управлінської діяльності. – Навички проектного управління	Оперативне управління підмінюють владним впливом, відсутність стандартів управління
Багаторівнева, вертикально інтегрована компанія	Управління здійснюється за рахунок консолідованої роботи різних за функціями підрозділів з досягнення загальної мети	Реалізація системного управління. – Декомпозиція загального завдання до цілей підрозділу. – Застосування принципів системного управління . – Узгодження цілей. – Колегіальне прийняття рішень. – Управління бізнес-процесами	– Стандартизація діяльності компанії у цілому. – Запровадження системних процедур управління: атестація, бізнес планування, бюджетування тощо. – Впровадження системи постановки цілей і оцінки діяльності. – Розвиток навичок комунікативного управління бізнес середовищем (наради, колегіальне прийняття рішень, узгодження цілей). – Розвиток навиків структуризації цілей, показників досягнення результатів. – Навички процесного управління	Концентрація на управлінні виконанням завдань, невміння перейти від завдань до цілей. Невірний вибір показників ефективності роботи

[1] *Белущенко Т.* Модели компетенций. Пример построения модели корпоративных компетенций [текст] / Т. Белущенко // Кадровик України. — 2008. — №5. — С. 112–116.

[2] Pryimak V. Prerequisites of business-awareness which is knowledge oriented /V. Pryimak // International scientific practical seminar 'Ukraine-EU-CZECH republic current status and future trends'. Prague. — 2011. — С. 118–122.

	Тип управління	Компетентності	Завдання	Недоліки
Велика компанія, орієнтована на розвиток	Управління здійснюється за рахунок уміння стимулювати співробітників виконувати поставлені завдання	Реалізація мотивуючого управління. – Знання законів мотивації/стимулювання і уміння їх використовувати в управлінській діяльності. – Наявність навичок лідерства	– Підміна об'єкта управління: замість результату, об'єктом управління стає мотивація співробітників. – Розробка заходів мотивуючого управління та управління на основі емоційного інтелекту. – Навчання навичкам мотивуючого управління. – Розвиток навичок прийняття рішень на основі даних про динаміку мотивації. – Розвиток навичок лідерства	Адміністрування і диспетчеризація — замість управління
Компанія — лідер	Управління включає розробку стратегії і здійснюється на основі емоційного інтелекту за допомогою емоційного лідерства, що дозволяє здійснювати реалізацію стратегії	Стратегічне управління – Навички емоційного лідерства – Уміння впливати на бажання людей виконувати поставлені перед ними завдання як свої власні. – Збереження і передача накопичених знань – Спрямоване формування корпоративної культури компанії	– Створення відповідності між стратегічними цілями, зонами відповідальності, повноважень і організаційною структурою – Створення і підтримка норм корпоративної культури, культури управління – Створення системи управління знаннями, наставництва і коучингу – Розвиток лідерських якостей у керівників – Розвиток емоційного інтелекту – Розвиток навичок наставництва і коучингу – Уміння приводити структуру цілей у відповідність структурі діяльності	Переоцінка раціональних методів управління. Недооцінка емоційного компонента управління. Відсутність навичок емоційної саморегуляції

У випадку корпоративних компетентностей модель професійних управлінських компетентностей становить КМ-орієнтований кластер, у якому раціонально поєднуються знання, вміння, досвід, інтелектуальні, соціально-орієнтовані та психофізичні здібності конкретного індивіда.

Формування професійних компетентностей фахівців, адекватних сучасному бізнес-середовищу, вимагає як від суспільства в цілому, так і від бізнесу усвідомлення потреби інвестувати в людські ресурси та освітню інфраструктуру. Інвестування в людські ресурси має враховувати весь комплекс факторів як на макро- так і на мікрорівні, а його структура — унікальні особливості притаманні окремій організації відповідно до її політики управління персоналом (рис. 4.5.5)[1]. Водночас, кожна організація, прагнучи отримати

[1] Guerrilla MBA. The core content of an Ivy League MBA [Електронний ресурс] \\ http://www.clickok.org

максимальний зиск від своїх інвестицій, має враховувати і ризики таких капіталовкладень, які будуть зумовлені індивідуальними умовами господарювання окремої організації і визначатися специфікою організаційної моделі її функціонування.

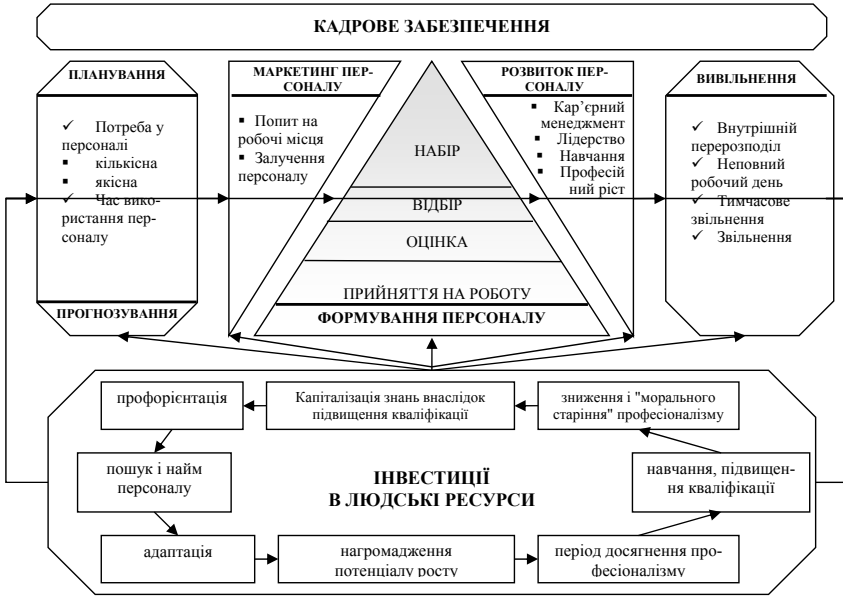


Рис. 4.5.5. Процес та структура інвестицій у людські ресурси

Однак, можна виокремити загальні фактори, які поглиблюють ризик інвестицій у людські ресурси, а саме: ризик буде вищим, якщо організація проводить нерегулярні і точкові заходи щодо управління персоналом; у компанії не проводиться (або недостатній) контроль якості функцій управління персоналом; система управління персоналом не відповідає організаційній моделі, а отже стратегії підприємства тощо[1],[2].

Таким чином, формування нової КМ-орієнтованої соціально-економічної реальності сучасного бізнес-середовища через усвідомлення інноваційної-інвестиційної політики вітчизняних компаній і суспільства в

[1] *Юртайкин Е.* Почему опадают яблоки [Електронний ресурс] / Е. Юртайкин \\ http://www.altrc.ru

[2] Gary S. Becker. Economic Analysis and Human Behavior. In: L. Green and J.Kagel (eds.) Advances in Behavioral Sciences. Norwood (N.J.): Ablex Publ. Corp., 1987, v.l, p.3-17. L The University of Chicago Press, 1976. Перевод к.э.н. Р. И. Капелюшникова [Електронний ресурс] \\ http://gallery.economicus.ru

цілому надає повноцінну можливість отримати максимальну користь від потужного потенціалу феномену управління знаннями і перебуває у прямій залежності від того, якою мірою людські ресурси зможуть реалізувати цю можливість шляхом реалізації компетентнісного потенціалу. При цьому, синергетичним ефектом розвитку КМ-орієнтованої організаційної зрілості компанії є поява інноваційної бізнес-свідомості сфокусованої на інвестиційній стратегії розвитку її інтелектуального капіталу.

4.6. Суперечності розвитку ринку похідних фінансових інструментів України

Сучасний стан економіки України актуалізує об'єктивну необхідність розвитку ринку похідних фінансових інструментів, адже підвищення волатильності валютного, фондового та грошово-кредитного ринків загострює проблему створення ефективних механізмів хеджування цінових ризиків для суб'єктів господарювання. Крім того, функціонал похідних фінансових інструментів є потужним механізмом макроекономічного регулювання.

Актуальність розвитку внутрішнього ринку похідних фінансових інструментів обумовлена відсутністю на міжнародних ринках фінансових деривативів таких типів контрактів, які б за якісними та вартісними ознаками відповідали потребам українських хеджерів. Крім того, вимогою до хеджування валютного ризику є наявність у контракті базових валют учасників ринку. Для суб'єктів господарювання України базовою валютою є гривня, а фінансових деривативів, у яких однією з валют є гривня, на міжнародних ринках не існує.Обмеженість доступу суб'єктів господарювання України до міжнародних ринків фінансових деривативів пов'язана також з низькими кредитними рейтингами, які вимагають значних обсягів гарантійного забезпечення, що суттєво збільшує витрати на операції з похідними фінансовими інструментами.Таким чином, вітчизняні суб'єктигосподарювання, наразі, можуть хеджувати ризики виключно на внутрішньому ринку.На наш погляд, відсутність ефективних механізмів хеджування цінових ризиків суттєво впливає на інвестиційну активність суб'єктів господарювання.

Інвестиційна активність іноземних інвесторів в Україні є незначною і характеризується тенденцією до погіршення. Обсяг прямих іноземних інвестиції в Україну в останні роки суттєво зменшився (рис. 4.6.1).

Рис. 4.6.1. Обсяг прямих іноземних інвестиції в Україну

Джерело: Складено автором на основі офіційних даних Державної служби статистики України [1]

Інвестиційна привабливість українських активів для іноземних інвесторів є низькою, про що свідчить перебування тренду обсягу торгів за участю нерезидентів на ринку цінних паперів України у стані «флет» протягом 2009-2015 років за умови незначної частки їх обсягу торгів (рис. 4.6.2). Крім того, протягом 2013-2015 років спостерігається різкий відтік капіталу іноземних інвесторів з фондового ринку України, що підтверджує негативна динаміка сальдо торговельних операцій за участю нерезидентів у річному підсумку (рис. 4.6.3).На наш погляд, інвестиційна активність іноземних інвесторів суттєво залежить від можливості хеджування валютних ризиків, яку забезпечує внутрішній ринок похідних фінансових інструментів. Вважаємо, що відсутність надійних механізмів мінімізації валютних ризиків є однією з причин вилучення нерезидентами капіталів з економіки України.

Таким чином, ринок похідних фінансових інструментів є невід'ємною складовою сучасного фінансового ринку. На наш погляд, активному розвитку даного ринку в Україні заважає ряд суперечностей загальноекономічного, правового та організаційного характеру.

Наукова новизна даного дослідження полягає у визначенні суперечностей розвитку ринку похідних фінансових інструментів України та напрямів їх усунення через використання товарних, фондових, процентних, кредитних, валютних та інших деривативів у стратегіях хеджування суб'єктів товарно-сировинного, фондового, грошово-кредитного та валютного ринків у розрізі забезпечення макроекономічної стабільності та визначення вектору економічного розвитку.

[1] Офіційний сайт Державної служби статистики України // http://www.ukrstat.gov.ua.

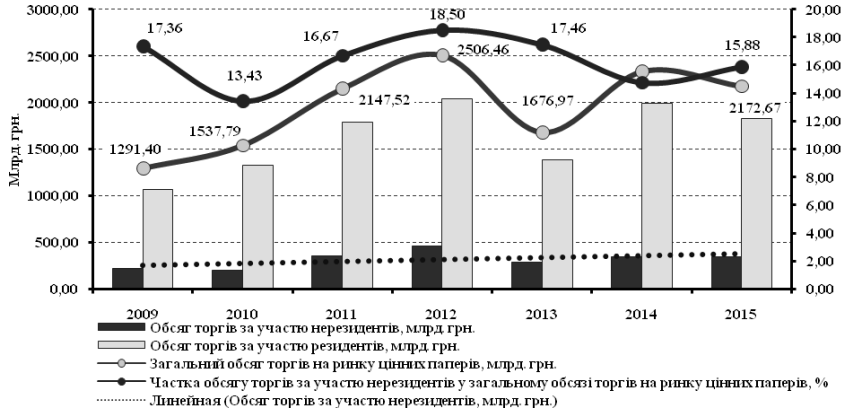


Рис. 4.6.2. Обсяг торгів на ринку цінних паперів України за участю нерезидентів і резидентів протягом 2009-2015 років.

Джерело: складено автором на основі офіційних даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [1]

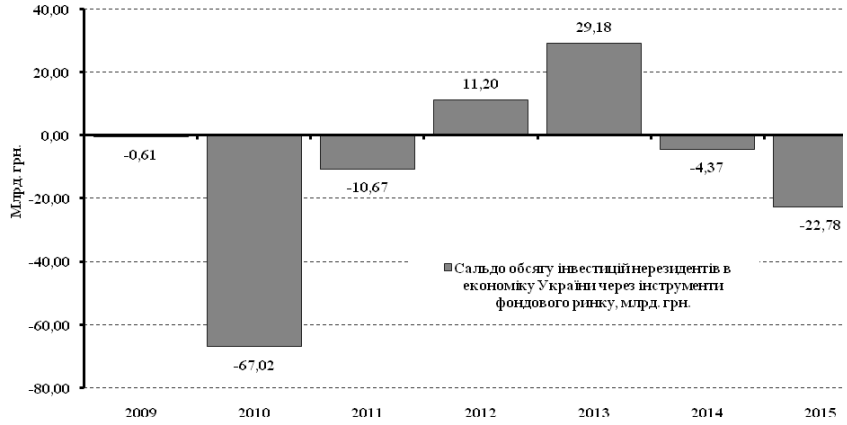


Рис. 4.6.3. Сальдо обсягу інвестицій нерезидентів в економіку України через інструменти фондового ринку протягом 2009-2015 років, млрд. грн.

Джерело: складено автором на основі офіційних даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку[2]

---

[1] Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // http://www.nssmc.gov.ua.

[2] Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // http://www.nssmc.gov.ua.

В наукових роботах Кейнса Дж. обґрунтовано необхідність розвитку ринку похідних фінансових інструментів для економічних систем, які характеризуються високим рівнем волатильності валютного курсу. Автором зроблено акцент на особливій актуальності функціоналу похідних фінансових інструментів у кризові періоди, визначено його здатність сприяти забезпеченню макроекономічної стабільності.

Економічна система України повністю відповідає, наведеним Кейнсом Дж., характеристикам, проте наявною є відсутність інтересу до похідних фінансових інструментів з бокусуб'єктів господарювання України, які є потенційними хеджерами.Похідні фінансові інструменти складають незначну частку (менше 0,5%) в структурі активів і пасивів фінансових корпорацій України (рис. 4.6.4). Так, протягом 2008-2015 років частка похідних фінансові інструментів в активах фінансових корпорацій коливається від 0,003% до 0,355%, середнє значення за період складає 0,115%; частка похідних фінансові інструментів в пасивах фінансових корпорацій коливається від 0,003% до 0,109%, середнє значення за період складає 0,041%. Проте, наявною є стійка позитивна динаміка даних показників протягом зазначеного періоду, а також суттєве збільшення у 2014-2015 роках, тобто в період загострення економічної кризи в Україні, що доводить здатність похідних фінансових інструментів мінімізувати її вплив.

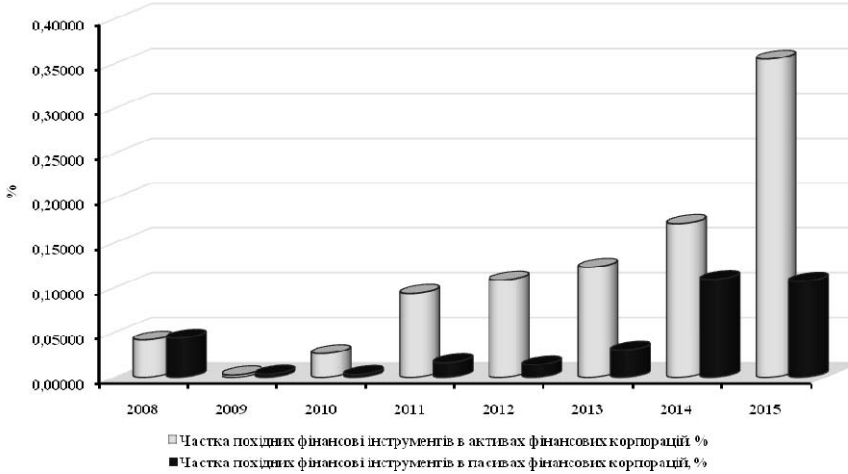


Рис. 4.6.4. Похідні фінансові інструменти в структурі активів і пасивів фінансових корпорацій України протягом 2008-2015 років.

Джерело: складено та розраховано автором на основі офіційних даних Національного банку України[1]

[1]Офіційний сайт Національного банку України // http://www.bank.gov.ua.

Незважаючи на те, що в Україні торгівля фінансовими деривативами була започаткована у 1994 році, на сьогодні операції з даними інструментами залишаються екзотичним видом діяльності суб'єктів господарювання. Похідні фінансові інструменти потребують популяризації у розрізі можливостей і переваг хеджування ризиків. На наш погляд, створення концептуальної моделі та інформаційної бази функціонального механізму похідних фінансових інструментів, адаптованих до умов економіки України, є основним чинником розвитку внутрішнього ринку фінансових деривативів і, одночасно, засобом формування фінансової культури економічних суб'єктів.

Слід зазначити, що у світовій практиці розвиток ринків похідних фінансових інструментів починався з формування позабіржового ринку.Досягнення спекулятивних цілей на позабіржовому ринку похідних фінансових інструментів є, практично, неможливим, тому основною метою укладання більшості позабіржових контрактів є хеджування ризиків.Зауважимо, що поява біржових ринків товарних деривативів була природньою реакцією економічних систем на протиріччя між необхідністю забезпечення стабільності фінансового стану суб'єктів господарювання та циклічністю кон'юнктурних коливань товарно-сировинних ринків. Спекулятивні цілі, за таких умов, не були актуальними. Разом із тим, біржові ринки фінансових деривативів отримали розвиток, насамперед, у країнах, економічні системи яких характеризуються найвищим рівнем глобальної конкурентоспроможності, макроекономічної стабільності та орієнтовані на якісний інноваційний розвиток.

Таким чином, розвиток біржового ринку похідних фінансових інструментів є наслідком розвитку позабіржового ринку. Крім того, міжнародний досвід свідчить, що в умовах макроекономічної нестабільності для забезпечення фінансової рівноваги суб'єктів господарювання переважним сегментом біржового ринку похідних фінансових інструментів мають бути товарні деривативи.

Незважаючи на те, що протягом 1994-2016 років, відповідно до значень індексу глобальної конкурентоспроможності, рівень макроекономічної стабільності України є надзвичайно низьким, ринок похідних фінансових інструментів відразу почав і повільно продовжує формуватися як біржовий, інструментами якого є фінансові деривативи. Таким чином, в розрізі економічної природи похідних фінансових інструментів, спрямованої на забезпечення макроекономічної стабільності, та в розрізі умов ефективного запровадження окремих видів деривативів, еволюція ринку похідних фінансових інструментів України є надзвичайно суперечливою.

Використання похідних фінансових інструментів у світовій практиці зорієнтоване на проведення операцій хеджування цінових ризиків. Провідні вчені світу, зокрема: Стрейт М., Блек Ф., Дуффі Д., Майєр М., Сінглєтон К., Шоулз М. , Пиротте Х., Томсетт М., Фабоцци Ф., Халл Д., — підкреслюють, що рушійною силою розвитку ринку похідних фінансових інструментів є не мотиви спекуляції, а реалізація суб'єктами господарювання стратегій мінімізації економічних і фінансових ризиків.

Ми погоджуємося з думкою вітчизняних вчених, а саме: Примостки Л., Сохацької О., Андрєєвої Г., Береславської О., Гаврилюк-Єнсен Л., Олейко В., Роговської-Іщук І., Оганян Г., — стосовно того, що формування ринку похідних фінансових інструментів України характеризується переважанням спекулятивних тенденцій, що значною мірою обумовлює його неефективність і відірваність від реалій економічного розвитку.

Слушною, на наш погляд, є думка Примостки Л. щодо взаємозв'язку між діяльністю хеджерів і трейдерів. Так, досліджуючи функціональний механізм ф'ючерсних контрактів, автор доходить висновку, що на відміну від хеджерів, трейдери не мають балансових позицій, за рахунок яких можна було б компенсувати збитки за відкритими ф'ючерсними позиціями. Трейдери приймають ризик хеджерів, сподіваючись на його компенсацію прибутками за відкритими ф'ючерсними позиціями. Хеджери, навпаки, уникають ризиків, пов'язаних зі зміною ціни базового активу, і згодні за це платити, тобто приймають факт неотримання прибутків. В такий спосіб на ф'ючерсних біржах відбувається вільний перелив капіталів від хеджерів до трейдерів, без чого проведення спекулятивних операцій втрачає сенс.

За відсутності, або незначної кількості, хеджерів на строковому ринку, трейдери не мають постійного джерела формування доходів, що через певний час призводить до суттєвого дисбалансу між попитом і пропозицією. Таким чином, ліквідність строкового ринку знижується, що призводить до нівелювання його основних функцій.Отже, домінування в Україні спекулятивного напряму використання похідних фінансових інструментів при одночасній відсутності хеджерів складає основну суперечність розвитку ринку деривативів. Вважаємо, що розвиток ринку похідних фінансових інструментів України вимагає активних дій потенційних хеджерів, переважну частку яких мають складати суб'єкти товарно-сировинного ринку.

У 2014-2015 роках річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку містять статистику відносно обсягу зареєстрованих випусків опціонів, як і у попередні роки, але разом із тим, статистику відносно нового похідного фінансового інструменту, зокрема: обсяг опціонних сертифі-

катів на організаторах торгівлі, — який не включено ні до обсягів торгів опціонами, ні до обсягів торгів деривативами.

Таким чином, відповідно до даних офіційної звітності, опціонні сертифікати не є опціонами і не є деривативами. Проте, за визначеннями Райзберга Б., Лозовського Л., Стародубцевої О., Куракова Л., Агафонової М., Азріліяна А., опціонний сертифікат є видом цінних паперів, що надає власникові право купувати або продавати базовий актив за визначеною ціною протягом визначеного періоду часу.

Більше того, загальними положеннями «Порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії», розробленого Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, опціонний сертифікат визначено, фактично, як біржовий опціон. Таким чином, дані офіційної статистики та регулятивні положення обігу опціонних сертифікатів є суперечливими.

Ціновим параметром опціонного сертифікату є премія, тобто ціна, що сплачується покупцем опціонного сертифікату його продавцю за набуте право скористатися опціонним сертифікатом. Крім того, опціонний сертифікат такі параметри:строк (термін) виконання — строк (термін), протягом якого емітент виконує зобов'язання за опціонними сертифікатами;строк дії — строк, протягом якого здійснюється обіг опціонних сертифікатів, та строк (термін) виконання емітентом зобов'язань за ними;строк обігу — строк, протягом якого відбувається вчинення правочинів, пов'язаних із переходом прав власності на опціонні сертифікати і прав за базовим активом опціонних сертифікатів, за винятком договорів, що укладені під час розміщення опціонних сертифікатів;ціна виконання — ціна базового активу, визначеного у проспекті емісії опціонних сертифікатів.

Суттєвою ознакою даного фінансового інструменту є те, що емітент опціонних сертифікатів повинен дотримуватися вимог, що обмежують ризики за операціями з опціонними сертифікатами. Розміщення та обіг опціонних сертифікатів здійснюються на фондових біржах. [1]

Таким чином, визначення та характеристика опціонних сертифікатів доводять, що вони, фактично, є біржовими опціонами, а отже похідними фінансовими інструментами. Проте, протягом 2014-2015 років, статистична звітність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, не враховує обсяги торгів опціонними сертифікатами при визначенні річних обсягів торгів деривативами на ринку цінних паперів та річних обсягів торгів

[1] Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» від 16.06.2009 року №572. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09.

опціонами, що суттєво викривлює динаміку розвитку ринку похідних фінансових інструментів України в даний період (рис. 4.6.5, рис. 4.6.6).

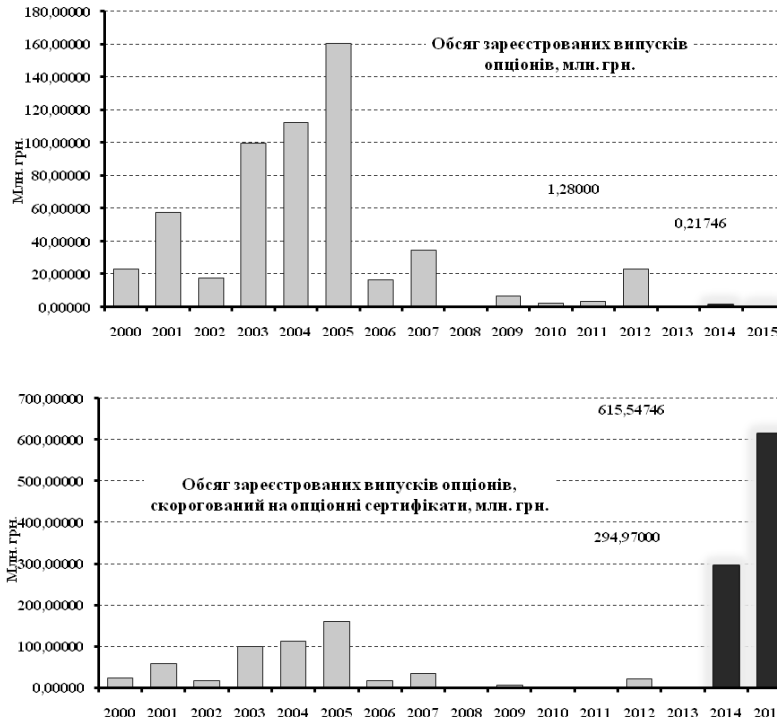


Рис. 4.6.5. Динаміка та скоригована динаміка обсягу зарєєстрованих випусків опціонів в Україні протягом 2000-2015 років.

Джерело: складено та розраховано автором на основі офіційних даних Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку[1]

Вважаємо суперечливим той факт, що, в реаліях економіки України, опціонні сертифікати не є опціонами і не є деривативами, не зважаючи на абсолютну відповідність їх параметрів і характеристик визначенню похідних фінансових інструментів. За змістом визначення «опціонного сертифікату» дублює визначення опціону, тому пропонуємо відмовитись від поняття «опціонний сертифікат» на користь загальновизнаному поняттю «опціонний контракт (опціон)», розрізняючи при цьому біржові та небіржові опціони.

[1] Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // http://www.nssmc.gov.ua.

Рис. 4.6.6. Динаміка та скоригована динаміка розвитку ринку похідних фінансових інструментів України протягом 2000-2015 років.

Джерело: складено та розраховано автором на основі офіційних даних Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку[1]

Міжнародний досвід свідчить, що розвиток ринків похідних фінансових інструментів супроводжується державною підтримкою. Так, у країнах Європи біржова торгівля, від моменту їх зародження, відбувається під контролем держави, який є необхідним на випадок виникнення ситуацій надмірної спекуляції та маніпулювання цінами в загрозливих для макроекономічної стабільності масштабах. У таких випадках уряди країн мають право на закриття бірж. Зокрема, такі події мали місце в Німеччині у 1896 році, в Австрії у 1903 році, в Гонконзі у 1987 році. У Великобританії основними принципами організації бірж є самоуправління і самоконтроль, проте існує державний нагляд за біржовою діяльністю на предмет моніторингу ситуації щодо необхідності запровадження стабілізаційних заходів. Після кризи 1987 року кон-

[1] Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // http://www.nssmc.gov.ua.

троль за біржовою діяльністю здійснює спеціально створений державний орган — Рада з цінних паперів та інвестицій Великобританії. У США реальний державний контроль за функціонуванням бірж здійснюється з 1933 року. [1]

Державна підтримка розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні характеризується епізодичністю, вибірковістю та відсутністю концептуального підходу.Зауважимо, що, окрім зазначених суперечностей, розвиток ринку похідних фінансових інструментів України гальмують високі ризики зміни законодавства, правил оподаткування та валютного регулювання.

На наш погляд, держава має створити сприятливі умови розвитку ринку похідних фінансових інструментів в Україні через формування правового поля його функціонування з акцентом на концептуальних складових сучасного механізму хеджування ризиків діяльності суб'єктів господарювання, включаючи систему ефективного контролю за біржовою діяльністю. Крім того, участь держави в проведенні операцій з похідними фінансовими інструментами сприятиме підвищенню їх ліквідності.

Вважаємо, що вплив похідних фінансових інструментів на розвиток фінансового ринку є суперечливим. З одного боку, враховуючи, що похідні фінансові інструменти є титулами майбутнього капіталу, їх параметри, через використання методів детермінованого та стохастичного факторного аналізу, здатні забезпечити ефективне прогнозування кон'юнктури фінансового ринку і, в таких спосіб визначити вектор розвитку економіки. Збільшення рівня прогнозованості (через адекватні фінансові моделі) фінансового ринку, фактично, означитиме посилення його регульованості і прозорості. Таким чином, функціональний механізм похідних фінансових інструментів сприяє зменшенню неефективності та нестабільності ринку базового активу, зокрема фінансового ринку. Слід зауважити, що в такий спосіб, одночасно, частково вирішується і проблема регульованості позабіржових ринків похідних фінансових інструментів як складової фінансового ринку.З іншого боку, похідні фінансові інструменти через збільшення масштабів дії механізму хеджування значно посилюють неефективність і нестабільність ринку базового активу, яка, сама по собі, є імперативом використання деривативів.

Тренди на ринках базових активів є основою для відкриття відповідної торговельної позиції хеджерами. Тренд, сам по собі, є проявом неефективності ринку. Разом із тим, глобалізація фінансових ринків та поява непрофесійних учасників ринку похідних фінансових інструментів призводять до викривлених (необ'єктивно посилених) реакцій хеджерів на наявний тренд, до, так званої, «стадної поведінки», тобто кумулятивних (в одному напрямі), а не

[1] Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: історія, сучасність, перспективі становлення в Україні: монографія / О.М. Сохацька. — Тернопіль: Економічна думка, 1999. — 408с.

компенсуючих (в різних напрямах) дій хеджерів, що значно збільшує рівень неефективності ринку, амплітуду коливань цін на базовий актив, а отже нестабільність на ринку базового активу. Таким чином, масштабність дії механізму хеджування генерує об'єктивно не обґрунтований рівень неефективності і нестабільності ринку базового активу. Слід зазначити, що прояв тривалих, масштабних і неконтрольованих кумулятивних дій хеджерів призводить до кризових явищ на ринках базових активів і є причиною виникнення значних системних ризиків. У зв'язку з цим, регулятори фінансових ринків (BIS, ISDA, IOSCO, CPMI IFRS Foundation and the IASB) впровадили у функціональний механізм похідних фінансових інструментів систему «автоматичних вимикачів» (Circuit Breakers), призначенням якої є тимчасове припинення торгів, які загрожують безперервності ринкових операцій.

Отже, в сучасних умовах розвитку глобального фінансового ринку суперечність функціонального механізму похідних фінансових інструментів полягає у тому, що на високих рівнях фіктивності капіталу масштабність дії механізму хеджування значно посилює спекулятивні тенденції. За таких умов, учасники ринку похідних фінансових інструментів, фактично, створюють неефективність і нестабільність ринку базового активу і одночасно пропонують механізм захисту від неї.

Ми дотримуємося наукової позиції, згідно якої ринок похідних фінансових інструментів є фінансовою надбудовою над товарно-сировинним, фондовим, грошово-кредитним і валютним ринками, що визначає необхідність функціонування інтегрованих механізмів ціноутворення, оцінки ризиків, формування ефективних портфелів базових фінансових інструментів, розробки стратегій хеджування, управління ліквідністю, взаємодії економічних суб'єктів через відповідну інституціональну структуру.

На наш погляд, усунення визначених суперечностей розвитку ринку похідних фінансових інструментів України потребує вдосконалення теоретико-методологічних засад використання товарних, фондових, процентних, кредитних, валютних та інших деривативів у стратегіях хеджування суб'єктів товарно-сировинного, фондового, грошово-кредитного та валютного ринків у розрізі забезпечення макроекономічної стабільності та визначення вектору економічного розвитку. У зв'язку з цим, враховуючи результати проведеного дослідження, вважаємо, що сучасні умови економіки України актуалізують необхідність розробки:

– інструментарію моделювання параметрів ціноутворення для форвардних і ф'ючерсних контрактів в умовах економіки України;

– моделі ціноутворення опціонних контрактів на інструменти ринків базових активів, визначених як пріоритетні для економічного розвитку економіки України;

– моделі хеджування підприємствами України процентного та валютного ризиків контрактами своп для умов кредитування їх операційної та інвестиційної діяльності в національній та іноземній валютах;

– моделі ефективного пулу базових фінансових інструментів для механізму ціноутворення похідних фінансових інструментів;

– стохастичних моделей прогнозування ціни базового активу похідних фінансових інструментів із застосуванням часових і просторових (перехрестних) характеристик ціни базового активу або ринкової ситуації, в якій вона формується;

– напрямів використання ІТ-технологій функціонального механізму похідних фінансових інструментів України.

Згідно нашої наукової позиції, основою концепції розвитку ринку похідних фінансових інструментів України має бути позабіржовий ринок, зокрема популяризація таких інструментів: форвардних контрактів; небіржових опціонних контрактів; контрактів своп; кредитних деривативів, — що сприятиме мінімізації прояву спекулятивної природи функціонального механізму похідних фінансових інструментів і створенню механізмів хеджування економічних і фінансових ризиків суб'єктів господарювання, а отже, розвитку реального сектору економіки України.

4.7. Стан фінансової підтримки розвитку аграрної сфери України: національний та регіональний аспекти

Розвиток аграрного виробництва в умовах ринкової економіки та глобалізаційних процесів вимагає гнучкої та цілеспрямованої політики державних органів через систему різноманітних форм і методів фінансової підтримки, стимулювання та регулювання, спрямованих на створення сприятливих економічних умов діяльності сільгоспвиробників.

В сучасних умовах ідеологія державного регулювання повинна бути орієнтована на забезпечення паритетної підтримки всіх сільгоспвиробників в умовах досконалої конкуренції на зовнішньому та внутрішньому ринку сільгосппродукції. В сучасних умовах великі агрохолдинги мають більш високий рівень віддачі інвестицій за рахунок масштабів виробництва, диверсифікації ризиків та експорту продукції.

Виходячи з сучасного стану фінансового забезпечення різних за обсягами виробництва сільськогосподарських підприємств, механізм бюджетної

підтримки повинен бути направлений на створення рівних конкурентних умов діяльності всім сільськогосподарським товаровиробникам та сприяння експорту агарної продукції.

Як свідчить досвід розвинутих країн світу, при розподілі бюджетних коштів враховується не лише економічний, а й соціальний, культурний, історичний та екологічний аспекти. Фактично кошти виділяються на розвиток сільських територій, забезпечення гарантованого мінімального доходу членів фермерського господарства і даний механізм фінансової підтримки носить комплексний характер, складовою якого є бюджетна підтримка агровиробництва. Сучасна концепція сталого розвитку аграрного виробництва та сільських територій розвинутих країн базується на забезпеченні фіксованого доходу дрібним сільгоспвиробникам та розвитку депресивних сільських територій. Розвинуті країни, зокрема США близько 70 % бюджетних дотацій надають найменшим за розмірами виробництва сільськогосподарським товаровиробникам.

На сьогодні механізм державного фінансування в аграрному секторі економіки України здатен забезпечити не більше 10-20% загальної потреби. Відтак постійне недофінансування галузі на рівні 80-90% призводить до суттєвого зниження ефективності використання бюджетних коштів та не спричинює стрімке підвищення показників розвитку аграрної галузі[1].

Підтримка агарної сфери здійснюється у різноманітних напрямах і носить загальнонаціональний та регіональний характер. Зокрема, основні засади та механізми державного фінансування сільського господарства в Україні визначені в Законах України «Про державну підтримку сільського господарства України», «Про особливості страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою»[2].

Державна підтримка аграріїв направлена на підвищення ефективності виробництва; забезпечення розширеного відтворення людського капіталу; розвитку сільських територій; забезпечення конкурентоспроможності та фінансової стійкості.

Процес фінансування сільського господарства України з коштів державного бюджету впродовж багатьох років характеризується нерівномірністю та недосконалістю розподілу. Аналізуючи видатки держбюджету України за

---

[1]УКАБ: підтримка сільського господарства досягла рекордно низького рівня [Електронний ресурс]: Режим доступу: http://www.unian.ua/news/476952-ukab-pidtrimka-silskogo-gospodarstva-dosyagla-rekordno-nizkogo-rivnya.html.

[2] Закон України «Про державну підтримку сільського господарства України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua; Закон України «Про особливості страхування сільськогосподарської продукції з державною підтримкою» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua

2010 – 2017 рр., спрямовані на розвиток АПК, слід відмітити вплив економічної кризи на їх обсяги (рис. 4.7.1).

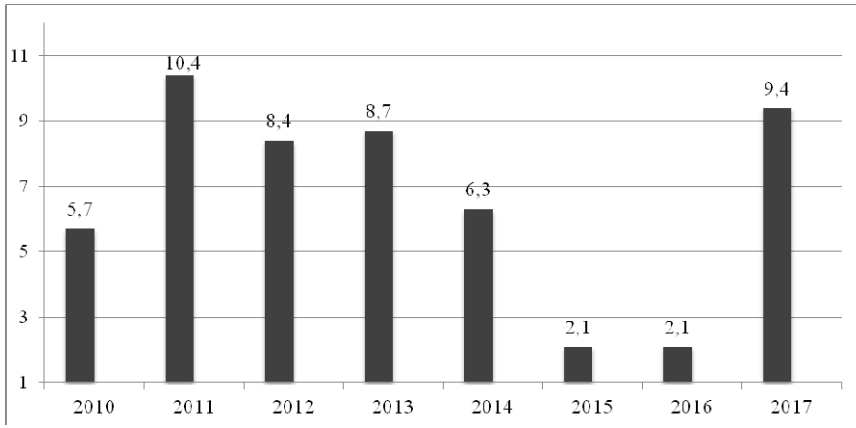


Рис. 4.7.1. Динаміка видатків державного бюджету, що розподіляються через Міністерство агрополітики та продовольства України, млрд грн.

*Складено на основі[1].

Суми видатків, що розподіляються через Міністерство аграрної політики та продовольства України, за роками істотно різняться: максимальним він був в 2011р. та передбачено на 2017 р в сумі 9,4 млрд. грн., найнижчими – у 2015 та 2016 рр.

Важливим показником, що характеризує рівень підтримки аграрного виробництва є частка бюджетного фінансування в загальнодержавних видатках. Згідно з українським законодавством питома вага видатків на фінансування сільського господарства має становити не менше 5% видаткової частини Державного бюджету[2]

[1] Про Державний бюджет України на 2013 рік : Закон України від 6 грудня 2012 року № 5515-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5515-17.; Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 28 грудня 2014 року № 80-VIII (зі змінами, внесеними згідно із Законами від 2 березня 2015 року № 217-VIII, від 7 квітня 2015 року № 278-VIII) / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/ laws/show/80-19/print1429990264418008.; Про Державний бюджет України на 2017 рік : Проект Закону [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua /pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=60032&pf35401=406086; Закон України Про державний бюджет України на 2016 рік. Зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T161801.html.

[2] Закон України «Про державну підтримку сільського господарства України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua

За аналізований період реальні обсяги фінансування не досягали задекларованих показників (рис. 4.7.2).

У 2011 році частка видатків на аграрну галузь (загальні видатки по міністерству) складала 3,05%, що було максимальним показником за весь аналізований період. Спостерігається негативна тенденція до зниження питомої ваги видатків Міністерства агрополітики та продовольства у державних бюджетах України.

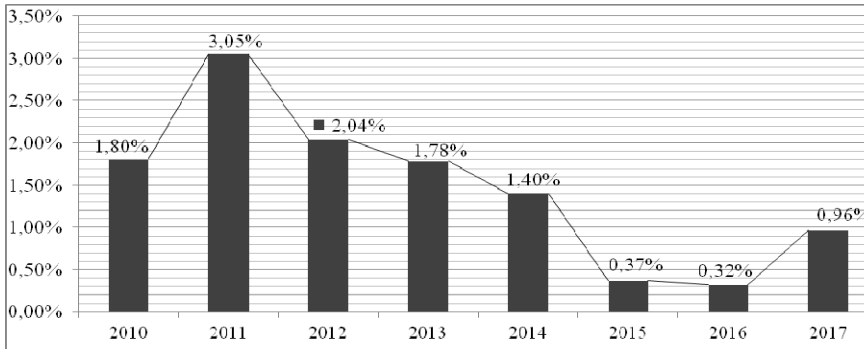


Рис. 4.7.2. Частка видатків Міністерства агрополітики та продовольства у структурі державного бюджету, %

*Складено на основі[1].

З 2012 року частка видатків на розвиток АПК у структурі державного бюджету почала знижувалась до 1,78 % у 2013 році і у 2016 році сягнула 0,32% – рекордно низького рівня. Частка аграрної сфери у видатках державного бюджету на 2017 рік закладена на рівні 0,96%, що свідчить про вирівнювання спадної тенденції у 2015-2016 рр, коли вона не перевищувала 0,37%.

Міністерством агрополітики та продовольства запропоновано новий підхід до фінансування сільгоспвиробників — …«як зазначив міністр Т. Кутовий, в проекті бюджету-2017 планується направити на підтримку аграріїв суму, еквівалентну 1% аграрного ВВП. Ми хочемо закріпити цю норму на п'ять років, а

[1] Про Державний бюджет України на 2013 рік : Закон України від 6 грудня 2012 року № 5515-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5515-17.; Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 28 грудня 2014 року № 80-VIII (зі змінами, внесеними згідно із Законами від 2 березня 2015 року № 217-VIII, від 7 квітня 2015 року № 278-VIII) / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/ laws/show/80-19/print1429990264418008.; Про Державний бюджет України на 2017 рік : Проект Закону [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua /pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=60032&pf35401=406086; Закон України Про державний бюджет України на 2016 рік. Зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T161801.html.

там будемо розбиратися і з часом, і з обсягами. У 2017-2021 роках щорічний обсяг коштів з держбюджету України, який направляється на підтримку агровиробників, становитиме не менше 1% ВВП сільського господарства»[1].

Слід відмітити, що при попередньому підході, який передбачав фінансування в розмірі 5 % видаткової частини держбюджету сума на підтримку аграрного сектору в 2017 році була б в 8 разів більшою і складала близько 40 млрд. грн.

Найбільшу частку у структурі видатків аграрного бюджету займають видатки, які безпосередньо спрямовуються на підтримку заходів у агропромисловому комплексі, фінансування державних програм у галузі рослинництва та тваринництва(рис. 4.7.3).

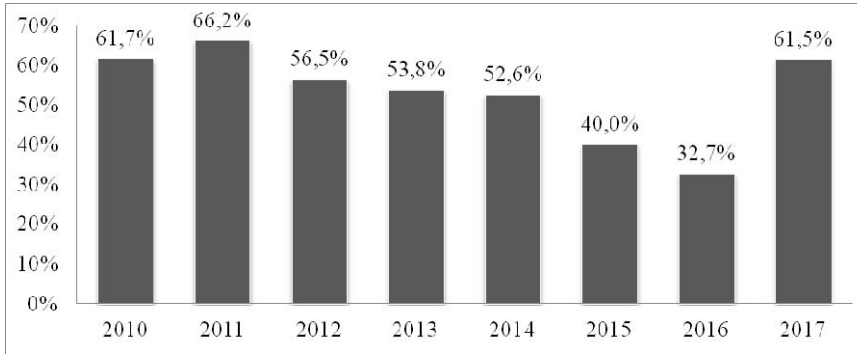


Рис. 4.7.3. Частка видатків у структурі аграрного бюджету, що спрямовуються на підтримку сільгоспвиробників, %

*Побудовано автором на основі[2].

Державною програмою бюджетної дотації для розвитку сільськогосподарських товаровиробників і стимулювання виробництва сільськогосподар-

[1] Уряд поверне агараріям податковий спец режим, але не всім. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.epravda.com.ua/news/2016/12/5/613268/?utm_source=traqli&utm_medium=email&utm_campaign=357

[2] Про Державний бюджет України на 2013 рік : Закон України від 6 грудня 2012 року № 5515-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5515-17.; Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 28 грудня 2014 року № 80-VIII (зі змінами, внесеними згідно із Законами від 2 березня 2015 року № 217-VIII, від 7 квітня 2015 року № 278-VIII) / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/ laws/show/80-19/print1429990264418008.; Про Державний бюджет України на 2017 рік : Проект Закону [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua /pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=60032&pf35401=406086; Закон України Про державний бюджет України на 2016 рік. Зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T161801.html.

ської продукції на 2017 рік передбачені дотації в розмірі 4 млрд грн. Ще 1,5 млрд грн виділять на підтримку виробників сільськогосподарської техніки (тракторів, комбайнів, сівалок), компенсацію кредитів і створення аграрного Фонду гарантування.

Аналіз даних тенденцій свідчить про те, що у структурі бюджету Міністерства агрополітики та продовольства однією із найбільших статей видатків є видатки на розвиток агропромислового комплексу. Починаючи з 2011 року частка таких видатків у структурі загального аграрного бюджету постійно знижувалася – до 56,6% у 2012 р., 53,8% у 2013 р., 40% у 2015р., і досягла свого мінімального значення за останні 10 років у 2016 р. сягнувши позначки –32,7%. Частка видатків на розвиток аграрної сфери на 2017 рік закладена у розмірі 61,5%, що свідчить про вирівнювання спадної тенденції у 2012-2016 рр.

У структурі видатків Міністерства агрополітики та продовольства найбільшу частку займають видатки на пряму підтримку аграрної сфери, тобто ті видатки що спрямовуються на конкретні програми фінансової підтримки аграріїв (рис. 4.7.4.).

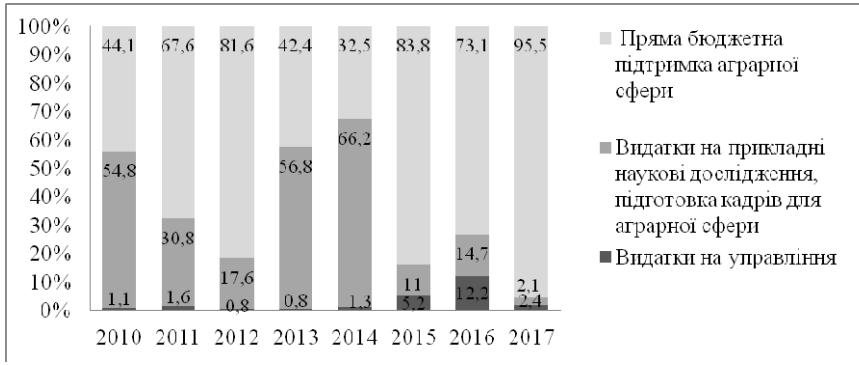


Рис. 4.7.4. Структура видатків аграрного бюджету протягом 2010-2017 рр., %

*Побудовано автором на основі[1].

[1] Про Державний бюджет України на 2013 рік : Закон України від 6 грудня 2012 року № 5515-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5515-17.; Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 28 грудня 2014 року № 80-VIII (зі змінами, внесеними згідно із Законами від 2 березня 2015 року № 217-VIII, від 7 квітня 2015 року № 278-VIII) / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/ laws/show/80-19/print1429990264418008.; Про Державний бюджет України на 2017 рік : Проект Закону [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua /pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=60032&pf35401=406086; Закон України Про державний бюджет України на 2016 рік. Зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T161801.html.

У 2013-2014 роках частка видатків на пряму бюджетну підтримку поступово знижувалася, та досягнула свого мінімального рівня у 2014 році – 32,5%. З 2013 року у структурі видатків, видатки на пряму бюджетну підтримку аграріїв почали зростати, та досягли свого максимального значення у 2017 році – 95,5%.

Причиною зростання видатків на пряму фінансову підтримку аграрної сфери у 2017 році є відміна спеціального режиму з ПДВ при експорті для сільгоспвиробників з 1 січня 2017 року. Тому держава збільшила розмір дотацій до 4 млрд. грн, для того щоб компенсувати втрати сільгоспвиробників від скасування спецрежиму ПДВ. Заплановано близько 50% цієї суми спрямувати на розвиток птахівництва.

Відкритим залишається питання як адмініструватиметься механізм розподілу коштів, чи прозорими і зрозумілими будуть критерії визначення господарств, які одержуватимуть кошти та механізм їх виплат.

Бюджетною резолюцією пропонується виділення із загального фонду державного бюджету на підтримку агропромислового комплексу у 2018 році 6 млрд грн. , а у 2019 році 8 млрд грн. Передбачається, що ці кошти будуть спрямовані на бюджетні дотації, технічне переобладнання сільгоспвиробництва, здешевлення кредитів і страхових платежів, кредитування фермерських господарств, стимулювання розвитку тваринництва, садівництва, рибництва[1].

Ключовим аспектом стратегії інноваційного розвитку аграрної сфери є фінансування та збільшення видатків на дослідження, прикладні наукові та науково-технічні розробки, виконання робіт за державними цільовими програмами і державним замовленням у сфері розвитку агропромислового комплексу, підготовка наукових кадрів вищими навчальними закладами, наукові розробки у сфері стандартизації та сертифікації сільськогосподарської продукції, дослідження та експериментальні розробки у сфері агропромислового комплексу. Аналіз наявних тенденцій свідчить про те, що з 2010 по 2012 рік відбувалось зменшення видатків на прикладні наукові дослідження та підготовку кадрів вищими начальними закладами для аграрної сфери у загальній структурі видатків аграрного бюджету, з 54,8% у 2010 році до 17,6% у 2012 році. У 2013-2014 рр. спостерігається зростання таких видатків у загальній структурі до 66,2% у 2014 році. За період 2015-2017 рр. у структурі загальних видатків, видатки на дослідження, прикладні наукові та науково-технічні розробки займали 11% у 2015р, 14,7% у 2016 р., та всього 2,1% у 2017 році.

[1] Уряд збільшить дотації АПК вдвічі. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://biz.nv.ua/ukr/markets/urjad-zbilshit-dotatsiji-v-apk-v-dva-razi-1317865.html

Детальний аналіз структури та обсягів видатків на прикладні та наукові дослідження свідчить про їх нерівномірний розподіл та відсутність планово-сті і системності у виділенні пріоритетів (рис. 4.7.5.)

Рис. 4.7.5. Динаміка видатків аграрного бюджету на дослідження, прикладні наукові та науково-технічні розробки, млн. грн, млн. дол. США

*Побудовано автором на основі[1].

З 2012 року спостерігається тенденція до зменшення фінансування досліджень та науково-технічних розробок у сфері АПК, із 20,8 млн. дол. у 2012 році, до 3,3 млн. дол. у 2016 році. Хоча витрати в 2017 році передбачено збільшити до 4,4 млн. дол. США, порівняно з 2012 роком це більш ніж в 5 разів менше. Така тенденція спостерігається, незважаючи на те, що державна підтримка наукових досліджень в агарній сфері – визначальний чинник розвитку та підвищення конкурентоздатності сільгосппродукції на міжнародних ринках в умовах жорсткої конкуренції.

Як показує світовий досвід, головним фінансовим інструментом державного регулювання інноваційного розвитку є виділення коштів державного

[1] Про Державний бюджет України на 2013 рік : Закон України від 6 грудня 2012 року № 5515-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5515-17.; Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 28 грудня 2014 року № 80-VIII (зі змінами, внесеними згідно із Законами від 2 березня 2015 року № 217-VIII, від 7 квітня 2015 року № 278-VIII) / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/ laws/show/80-19/print1429990264418008.; Про Державний бюджет України на 2017 рік : Проект Закону [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua /pls/zweb2/webproc34?id=&pf3511=60032&pf35401=406086; Закон України Про державний бюджет України на 2016 рік. Зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T161801.html.

бюджету та податкове стимулювання впровадження інновацій, а основним показником, що визначає рівень відповідності науки завданням інноваційного розвитку економіки є наукоємність ВВП – частка державних видатків на НДДКР у ВВП. Загальноприйнятною величиною, при досягненні якої починається інноваційний процес із позитивними економічними результатами вважається 1,7% ВВП[1].

Згідно аналізу період 2010-2017 років характеризується зниженням частки бюджетних витрат на розвиток НДДКР як у сільському господарстві так і в економіці загалом (рис. 4.7.6).

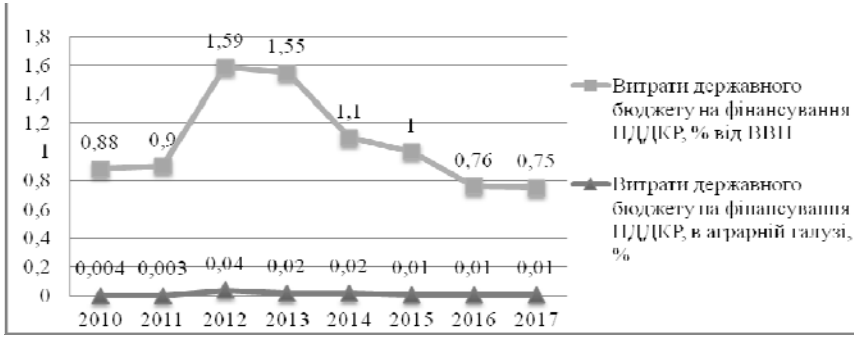


Рис. 4.7.6. Наукоємність ВВП України та рівень бюджетних витрат на фінансування НДДКР в аграрному секторі національної економіки

*Побудовано автором на основі[2].

Зростання конкурентоспроможності сільськогосподарської продукції в США і країнах Європейського Союзу забезпечується за рахунок реалізації досягнень науково-технічного прогресу, трансферу технологій та достатньо високої фінансової підтримки, зокрема і на впровадження інновацій. Сукупні витрати на наукові дослідження, пов'язані з розвитком сільського господарс-

[1] Ігнатьєва Т.І. Бюджетна підтримка інноваційної діяльності аграрних підприємств України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/ portal/Soc_Gum/inek/2012_1/240.pdf.

[2] Про Державний бюджет України на 2013 рік : Закон України від 6 грудня 2012 року № 5515-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/ laws/show/5515-17.; Про Державний бюджет України на 2015 рік : Закон України від 28 грудня 2014 року № 80-VIII (зі змінами, внесеними згідно із Законами від 2 березня 2015 року № 217-VIII, від 7 квітня 2015 року № 278-VIII) / Верховна Рада України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon4.rada.gov.ua/ laws/show/80-19/print1429990264418008.; Про Державний бюджет України на 2017 рік : Проект Закону [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/ webproc34?id=&pf3511=60032&pf35401=406086; Закон України Про державний бюджет України на 2016 рік. Зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T161801.html.

тва, становлять у США близько 4 млрд дол., в той час як в Україні цей показник в 2017 році становить всього 4,4 млн. дол.

В Україні для забезпечення розвитку аграрної науки необхідно щорічно виділяти з державного бюджету кошти в сумі не менше 1,7 %, а в перспективі – 2,3–2,5 % вартості продукції, виробленої в агропромисловому комплексі[1]. В 2017 році цей показник в Україні не перевищує 0,01 % ВВП.

Гнучкість у механізмі фінансової підтримки агарної сфери обумовлена низьким рівнем ВВП, порівняно з розвинутими країнами, високим рівнем державного боргу, відсутністю достатніх коштів для фінансування та зобов'язання України перед СОТ.

У деяких країнах державні фінансові вкладення в сільське господарство в 1,5-2 рази перевищують ринкову вартість його продукції. Державна підтримка сільського господарства та харчової промисловості сприяла значному збільшенню виробництва продовольства у країнах, що на цей час є його найбільшими експортерами – у США, Канаді, країнах ЄС[2].

Виходячи з вищезазначеного вектор державної підтримки повинен бути направлений на інноваційний розвиток, зокрема на пріоритетне інвестування у НДДКР (у сферах біотехнології, біоенергетики, космічних та інформаційних технологій) фінансування стартапів у агарній сфері.

Ключовим елементом механізму фінансового забезпечення розвитку агарної сфери є кредитне забезпечення та створення умов з боку держави з доступності кредитних ресурсів для сільгоспвиробників.

Кредитне забезпечення АПК, окрім інших факторів, великою мірою залежить від суми коштів Державного бюджету, спрямованих на програму здешевлення позик для АПК. Незважаючи на стабільну суму, що виділяється з бюджету формування фонду гарантування дозволить одержати новий інструмент, який дозволить малим суб'єктам господарювання та фермерам брати участь в кредитних програмах.

Фінансова підтримка підприємств АПК за рахунок програми здешевлення кредитів, відновилася у 2015 році після трирічної перерви. У рамках реалізації цієї програми у 2015 році 300 млн грн бюджетних коштів зумовили залучення 7,9 млрд грн кредитних ресурсів. У 2016 році обсяг залучених пільгових кредитів збільшився в 1,5 рази – до понад 12,5 млрд грн – при тому, що обсяг бюджетної програми здешевлення кредитів залишився практично на тому ж рівні. На 2017 рік у Державному бюджеті за програмою здеше-

---

[1] Алексійчук В. М. Кредитне обслуговування АПК, досвід та напрямки розвитку / В. М. Алексійчук. – К. :ІАЕ, 1998. – 91 с.

[2] Могильний О.М. Регулювання аграрної сфери : монографія / О.М. Могильний. – Ужгород: ІВА, 2005. – С. 62-70.

влення кредитів передбачено все ті ж 300 млн грн, як і в попередні два роки. Незважаючи на те, що обсяг видатків у гривневому еквіваленті останні 3 роки був на одному рівні, у доларовому еквіваленті ця сума почала знижуватись, за рахунок нестабільності валютного курсу (рис. 4.7.7.).

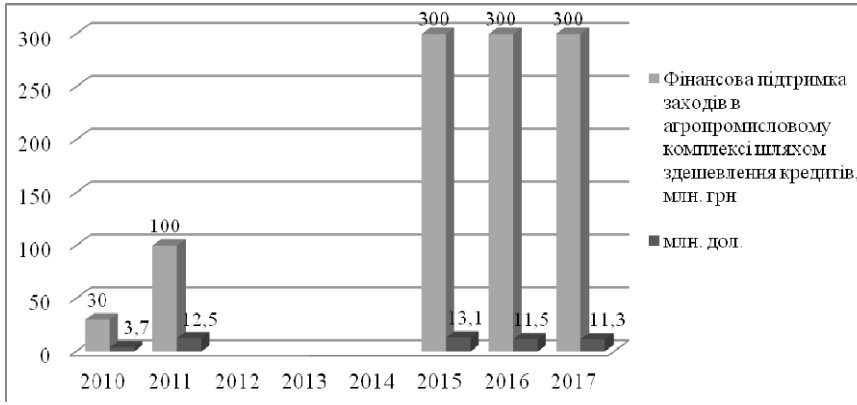


Рис. 4.7.7. Динаміка видатків аграрного бюджету, що спрямовані на механізм здешевлення кредитів, млн. грн., млн. дол.

В розрахунку на 1 га сільгоспугідь в Україні сума, що виділяється на здешевлення кредитів є надзвичайно низькою і складає близько 7 грн/га.

Державна підтримка розвитку хмелярства, закладення молодих садів, виноградників та ягідників і нагляд за ними є надзвичайно актуальною та доцільною. Розвиток даного напряму агровиробництва дозволяє забезпечити населення вітчизняними фруктами та переробну промисловість якісною сировиною, що створює передумови для експорту продукції з високою доданою вартістю.

Аналіз динаміки фінансового забезпечення бюджетної програми свідчить про нерівномірний розподіл видатків. За період 2010-2017 рр. максимальний обсяг державної підтримки розвитку хмелярства та садівництва спостерігався у 2012 році – 1,075 млрд. грн. (рис. 4.7.8). Таке різке зростання обсягів державної підтримки стало можливим завдяки 1,5% збору від реалізації алкогольних напоїв і пива, що діяло на підставі закону «Про збір на розвиток виноградарства, садівництва і хмелярства» . Однак, вже у 2014 році змінами до Податкового кодексу України було скасовано збір на розвиток виноградарства, садівництва і хмелярства у зв’язку з чим з 2015 року фінансування за бюджетною програмою припинились. Після дворічної перерви, державним бюджетом на 2017 рік передбачене фінансування за цією програмою в обсязі 75 млн. грн., що не досягає рівня 2010 року, та є найнижчим показником за аналізований період.

Рис. 4.7.8. Обсяг та динаміка державної підтримки розвитку хмелярства, закладення молодих садів, виноградників та ягідників і нагляд за ними.

В сучасних складних економічних умовах в Україні спостерігається скорочення поголів'я корів та виробництва молока. Основною причиною є мала кількість приватних фермерських господарств, яким в даній економічній ситуації невигідно займатися виробництвом молока. Зона вільної торгівлі з ЄС несе загрозу експансії молочної продукції з країн ЄС та ще більшої стагнації тваринницької галузі.

Аграрна політика ЄС щодо сектору тваринництва передбачає повноваження урядів реагувати на виняткові обставини, зокрема стимулювання продажу в кризовий період; допомога для збуту продуктів; компенсація експорту (повернення коштів), тимчасові відступи від правил конкуренції. З огляду на кризові явища у галузі тваринництва у 2015 році, Комісія ЄС надала виробникам 500 млн. € для підтримки молочних ферм[1].

Для забезпечення стабільного розвитку галузі необхідна ефективна фінансова підтримка з метою забезпечення конкурентоздатності національного виробника.

Державна політика фінансової підтримки тваринництва передбачає спрямування бюджетних ресурсів на: оптимізацію чисельності поголів'я та продуктивності корів; довготривалі програми створення та підтримки матеріальної бази – будівництва сучасних ферм, розвиток кормовиробництва; досягнення економічної стабільності галузі та технологічного переоснащення ферм, молокопереробних підприємств; стимулювання розвитку селекції і

[1] Matthews, A. Milk policy in the EU – a case of policy incoherence April 25, 2016 Written by Blog posts. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://capreform.eu/milk-policy-in-the-eu-a-case-of-policy-incoherence

придбання племінної худоби; здешевлення кредитів; фінансове стимулювання трансформації особистих селянських господарств у сімейні фермерські господарства.

Аналіз динаміки розвитку держфінпідтримки тваринництва показує, що бюджетне фінансування виділялось нерівномірно, а пріоритети змінювались (рис. 4.7.9.)

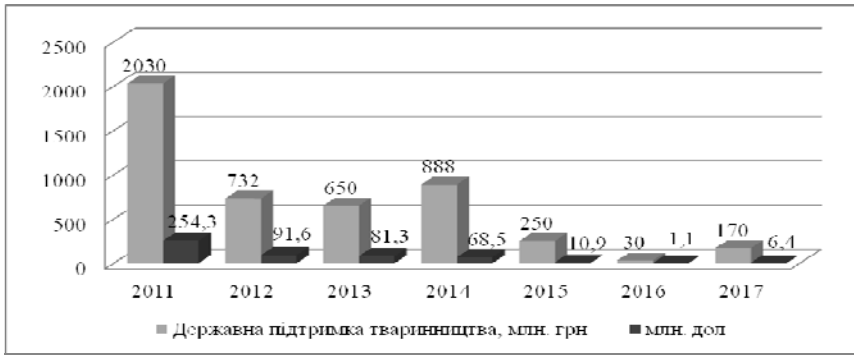


Рис. 4.7.9. Обсяг та динаміка державної фінансової підтримки галузі тваринництва, млн. грн., млн. дол.

В перші роки функціонування дана програма фінансувалась із спеціального фонду держбюджету з коштів, сформованих за рахунок сум ПДВ, сплачених переробними підприємствами. Нинішня держфінпідтримка тваринницької галузі з державного бюджету України характеризується недостатніми обсягами фінансування, які крім цього щорічно суттєво скорочуються і не виконуються по запланованих обсягах. Так починаючи з 2011 року пряма бюджетна підтримка галузі тваринництва скоротилась з 254,3 млн дол до 1,1 млн дол. у 2016.

У 2017 році обсяг фінансової підтримки збільшився в 5 разів, в порівнянні із 2016 роком, однак від скасування спецрежиму ПДВ тваринництво втрачає приблизно 3 млрд. гривень, тобто в 10 разів більше. Законом України про Державний Бюджет на 2017 рік, згідно вимог МВФ, уряд повністю скасував спеціальний режим оподаткування.

Позитивним в аграрному бюджеті 2017 року є те, що фінансування заходів підтримки малого підприємництва стало пріоритетним напрямом. Передбачено реалізувати нову програму «Фінансова підтримка сільгоспвиробників» (на 1 га), кошти якої передбачені на підтримку невеликих (фермерських) господарств, які обробляють до 500 га, частка яких становить 86%, щоб вони могли виробляти більше продукції, здійснювати її переробку, освоювати нові технології. Розмір такої підтримки у 2017 році становить 1 481 грн. за 1 га.

землі, в той час як розмір дотації з бюджету Європейського Союзу становить близько 300 євро/га.

Основна мета програми – допомогти малим агропідприємствам працювати та розвиватися в умовах жорсткої конкуренції з боку великих агропідприємств і агрохолдингів, які виграють за рахунок масштабів виробництва та можливості експорту своєї продукції.

Фінансування розвитку аграрної сфери з місцевих бюджетів дозволяє врахувати специфіку регіону та пріоритетні напрямки інвестування. В Карпатському макрорегіоні за аналізований період приймались і реалізовувались різноманітні програми підтримки та розвитку агропромислового виробництва.

Аналіз фінансування регіональних програм розвитку аграрної сфери показав відсутність чіткої стратегії та залежність обсягів фінансування від економічної ситуації, пріоритетів розвитку та надходжень до бюджету. В багатьох обласних бюджетах Карпатського макрорегіону виділялися кошти на програму по охороні і раціональному використанню земель. Хоча в перерахунку на 1 га сільськогосподарських угідь це мізерні кошти. Наприклад для Чернівецької області сума виділених коштів склала в 2017 році 12 коп / га, а в Івано-Франківській 15 коп / га. У Львівській області кошти на фінансування програми охорони і раціонального використання земель виділялись за аналізований період тільки в 2011 році. Особливістю для Закарпатської області є поділ фінансової підтримки на розвиток тваринництва та розвиток рослинництва.

Івано-Франківщина фінансувала програму з підтримки розвитку сільськогосподарських кооперативів у Івано-Франківській області на період до 2015 року протягом 2014-2015 років в обсязі 350 тис. грн. та регіональну цільову програму розвитку овочівництва та переробної галузі на період до 2020 року на суму 135 тис. грн. Слід відмітити, що вказані програми передбачали виділення коштів протягом всього періоду реалізації, проте фінансування носить епізодичний характер і не дозволяє отримати заплановані результати.

Найменше коштів на реалізацію регіональних програм розвитку аграрної сфери виділялось з обласного бюджету Чернівецької області (табл. 4.7.1).

Найбільші обсяги коштів з обласного бюджету виділялись для реалізації регіональних програм у Львівській області. Характерною особливістю є значне зростання обсягів фінансування у 2016-2017 роках. Якщо розглядати обсяги фінансування за аналізований період в розрахунку на 1 га сільгоспугідь, то лідером є Львівська область з показником 28 грн. / га, на другому місці Закарпатська область 22,8 грн. / га, у Івано-Франківській області 15,9 грн. /га і найменше в Чернівецькій області 1,8 грн. /га.

Таблиця 4.7.1.

Обсяги фінансування регіональних програм розвитку аграрної сфери з обласних бюджетів в Карпатському макрорегіоні, тис. грн

Область макрорегіону	Рік								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Всього за 2011-2017	У % до підсум. по макрорегіону
Закарпатська	3200	1820	2733	2458,7	1880	1900	375	14366,7	22,1
Івано-Франківська	1179	1200	1343	1628	1343	2410	1800	10903	16,8
Львівська	652	500	8100	7300	-	11000	11200	38752	59,5
Чернівецька	300	182,5	120	180,4	106,7	81,7	70	1041,3	1,6
Всього по макрорегіону	5331	3702,5	12296	11567,1	3329,7	15391,7	13445	65063	100

*Розраховано автором на основі[1].

Проте, на нашу думку, обсяг фінансування з місцевих бюджетів мав би бути вищим, особливо – у Чернівецькій області, яка має значний аграрний потенціал, а частка сільськогосподарських угідь області складає 58,1% земель, що є найвищим показником в Карпатському макрорегіоні.

Результати здійсненого аналізу дали можливість дійти висновку, що політика підтримки сільського господарства України характеризується відсутністю системності та стійкої тенденції до стимулювання інноваційного розвитку. Неоднорідністю характеризується і структура підтримки як по обсягах виділених коштів так і по пріоритетах. Негативний вплив на економічну ситуацію мають системна криза в економіці та військовий конфлікт на сході країни, в результаті чого держава змушена більш ніж 5% ВВП, виділяти на безпеку та оборону (близько 90 млрд. грн.), а Міністерству аграрної політики і продовольства України довелося скорочувати велику кількість програм на 2015-2016 роки. Упродовж досліджуваного періоду в Україні кардинально змінювався вектор підтримки аграрної сфери - від стимулювання розвитку великих товаровиробників до фінансування розвитку фермерства на сьогоднішній день.

[1] Рішення Івано-Франківської обласної ради « Про обласний бюджет на 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 роки». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.orada.if.ua/fileadmin/documents/Rishennja/06_12/410-12.pdf; Рішення Закарпатської обласної ради « Про обласний бюджет на 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 роки». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.carpathia.gov.ua/ua/396.htm; Рішення Львівської обласної ради « Про обласний бюджет на 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 роки»». [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://loda.gov.ua/dep_rishennya-pro-oblasnyj-byudzhet

Причини низької фінансової забезпеченості та розмитості пріоритетів криються в відсутності стратегії розвитку економіки України. На нашу думку, пріоритетний розвиток промисловості дозволить провести технологічне переозброєння агарної сфери та за рахунок ефективної науково ємної економіки забезпечити сталий агроекологічний розвиток сільгоспвиробництва і сільських територій. Розгляд аграрної сфери як донора валютних надходжень призводить до скочування економіки головними статтями експорту якої є сировина. Це в свою чергу потребує нарощення обсягів експорту сировини і не дозволяє фінансово підтримувати аграрну сферу на рівні розвинутих країн, зокрема Європейського Союзу. Конкурентоздатність аграрної продукції не може довгий час залежати від кращої родючості сільськогосподарських земель і низької вартості робочої сили в Україні.

Слід зазначити, що причини низької ефективності видатків бюджету на стимулювання розвитку аграрної галузі криються як у недостатності обсягів фінансування так і розмитості пріоритетів у виділенні коштів. На думку багатьох експертів, обсяги бюджетних коштів, які спрямовує держава на стимулювання аграрного виробництва є вкрай мізерними, а їхній розподіл між бюджетними програмами здійснюється з використанням застарілих методик та недостатнього зв‘язку з результативністю використання коштів. Серед недоліків бюджетної підтримки аграрного сектору можна виділити:

- прорахунки у розробці цільових бюджетних програм;
- відсутність дієвого контролю за ефективним використанням виділених коштів;
- нестабільність та значні коливання обсягів фінансування або припинення фінансування окремих програм у розрізі років;
- низьку інноваційну спрямованість бюджетної підтримки аграрної сфери;
- недостатню увагу фінансовій підтримці сільськогосподарському машинобудуванню та сферам промисловості, які визначають технологічний рівень аграрного виробництва;
- відсутність підтримки стартапів в аграрній сфері.

Розподіл коштів державної підтримки розвитку агарної сфери повинен здійснюватися на принципах інноваційності, системності та стимулювання. Тобто кошти мають бути сконцентровані на кількох найбільш важливих бюджетних програмах, що забезпечать технологічне переозброєння та зростання продуктивності праці при раціональному використанні земель і екологізації агровиробництва. Використання бюджетних коштів держави повинно стимулювати впровадження інновацій світового рівня та бути направленими на забезпечення конкурентоздатності аграрної сфери, сприяти розвитку сільських територій та зростанню доходів фермерів.

Висновки до розділу 4

У ході дослідження системних диспропорцій розвитку корпоративних фінансів було визначено основні ознаки деформованої моделі, а саме:

- надмірна боргова залежність;
- незадовільна платіжна дисципліна;
- незначна роль банків у фінансуванні підприємств (менше 15 % фінансування);
- нагромадження капіталу у тіньовому секторі (офшорних юрисдикціях).

Було проведено розрахунки щодо визначення розриву між боргом і власним капіталом корпоративного сектору та дефіциту власного капіталу, за результатами яких спостерігається тенденція до їх зростання.

Основним чинником значного рівня декапіталізації корпоративного сектору стали збитки реального сектора за 2014–2015 рр. (знецінення гривні і втрата коштів у результаті «очищення» банківської системи; падіння попиту та зниження завантаження потужностей; ухилення від оподаткування, викривлення фінансової звітності, заниження прибутків).

Розвиток деформованої моделі в Україні передусім спричинено високим рівнем макрофінансової непередбачуваності, яка є нееластичною по відношенню до внутрішніх і зовнішніх фінансових потрясінь і високого рівня накопичення тінізованого капіталу. Також було виявлено, що низький рівень ефективності діяльності корпоративного сектору визваний використанням кредиторської заборгованості на забезпечення поточної ліквідності та капітальне інвестування.

Крім того, було визначено поняття «інвестиційна гіпергнучкість», тобто прояв «автономізації» корпоративних фінансів, і проведено порівняння інвестиційної гіпергнучкості в Україні, країнах ЄС та США. У результаті аналізу було визначено значне відставання України за показником самофінансування від означених країн і навіть його від'ємне значення у 2014–2015 рр.

Було визначено причини та наслідки значного рівня концентрації капіталу в Україні, наголошено на u-подібному впливі розміру компанії на рівень концентрації капіталу, який притаманний українським підприємствам, як і багатьом іншим перехідним економікам з пострадянською спадщиною.

У процесі дослідження системних диспропорцій розвитку української економіки було виявлено, що висока концентрація капіталу блокує розвиток фінансового ринку через зниження рівня ліквідності ринку та звуження каналів перерозподілу капіталу, що сприяє відтоку інвестицій.

В якості напрямів усунення існуючих диспропорцій в акумуляції капіталу серед великих корпорацій України були запропоновані перехід від кон-

центрованої власності до публічної шляхом проведення IPO українськими компаніями, на іноземних біржах зокрема, зниження ризику експропріації міноритарних інвесторів (запровадження гарантій прав власності захисту дрібних акціонерів), створення спрощених регуляторних вимог щодо проведення міні IPO для підприємств МСБ.

Також було доведено, що досвід Бразилії є найбільш релевантним в українських реаліях з огляду на схожі умови спекулятивного характеру фондового ринку, олігархічної власності, відсутності стандартів корпоративного управління тощо відбувся стрімкий перехід економіки від сімейної моделі власності до розпиленої уподовж 10 річчя 2000-х років і створення умов для щорічного виходу на ринок нових компаній шляхом проведення IPO.

Також було досліджено вплив віку фірми на рівень залежності від зовнішніх джерел фінансування, тобто молодші компанії на початкових стадіях розвитку компанії потребують значних ресурсів, достатність яких не здатна генерувати операційна діяльність. Окрім того, основні детермінанти, які пояснюють структуру капіталу розвинутих країн, є релевантними і для країн, що розвиваються. Зокрема, такими чинниками є: розмір фірми, ліквідність, частка основних засобів, прибутковість. Натомість, вплив інституційних чинників відрізняється: ріст ВВП, рівень інфляції, розвиток фінансових ринків.

Також під час криз скорочення зовнішнього фінансування і зокрема банківського більше відбувається в країнах, що розвиваються, аніж у розвинутих країнах. Було доведено, що на структуру капіталу більший вплив мають банківські, аніж валютні кризи.

Крім того, зазначено, що плідна колаборація бізнес- і наукових установ щодо усунення диспропорцій перенасичення ринку одними компетентностями та значного дефіциту інших є напрямом формування корпоративної бізнес-свідомості та належного кадрового забезпечення з обґрунтуванням потреб бізнесу у людському капіталі. Синергетичним ефектом розвитку корпоративної бізнес-свідомості може стати формування інвестиційної стратегії розвитку інтелектуального капіталу компанії.

Отже, деформована модель корпоративних фінансів — форма прояву їх прогресуючої автономізації у складі фінансової системи країни як реакція на існуючі інституційні бар’єри та макрофінансові ризики. Модель корпоративних фінансів є стійкою до зовнішніх і внутрішніх шоків, маючи у розпорядженні достатні для підтримки ліквідності та інвестицій «тіньові» резерви, в умовах макрофінансової нестабільності деформації моделі посилюються у формі прогресуючого зростання боргової залежності.

Розділ 5

ІНСТИТУЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТА ФІНАНСОВО-КРЕДИТНІ ВАЖЕЛІ ДЕРЖАВНОЇ ПІДТРИМКИ ІННОВАЦІЙ У КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСАХ

Від ефективності функціонування сектору корпоративних фінансів значною мірою залежить сталий розвиток національної економіки. Підгрунтям для залучення інвестицій та активізації розвитку інновацій є ефективне інституційне забезпечення державної підтримки корпоративного сектору.

До державної інноваційної підтримки корпоративного сектору економіки України потрібно підходити комплексно. Незважаючи на велику кількість фінансово-кредитних важелів державної підтримки стимулювання інноваційного розвитку корпоративних фінансів, основними важелями залишаються оподаткування та кредитування, які потребують врахування їх позитивних і негативних аспектів у ретроспективі.

Домінуючою тенденцією сучасного етапу розвитку економіки України стала тривала та затяжна стадія її становлення, що не дозволяє повною мірою реалізувати її потенційні можливості. Зокрема, це проявляється в недостатньому інноваційному розвитку корпоративного сектору. У зв'язку з цим особливо актуальною стає проблема врахування позитивних і негативних факторів впливу на зазначений процес, а також уточнення тенденцій і перспектив інноваційного розвитку корпоративних фінансів.

За таких умов необхідно впровадження ефективних заходів щодо інституціонального забезпечення інноваційного розвитку корпоративних структур і шукати нові, дієвіші фінансово-кредитні важелі державної підтримки інновацій у корпоративних фінансах. Саме окресленим проблемам і шляхам їх вирішення присвячено даний розділ монографії.

У контексті вказаної проблематики розглядається питання інституційного забезпечення інноваційного розвитку підприємництва. А саме: висвітлення перешкод реалізації інноваційного розвитку підприємств корпоративного сектору з огляду на їх вирішальну роль в утвердженні інноваційної моделі розвитку, спроможності підприємництва корпоративного сектору щодо досягнення конкурентоспроможності на внутрішньому і зовнішньому ринках, а також визначення ряду ефективних заходів інституціонального забезпечення інноваційного розвитку даного сектору.

Формування інституціонального забезпечення інноваційного розвитку підприємництва передбачає безпосередню участь держави. Питанням специфіки сучасного стану розвитку інноваційного сектору економіки та пропозицій щодо активізації державного регулювання інноваційної діяльності за рахунок фіскальних і фінансово-кредитних важелів, що є загальновизнаною умовою активізації бізнесу в Україні, присвячено параграф розділу: «Фінансово-кредитні та фіскальні важелі активізації бізнесу в Україні». Актуальність обраної тематики зумовленно необхідністю обгрунтування фінансово-кредитних інструментів інноваційного розвитку корпоративних підприємств та подолання теоретико-методичних прогалин у даній сфері. При цьому автор параграфу: «Податкове регулювання діяльності ТНК: світова практика» пропонує використати успішний досвід розвинутих країн світу, яким вдалося досягнути високих рейтингів конкурентоспроможності через впровадження фіксальних важелів та активізацію інноваційного фактору розвитку економіки.

5.1. Інститутціональне забезпечення інноваційного розвитку підприємництва

Задекларовані у програмному документі Президента України «Стратегія сталого розвитку «Україна 2020» 62 пріоритетні напрями всеосяжних суспільних реформ націлені на вихід України у 2020 року на траєкторію сталого розвитку і наближення України до соціальних стандартів утверджених у країнах Євросоюзу. Це передбачає досягнення Україною випереджаючих темпів економічного розвитку відносно розвинутих країн світу після довготривалої рецесії національної економіки у період 2014–2016 рр.[1] .

Водночас, у ході цих суспільних реформ має бути досягнута диверсифікованість і конкурентоспроможність національної економіки, зокрема, конкурентоспроможність вітчизняних підприємств у ринковому середовищі Євросоюзу для вирівнювання зовнішньоекономічного торгівельного балансу України з країнами ЄС. Разом ці характеристики мають забезпечити стійкість національної економіки до глобальних економічних кризових викликів і відповідність України одному з основних критеріїв (копенгагенські критерії) для вступу країни-кандидату до Євросоюзу — конкурентоспроможність національної економіки.

Аналіз шляхів розвитку країн, які спромоглися у короткий історичний період (25–30 років) досягнути високих темпів соціально-економічного роз-

[1] Стратегія сталого розвитку «Україна — 2020»: схвалено Указом Президента України від 12.01.2015 р. №5/2015. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www.president.gov.ua

витку і конкурентоспроможності національних економік, а це Ірландія, Республіка Корея, Сінгапур, Фінляндія та інші успішні країни, які раніш вважались відсталими, доводить, що перехід від аграрно-сировинного характеру економік цих країн до індустріально-розвинених конкурентоспроможних країн відбувся завдяки розбудові наукоємного корпоративного сектора промисловості й утвердженню інноваційної моделі розвитку національної економіки. На підтримку цієї тези свідчать високі рейтингові місця (з 1-го по 50-те), які посідають ці країни в системі світових показників соціально-економічного та інноваційного розвитку, серед яких найінформативнішими є Індекс розвитку людини (ІРЛ), Індекс глобальної конкурентоспроможності (ІГК), Глобальний інноваційний індекс (ГІІ)[1] .

Таблиця 5.1.1

Місця, які посідають країни у світових рейтингах за ІРЛ і ІГК[2]

Індекс за роки	Рейтингове місце країни						
	Данія*	Ірландія	Фінляндія	ФРН*	Південна Корея	США	Україна
$ІРЛ_{2015}$	4	6	24	6	17	8	81
$ІГК_{2015}$	12	24	8	4	26	3	79
$ГІІ_{2016}$**	8	7	5	10	11	4	56

* Данія и ФРН відповідно за ІРЛ та ІГК посідають перші рейтингові місця у ЄС

** Global Innovation Index 2016 Winning with Global Innovation Author(s): WIPO, Cornell University, INSEAD | Publication year: 2016

Звідси слідує висновок, що вихід України на траєкторію сталого розвитку має передбачати досягнення не тільки випереджаючих темпів економічного зростання відносно розвинених країн світу (де ці темпи на рівні 1–1,5 %), але й досягнення випереджаючих темпів якісного розширеного промислового й агропромислового відтворення для досягнення конкурентоспроможності національної економіки на внутрішньому ринку (враховуючи імперативи відкритої економіки в умовах вимог СОТ і Асоціації України з Євросоюзом) і на зовнішньому ринку в умовах глобалізації. Згідно зі світовою практикою це досягається шляхом утвердження інноваційної моделі розвитку національної економіки.

Визначальна роль у реалізації Стратегії сталого розвитку «Україна — 2020», забезпечення інноваційного характеру розвитку належить інституту

1 Индексы развития государств мира [Текст]: справочник / О.Т. Гаспарян, Р.У. Камалова, Е.А. Кочешкова и др.; под ред. Ю.А. Нисневича; Нац. исслед. Ун-т «Высшая школа экономики». — М.: Изд. Дом Высшей школы экономики, 2014. — 247 с.

2 *Ушеренко С.В.* Инновационное предпринимательство в контексте стратегии устойчивого розвития Украины / С.В. Ушеренко // Proceedings of the Conference «Economy and management: modern transformation in the age of globalization» (March 2017, Klaipeda, Lithuania), Part I. — P. 97–100.

підприємництва як стрижневої інституціональної структури національної економіки.

Утвердження інноваційної моделі розвитку національної економіки здійснюється через широкомасштабну генерацію та розповсюдження інноваційних процесів на загальнодержавному, галузевих і регіональних рівнях національної економіки. Під інноваційним процесом розуміємо специфічний цілеспрямований об'єктно-предметний спосіб системної організації інноваційної діяльності щодо трансформації інтелектуального, наукового, науково-технічного ресурсу в реальні продукти, технології, організаційно-управлінські рішення, що затребувані ринком або суспільством і перспективні з позицій отримання комерційного, соціально-економічного та інших суспільно-корисних ефектів[1].

Визначальною ланкою для перебігу інноваційних процесів є підприємства.

Аналіз стану параметрів інноваційної системи України відносно світового рівня свідчить, що Україна має високий освітній і науковий потенціал, здатний продукувати різноманітні новації у вигляді ідей, наукових розробок, патентів, однак при цьому вона має недосконалий механізм їх упровадження у сферу господарської діяльності та слабку інтегрованість у міжнародну науково-технічну та інноваційну кооперацію.

Статистика фіксує низьку інноваційну активність промислових підприємств в Україні. Так, у період 2005–2015 роки частка інноваційно-активних підприємств, тобто підприємств, які впроваджували інновації, від загальної кількості обстежених підприємств складала значення в діапазоні 14–18 %, що значно нижче рівня інноваційної активності підприємств у країнах, які мають національні економіки інноваційного типу (40–80 %)[2].

Водночас, залишається упродовж багатьох років низький рівень фінансування генезису інноваційних процесів. Так, за даними Державної служби статистики України, загальний обсяг фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств у 2015 р. становив 13813,7 млн грн або 0,7 % ВВП. Промислові підприємства здійснювали інноваційну діяльність переважно за рахунок власних коштів (85 % від загального обсягу фінансування, яке включало державне та муніципальне фінансування, іноземні інвестиції, вітчизняні приватні інвестиції тощо), значну частину яких спрямовували на проведення НДР і придбання машин, обладнання та програмного забезпечення[3] .

---

1 *Гусєв В.О.* Державна інноваційна політика : методологія формування та впровадження : монографія / В.О. Гусєв. — Донецьк : Юго-Восток, 2011. — 624 с.

2 Наукова та інноваційна діяльність в Україні: статистичний збірник / відп. за випуск О.О. Кармазіна. — К. : Держстат України, 2016. — 255 с.

3 Наукова та інноваційна діяльність в Україні: статистичний збірник / відп. за випуск О.О. Кармазіна. — К. : Держстат України, 2016. — 255 с.

З 2015 р. спостерігається зменшення кількості інноваційно активних підприємств у всіх технологічних секторах промисловості за рахунок зменшення загальної кількості підприємств, що займалися інноваційною діяльністю.

Звідси актуалізується проблематика активізації інноваційної діяльності підприємств України, зокрема, у їх корпоративному секторі, підприємства якого є основними суб'єктами, які визначають інноваційно-інвестиційну діяльність у країні і від ефективності функціонування корпорацій значною мірою залежить сталий розвиток національної економіки.

Створений на основі приватизації державного майна підприємств, корпоративний сектор займає найвагоміше місце в національній економіці. На його частку припадає майже 75 % ВВП України (для порівняння у розвинених країнах світу порядку 90 % від ВВП)[1].

У цьому контексті потребують розкриття питання: висвітлення перешкод реалізації інноваційного розвитку підприємств корпоративного сектору з огляду на їх вирішальну роль в утвердженні інноваційної моделі розвитку, визначення засобів подолання цих перешкод, а також спроможності підприємництва корпоративного сектору щодо досягнення конкурентоспроможності на внутрішньому і зовнішньому ринках.

Конкурентоспроможність підприємства в сучасних умовах являє собою його здатність до розширеного якісного відтворення і реалізації конкурентних переваг на основі активної проектно-орієнтованої інноваційної діяльності, створення гнучкого виробництва, ефективного менеджменту, розвитку персоналу шляхом його навчання в системі неперервної освіти.

Аналіз інноваційної активності вітчизняних підприємств дозволяє виділити дві основні групи факторів, перешкоджаючих реалізації їх спроможності до інноваційного розвитку:

- екзогенні фактори перешкоджання інноваційного розвитку підприємств зумовлені незначним обсягом інвестиційних і фінансово-кредитних ресурсів (включаючи як приватні, так і державні), які залучались для розробки та реалізації інноваційно-інвестиційних проектів; нерозвиненістю ринку інноваційної продукції; нерозвиненістю національної інноваційної системи, зокрема, її інфраструктурної складової : наукові, технологічні, індустріальні парки тощо;

- ендогенні фактори гальмування інноваційного розвитку підприємств пов'язані з низький рівнем технічної і технологічної бази вітчизняних виробництв, зокрема, їх енерго-, ресурсовитратністю, низьким рівнем інноваційно-

[1] Корпорация в системе общественного производства: монография / Л. И. Дмитриченко, Т. С. Чунихина, Л. А. Дмитриченко, А. Н. Химченко — Донецк: ООО «Східний видавничий дім», 2010. — 184 с.

го менеджменту для запровадження проектно-орієнтованого підходу до забезпечення їх інноваційного розвитку, недостатністю власних фінансових ресурсів для реалізації інноваційних проектів, низькою інвестиційною привабливістю підприємств тощо.

Особливого значення набуває виявлення чинників, що гальмують інноваційний розвиток корпоративного сектора, до яких відносяться[1] :

- специфіка здійснення приватизації, яка не супроводжувалась припливом інвестицій, сприяла розпорошеності акціонерного капіталу, виключала умови для соціалізації прав власності та характеризувалась відсутністю ефективного контролю за діями менеджерів, недооцінюванням вартості об'єктів прав інтелектуальної, зокрема, об'єктів промислової власності, що мали бути включені до балансової вартості підприємства перед його приватизацією;

- певна інформаційна закритість та непрозорість внутрішньо корпоративних відносин;

- низький рівень впливу фондового ринку на формування сучасної структури корпоративного сектора (немає ефективної мобілізації фінансових ресурсів, порушення прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів, недотримання умов продажу та розміщення цінних паперів тощо);

- неможливість використання інвестиційного потенціалу комерційних банків щодо забезпечення інвестиційними ресурсами корпоративного сектору економіки внаслідок існування високих процентних ставок;

- недосконалість корпоративного управління, що пов'язано з порушенням прав акціонерів щодо обрання органів управління, відчуження активів, підготовки та проведення зборів акціонерів, недобросовісне ведення реєстру акціонерів, а також поширення рейдерства, конфлікти інтересів між акціонерами і найманими менеджерами.

Усунення або мінімізація дії зазначених факторів і деструктивних чинників пов'язуємо з інституціональним забезпеченням спроможності (інституціональної спроможності) підприємств корпоративного сектору національної економіки до інноваційного розвитку, тобто їх здатності до генезису інноваційних процесів в умовах існуючого інституціонального середовища.

Для аналізу такого забезпечення доцільно залучити інституціональний підхід, який полягає у з'ясуванні значущості та оцінювання впливів інститутів як відносно стійкої та раціональної форми організації соціально-економічного буття, що забезпечує усталеність зв'язків і відносин у рамках суспільства і проявляється в єдності формальних норм (законодавчі норми як

[1] *Бабчинська О.І.* Державне регулювання корпоративного сектора в Україні : сучасний стан та напрями вдосконалення / О.І.Бабчинська // Вісник Хмельницького національного університету. — 2015. — № 1. — С. 216–220.

екзогенні фактори) та неформальних норм (моральні норми, традиції, звичаї, як ендогенні фактори), а також механізмів, органів, організацій та установ, що забезпечують контроль і примус щодо дотримання формальних норм і неформальних норм у прискоренні або гальмуванні суспільного та економічного розвитку, а також у розкритті особливої важливості щодо вдосконалення структури інституціонального середовища для досягнення економічних і політичних цілей.

У цьому контексті слід визначити вплив інституціонального середовища на підприємство у плані формування екзогенних факторів впливу на його спроможність до інноваційного розвитку і розкрити ендогенні фактори впливу на утвердження неформальних норм, а також визначити шляхи інституціонального забезпечення інноваційного розвитку підприємств корпоративного сектору національної економіки.

Підприємництво є базовим системотворчим елементом сфери господарювання, який поєднуючи у процесі своєї діяльності трудові, матеріальні й фінансові, а за сучасних умов економіки знань, ще й інтелектуальні ресурси, виступає фактором, що визначає конкурентоспроможність економіки, є джерелом створення нових робочих місць, зростання ВВП, збільшення податкових надходжень до бюджетів усіх рівнів, а також постає осередком формування середнього класу.

Варто зазначити, що підприємство виступає не лише в якості структурної одиниці сфери господарювання, воно являє собою також і інституціональний елемент інших предметних функціональних сфер економіки, пов'язаних з відповідними найбільш значущими інститутами, основні з яких відображено в функціонально-інституціональній матриці в табл. 5.1.2.

Таблиця 5.1.2

Підприємство корпоративного сектору національної економіки в основних сферах економічних відносин

Фінансово-економічна сфера Кредитно-фінансові інститути, Інститути фондового ринку Інститути спільного інвестування	**Ринок споживання продукції підприємства** Інститут конкурентоспроможності	**Екологічна сфера** Інститут екологічних відносин Інститут сталого розвитку
Бюджетна сфера Інститут оподаткування	**Сфера господарювання** **ПІДПРИЄМСТВО** Інститут підприємництва	**Сфери науково-технічної і освітньої діяльності** Інститути науки і освіти
Сфера відносин власності Інститут власності Інститут приватизації	**Виробнича сфера** Інститут виробничих відносин	**Сфера інноваційної діяльності** Інститут інноваційного підприємництва

Розглядаючи зазначені сфери в якості предметних, функціональних сфер економічних відносин, інститут підприємництва реалізує щодо них системотворчу функцію. У бюджетній сфері підприємство виступає через інститут оподаткування джерелом наповнення доходних частин державного та місцевого бюджетів; у виробничий сфері є продуцентом товарів і послуг; в екологічній — за певних умов джерелом техногенного навантаження на довкілля, головним користувачем природних ресурсів і суб'єктом природоохоронної діяльності; у науково-технічні сфері — рушієм науково-технічного прогресу, споживачем і джерелом знань, технологій; у соціальній сфері є місцем реалізації людських можливостей, забезпечення засобами існування, проявляє соціальну відповідальність; у фінансово-економічній — мультиплікатором грошей і центром утворення головної економічної категорії «вартість», забезпечення фінансовими ресурсами діяльність підприємства, зокрема, його інноваційний розвиток.

У сфері інноваційної діяльності, яку визначаємо як сферу цілеспрямованих дій (у вигляді інноваційного процесу), що здійснюються за будь-яким видом діяльності підприємства шляхом залучення засобів інтелектуальної діяльності та механізмів її підтримки, притаманних даній предметній сфері діяльності, з метою отримання різного роду ефектів (економічного, екологічного, науково-технічного, соціального та інших) від впровадження у практику нового продукту (інноваційного), який включає новий товар, новітню або вдосконалену технологію, послугу, оригінальний підхід до розв'язання проблеми, що затребуване суспільством або його інститутами, при цьому змінюються якісні характеристики як самої сфери інноваційної діяльності, так і сегменту споживання або застосування цього продукту.

Крім того, підприємство виступає об'єктом інвестиційної, інноваційної, податкової, регуляторної, структурної та інших складових внутрішньої та зовнішньої політик держави, а також є визначальною ланкою перебігу інноваційних процесів і суб'єктом зовнішньоекономічних відносин.

Таким чином, підприємство постає у якості складної системи, що припускає, з однієї сторони, множинність цілей свого функціонування, а з іншої, взаємозв'язок між ними, зумовлений бажанням досягнення кінцевих емерджентних результатів через ефективне управління основними функціональними складовими своєї діяльності та забезпечення їх синергетичної взаємодії[1].

---

[1] *Гусєв В.В.* Інноваційна активність підприємств, як об'єкт державного регулювання їх сталого розвитку / В.В. Гусєв // Науково-практичний журнал «Інвестиції: практика та досвід». — 2008. — № 20. — С. 29–34

Інституціональне забезпечення інноваційного розвитку підприємства включає синергетичну дію інститутів, що складаються інституціональне середовище сприятливе для інноваційної діяльності підприємства.

Збалансованість управління наведеними функціональними компонентами діяльності підприємства зумовлює досягнення інтересів його інноваційного розвитку.

Формування за участю держави сприятливого інституціонального середовища для інноваційного розвитку підприємств складає зміст інституціонального забезпечення спроможності підприємства до розширеного відтворення на інноваційних засадах, а також забезпечення захищеності потенціалу (виробничого, організаційно-технічного, фінансово-економічного, соціального) підприємства від негативної дії прямих і непрямих економічних загроз, що загалом визначає зміст двох взаємозумовлених категорій — стійкість функціонування та його сталий розвиток.

Формування інституціонального забезпечення інноваційного розвитку підприємництва передбачає участь держави, що включає :

- унормування законодавством запровадження пільгового податкового режиму для виконання інноваційно-інвестиційних проектів, розроблених за встановлених законодавством пріоритетними напрямами науково-технологічного та інноваційного розвитку і запровадження такого режиму в технологічних, індустріальних і наукових парках;

- удосконалення конкурентної політики та регулювання монополізованих ринків;

- розроблення досконалого екологічного законодавства в руслі концепції сталого розвитку для мінімізації руйнівного впливу результатів виробничо-господарської діяльності певних підприємств на стан навколишнього середовища, дотримання світових екологічних норм;

- розширення співробітництва великих корпорацій з підприємствами сектору малого і середнього підприємництва у форматі аутсорсинга за певними складовими наукоємної продукції, що крім підтримки малих і середніх підприємств дозволяє цим підприємствам досягнути досконалості у виробленні цих складових, а корпорації зосередитися на удосконаленні основній продукції;

- запровадження механізмів стимулювання енерго- та ресурсозбереження, переходу на енерго- та ресурсозберігаючі технології як засобу підвищення продуктивності підприємств і вивільнення значних інвестиційних ресурсів;

- сприяння засобами промислової, амортизаційної політики інноваційної модернізації промислових підприємств для забезпечення технічного оновлення основних виробничих фондів на передовій технологічній базі, запро-

вадження передових прогресивних технологій для підвищення конкурентоспроможності підприємства;

- організації релевантного інформаційно-аналітичне забезпечення господарської діяльності підприємств.

Для підприємств корпоративного сектору національної економіки інституціональне забезпечення інноваційного розвитку має бути доповнено:

- удосконаленням державної регуляторної політики щодо розвитку фондового ринку та діяльності його учасників;

- посиленням державного контролю за перерозподілом акціонерної власності;

- розвиток інститутів спільного інвестування, зокрема, венчурних фондів;

- подальшим розвитком і консолідацією законодавства, спрямованого на розкриття інформації про корпоративну діяльність, забезпечення її прозорості та адресності;

- чітким визначенням законодавством прав інвесторів і суб'єктів корпоративних відносин при реалізації інноваційно-інвестиційних проектів;

- запровадженням ефективних інструментів страхування ризиків, пов'язаних із вкладенням коштів в інноваційно-інвестиційні проекти корпоративних структур;

- розробкою механізмів щодо акумуляції коштів населення та їх спрямування на довгострокове кредитування інноваційної діяльності корпоративних структур;

- збільшення державних інвестицій у корпоративний сектор, зокрема у форматі державно-приватного партнерства (публічно-приватного партнерства) для реалізації суспільно значущих національних інноваційно-інвестиційних проектів, розроблених за державними пріоритетами;

- сприятливість до інноваційного розвитку підприємств корпоративного сектору, що забезпечується утвердженням принципів корпоративного управління, зокрема : формуванням ефективної структури корпоративного управління, дотриманням прав акціонерів, а також утвердженням організаційної корпоративної культури на підприємстві.

Зазначені заходи підвищення інституціонального забезпечення спроможності підприємств корпоративного сектору національної економіки до інноваційного розвитку для їх синергетичного підсилення доцільно реалізувати в розвиненому інституціональному середовище, яке набуває системних властивостей національної інноваційної системи.

Це висуває на перший план завдання розбудови національної інноваційної системи, як взаємоузгодженої цілісної сукупності законодавчих, структурних і функціональних компонентів (інституцій), а також розвиненої

інноваційної інфраструктури, які задіяні у процесі створення та застосування наукових знань і технологій і визначають правові, економічні, організаційні та соціальні умови для забезпечення інноваційного процесу[1].

Інституціональне забезпечення спроможності підприємств корпоративного сектору національної економіки до інноваційного розвитку передбачає також удосконалення корпоративного управління, апробовані практики такого належного управління включають наступні властивості корпоративних структур, зведених до табл. 5.1.3.

Таблиця 5.1.3

Характерні ознаки належного корпоративного управління

№ п/п	Ознаки	Характеристика
1	2	3
1	Алокація власності	Власність не сконцентрована у одного із акціонерів. У інвесторів більшу довіру викликають компанії з більшою кількістю акціонерів. Негативним фактором вони вважають наявність у компанії акціонера або групи акціонерів, що мають надмірний, домінуючий вплив на процес прийняття рішень у компанії
2	Прозорість структури власності компанії	Фактична структура власності компанії має бути прозорою: доступною повинна бути інформація про склад власників, зокрема, власників контрольних пакетів, про число акцій, що належать директорам і менеджерам компанії, про наявність у директорів і менеджерів компанії акцій інших компаній, а також про існування пірамідальних холдингів
3	Партисипативне управління	У всіх акціонерів повинні бути однакові фінансові права, кожний повинен брати участь у розподілі прибутку відповідно до кількості акцій, що перебувають у його власності, забезпечення можливості участі в зборах закордонних акціонерів, крім того, акціонерам повинна бути забезпечена можливість участі в роботі загальних зборів у режимі реального часу
4	Захист від можливого недружнього поглинання	Компанія не повинна будувати захист від можливого поглинання, установлюючи обмеження на обіг акцій, участь у капіталі, формуванні ради директорів, водночас, має бути забезпечений моніторинг ризиків рейдерського захоплення
5	Склад ради директорів	Оптимальний склад ради директорів, відсутність інсайдерів у складі ради директорів і недопущення переваження у складі ради тор-менеджменту компанії. Рада директорів компанії повинна формувати незалежні комітети для контролю за виконанням найважливіших функцій аудиту, внутрішнього контролю, мотивації й компенсації праці менеджерів та ін.

[1] Концепція розвитку національної інноваційної системи: схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 17.06.2009 р. № 680-р / . [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www. kmu.gov.ua

№ п/п	Ознаки	Характеристика
1	2	3
6	Утвердження корпоративної, організаційної культури управління	Компанія повинна мати формалізований звід правил корпоративного управління, що відображає бачення компанії, систему цінностей і обов'язків членів ради директорів. Стимулювання й винагородження праці директорів і менеджерів має проводитись відповідно до цих правил, що дасть змогу забезпечити їхню зацікавленість в успіху бізнесу компанії
7	Розкриття інформації	Компанія повинна дотримуватися принципу прозорості бізнесу, регулярно розкривати інформацію про результати фінансово-господарської діяльності, дотримання конкурентної позиції, дотримання статуту й корпоративної місії; основні відомості про членів ради директорів; основні принципи компенсації праці директорів і топ-менеджерів. Інформація повинна надаватися вчасно, відповідно до стандартів фондового ринку, на якому котируються акції компанії. Забезпечення доступу до інформації про бізнес як через традиційні, так і через електронні канали. Інформація повинна надаватися як місцевою, так і англійською мовами
8	Сучасна методологія фінансового менеджменту	Застосування сучасних методологій управління корпоративними фінансами, зокрема, поширених методологій системи збалансованих показників (BCS), управління за ключовими показниками (KPI) [10],управління структурою капіталу
9	Стандарти бухгалтерської звітності	Компанія має використати стандарти бухгалтерської звітності, що одержали міжнародне визнання (US GAAP, UK ACCA або МСФЗ) при складанні річних і квартальних звітів
10	Незалежний аудит	Компанія повинна проводити щорічний аудит, залучаючи для цього незалежного аудитора, що має гарну репутацію

Упровадження наведених заходів щодо інституціонального забезпечення інноваційного розвитку корпоративних структур буде сприяти розвитку підприємств корпоративного сектора, забезпечить їх інноваційно-інвестиційну привабливість, а також має стати фактором утвердження сталого розвитку національної економіки на інноваційних засадах.

5.2. Фінансово-кредитні та фіскальні важелі активізації бізнесу в Україні

Підприємництво є рушійною силою економічного розвитку цивілізованого світу. Необхідність відновлення сталого економічного зростання в Україні обумовлює пошук новітніх рішень щодо використання регулюючого інструментарію держави у напрямку активізації підприємництва. За оцінками Глобального індексу підприємництва і розвитку GEDI-2016, Україна посідає

63-є місце серед 132 країн світу та 34-е місце в європейському регіоні[1]. За інформацією Світового банку Україна посіла 80 місце серед 190 країн світу у рейтингу Doing Business-2017, що на три позиції вище у порівнянні із рейтингом Ведення бізнесу-16. Проте звіт групи Світового банку визначає, що в нормативно-правовій базі, яка регулює розвиток бізнес-середовища в Україні, все ще залишається багато проблем[2].

Згідно Господарського кодексу України[3], суб'єкти підприємництва поділяються на такі категорії:

1) суб'єкти мікропідприємництва: фізичні особи, зареєстровані в установленому законом порядку як фізичні особи — підприємці та юридичні особи — суб'єкти господарювання будь-якої організаційно-правової форми та форми власності, у яких середня кількість працівників за звітний період (календарний рік) не перевищує 10 осіб і річний дохід від будь-якої діяльності не перевищує суму, еквівалентну 2 мільйонам євро, визначену за середньорічним курсом Національного банку України;

2) суб'єкти малого підприємництва: фізичні особи, зареєстровані в установленому законом порядку як фізичні особи — підприємці, та юридичні особи — суб'єкти господарювання будь-якої організаційно-правової форми та форми власності, у яких середня кількість працівників за звітний період (календарний рік) не перевищує 50 осіб і річний дохід від будь-якої діяльності не перевищує суму, еквівалентну 10 мільйонам євро, визначену за середньорічним курсом Національного банку України;

3) суб'єкти великого підприємництва: юридичні особи — суб'єкти господарювання будь-якої організаційно-правової форми та форми власності, у яких середня кількість працівників за звітний період (календарний рік) перевищує 250 осіб і річний дохід від будь-якої діяльності перевищує суму, еквівалентну 50 мільйонам євро, визначену за середньорічним курсом Національного банку України;

4) інші суб'єкти господарювання належать до суб'єктів середнього підприємництва (табл. 5.2.1).

---

[1] Global Entrepreneurship Index 2016 / Zoltán J. Ács, László Szerb, Erkko Autio, The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, D.C., USA. — https://thegedi.org/2016-global-entrepreneurship-index

[2] Україна піднялася на три пункти у рейтингу Doing Business-2017 [Електронний ресурс] // Економічна правда. — 25.10.2016. — Режим доступу : http://www.epravda.com.ua/news/2016/10/25/608951/

[3] Господарський кодекс України [Електронний ресурс] : Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. — Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15

Таблиця 5.2.1

Вітчизняні критерії ідентифікації суб'єктів господарювання за величиною[1]

Суб'єкт господарювання	Величина суб'єкта господарювання	Середня кількість працівників, осіб	Дохід, млн. євро / рік
Фізична та юридична особа	Мікро	Не перевищує 10	На перевищує 2
Фізична та юридична особа	Мале	На перевищує 50	Не перевищує 10
Фізична та юридична особа	Середнє	Не перевищує 250	Не перевищує 50
Юридична особа	Велике	Понад 250	Понад 50

Аналіз показників динаміки кількості суб'єктів господарювання та зайнятості у провадженні ними діяльності свідчать, що найбільш стійкими до погіршення макроекономічних умов є мікропідприємства та фізичні особи — суб'єкти підприємницької діяльності (ФОП) (табл. 5.2.2).

Таблиця 5.2.2

Динаміка кількості суб'єктів господарювання у 2012–2015 роках[2]

Рік	Великі	Середні	Малі	Мікро	ФОП
2012	698	20189	344048	286461	1235192
2013	659	18859	373809	318477	1328743
2014	497	15906	324598	278922	1591160
2015	423	15203	327814	284241	1630878
Відхилення 2015до 2012, %	-39,4	-24,7	-4,7	-0,8	+32,0

Чисельність ФОП збільшувалася впродовж досліджуваного періоду (2012–2015 роки), проте, кількість зайнятих підприємців і їхніх найманих працівників мала тенденцію до скорочення (табл. 5.2.3).

[1] Господарський кодекс України [Електронний ресурс] : Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. — Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15

[2] Основні структурні показники діяльності підприємств за їх розмірами [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. — Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua

Таблиця 5.2.3

Динаміка кількості зайнятих на суб'єктах господарювання у 2012–2015 роках, тис. осіб[1]

Рік	Великі	Середні	Малі	Мікро	ФОП
2012	2484,2	3144,2	2051,3	788,2	2277,9
2013	2383,7	3012,1	2010,7	795,3	2322,6
2014	1915,1	2696,5	1686,9	723,5	2498,2
2015	1708,6	2604,7	1576,4	691,4	2290,3
Відхилення 2015 до 2012, %	-21,5	-20,0	-31,0	-11,5	-19,1

Аналіз статистичних даних свідчить, що найкраще до погіршення макроекономічних умов адаптуються мікропідприємства. Водночас, обсяг виробленої та реалізованої продукції на цих підприємствах є незначним, а доданої вартості продукується найменше[2].

Найменш гнучкими в умовах несприятливої макроекономічної ситуації є великі підприємства, кількість яких у результаті макроекономічних потрясінь останніх років зменшилася на 39,4 %. Технологічна модернізація і оптимізація виробничих процесів також є однією з причин скорочення кількості зайнятих на великих підприємствах. Інші сегменти підприємництва мали б «поглинати» надлишок робочої сили, однак це не відбувається через макроекономічну нестабільність, складні економічні умови і тривалу рецесію в Україні.

Отже, обов'язковою умовою активізації бізнесу в Україні має стати ефективна державна підтримка діяльності суб'єктів господарювання.

У рейтингу «Індексу глобальної конкурентоспроможності 2015–2016», розрахованому за методикою Всесвітнього економічного форуму[3], Україна знаходиться на 79 місці зі 140 країн (порівняно з показником 2014–2015 років позиції послабшали — з 76 місця серед 144 країн). Географічні сусіди нашої країни отримали такі показники: Польща — 41 місце, Росія — 45, Туреччина — 51, Румунія — 53, Угорщина — 63, Грузія — 66, Словаччина — 67. Згі-

[1] Основні структурні показники діяльності підприємств за їх розмірами [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. — Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua

[2] Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва [Текст] : статистичний збірник — 2015 / За редакцією М. С. Кузнєцової. — Державна служба статистики України. — 2016. — С. 139–141.

[3] The Global Competitiveness Index 2015-2016 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/

дно з даними дослідження, Україна найбільше втратила позицій за показниками, які характеризують розвиток інфраструктури, макроекономічне середовище та розвиток фінансового ринку країни. Стан розвитку фінансового ринку — 121 місце серед 140 країн. У порівнянні з минулорічним показником оцінка погіршилася на 9,6 % (за семибальною шкалою з 3,54 до 3,2)[1], що призвело до зниження рейтингового рівня (табл. 5.2.4).

Таблиця 5.2.4

Рейтингові показники розвитку фінансового ринку України згідно індексу глобальної конкурентоспроможності[2]

Показник	2014–2015 (серед 144 країн)	2015–2016 (серед 140 країн)
Розвиток фінансового ринку	107	121 ↓
А. Ефективність	109	113 ↓
- наявність фінансових послуг	102	101 ↑
- доступність фінансових послуг	123	123
- фінансування через місцевий ринок капіталу	108	118 ↓
- простота доступу до кредитів	87	87
- наявність венчурного капіталу	97	102 ↓
Б. Надійність і довіра	100	120 ↓
- надійність банків	138	140 ↓
- регулювання фондових бірж	127	135 ↓

Фінансовий ринок — особлива сфера фінансової системи, складова її інфраструктури, де здійснюється рух тимчасово вільного капіталу, формуються і функціонують обмінно-перерозподільні відносини, пов'язані з процесами купівлі-продажу вільних фінансових ресурсів, їх трансформація у позиковий та інвестиційний капітал через фінансово-кредитні інститути на основі попиту та пропозиції, формується ціна на різноманітні фінансові інструменти[3]. Ефективно функціонуюча система фінансового ринку впливає на стан економіки кожної країни, оскільки здатна забезпечити потреби економіки в

[1] Там само.

[2] Там само.

[3] Фінанси: курс для фінансистів*:* навч. посіб. [Електронний ресурс] / За ред. В. І. Оспіщева. — К., 2008. — 567 с. — Режим доступу: http://libfree.com/152242868_finansifinansoviy_rinok.html#681

інвестиціях шляхом акумуляції тимчасово вільних фінансових коштів. До завдань грошово-кредитного регулювання належить забезпечення рівноваги товарної і грошової маси в обігу, стабільності національної валюти, що має позитивний вплив на функціонування ринків капіталів і мобілізацію інвестиційних ресурсів.

Розвиток фінансового ринку України здійснюється в умовах глобальної конкуренції світових фінансових центрів, інтернаціоналізації ринків цінних паперів, збільшення обсягів транскордонних інвестиційних угод. У таких умовах, що загострюються військово-політичною та економічною кризою, позиції України є досить слабкими.

Характерною рисою української фінансового ринку є суттєве домінування активів банківського сектору — понад 80 % усіх активів фінансового ринку України. Така особливість структури фінансового ринку пов'язана з дією ряду чинників, зокрема:

1) низьким ступенем довіри до небанківського сектору фінансового ринку через недостатній рівень державного регулювання, наглядової діяльності та відсутності дієвих механізмів впливу на недобросовісних учасників;

2) низькою активністю населення на фінансовому ринку;

3) нерозвиненістю ринку цінних паперів;

4) недостатністю капіталу та низьким рівнем професійної підготовки працівників значної частини небанківських фінансових установ;

5) відсутністю якісної системи обліку, звітності, розкриття інформації щодо діяльності небанківських фінансових установ в Україні.

Водночас функціонування банківського сектору фінансового ринку за рейтингом індексу глобальної конкурентоспроможності 2015–2016[1] [6] оцінюється як вкрай негативне — 140 місце зі 140 країн. У результаті знецінення національної грошової одиниці (упродовж 2014–2016 років гривня знецінилася більш, ніж утричі відносно долара США) та зростання інфляції (річні показники інфляції: 2016 р. — 112,4 %, 2015 р.– 143,3 %, 2014 р. — 124,9 %[2]) якість кредитного портфеля банків у 2015 році була на найнижчому історичному рівні. За результатами діагностичного обстеження частка кредитів 4 категорії (ймовірність дефолту 51–99 %) і 5 категорії (дефолт) у кредитних портфелях 20 найбільших банків становила 53 %[3].

---

[1] The Global Competitiveness Index 2015-2016 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/

[2] Індекс інфляції [Електронний ресурс] // Фінансовий портал «Мінфін». — Режим доступу : http://index.minfin.com.ua/index/infl/?2016

[3] Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] // Національний банк України. — Вип. 1. — Червень, 2016. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744

Зазначене спричинило необхідність створення значних банківських резервів. Відрахування в резерви банками стало визначальним чинником збитковості банківської системи. За даними Національного банку України з початку 2014 року 95 банків (більше третини загальної кількості) було виведено з ринку. На них сукупно припадало понад 30 % активів банківського сектору.

Фінансовий сектор залишається вразливим до можливих зовнішніх (світових) і внутрішніх (макроекономічних) ризиків. Зовнішні умови для економіки та фінансового сектору залишаються складними через продовження військової агресії Росії, погіршення умов торгівлі України, високу волатильність і непередбачуваність цін на основні експортні товари (зокрема сталь та агропромислову продукцію), що створює тиск на валютний ринок.

Окрім того, зовнішнім ризиком є підвищення у грудні 2015 року Федеральною резервною системою (ФРС) США уперше за останні років процентної ставки. Це призведе до скорочення дешевої ліквідності на міжнародних ринках і до подорожчання доларових кредитних ресурсів. Традиційно ці фактори зменшують інтерес інвесторів до вкладень у потенційно більш прибуткові, але одночасно ризиковіші проекти й інструменти в нових ринкових економіках[1]. Разом з тим останнім часом низка світових інвестиційних компаній акцентують увагу на можливому подальшому низькому інтересі інвесторів до ринків країн, що розвиваються, особливо сировинних експортерів. Це спричинено повільним відновленням економік, волатильними цінами на сировинні товари та прогнозованим підвищенням курсу долара США до інших світових валют. Це відбивається зокрема в зростанні премії за ризик для інвестицій в нові ринкові економіки. Водночас більш технологічні нові ринкові економіки, зокрема в Східній Європі, залишаються привабливими для іноземного капіталу.

Затримки із реалізацією програми співпраці із МВФ створюють значні репутаційні ризики для України та ставлять під загрозу можливість повернення уряду та приватних позичальників на міжнародні ринки капіталу протягом кількох наступних років. Повноцінна співпраця з МВФ та іншими офіційними кредиторами є критично важливою передумовою макроекономічної і фінансової стабільності в Україні. Стримування іноземних інвестицій до української економіки поглиблюється високими внутрішніми ризиками, зокрема:

1. зростанням державного боргу. За даними Міністерства фінансів України загальна сума державного та гарантованого державою боргу України

[1] Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] // Національний банк України. — Вип. 1. — Червень, 2016. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744

на кінець 2016 року становила 70,97 млрд доларів США, у порівнянні з 2015 роком, цей показник збільшився на 8,3 %. Співвідношення боргу до ВВП на кінець 2016 року становило 84,8 % ВВП;

2. фінансовою нестійкістю та слабкою платоспроможністю реального сектору економіки. Так, операційного прибутку підприємств більшості галузей не вистачає для повноцінного обслуговування та погашення боргів. Валютний ризик, створений активним залученням підприємствами коштів в іноземній валюті до кризи, спричинив зростання заборгованості підприємств у гривневому еквіваленті з початку 2014 року через девальвацію. Проведене Національним банком діагностичне обстеження найбільших банків засвідчило, що банки нерідко переоцінюють фінансову спроможність позичальників і зволікають із визнанням боргів проблемними[1],[2];

3. зниженням рівня заощаджень домогосподарств через погіршення стану їх платоспроможності внаслідок високого рівня інфляції та безробіття.

У напрямку усунення негативного впливу на фінансовий ринок в Україні внутрішніх чинників і можливості використання сучасних світових тенденцій щодо залучення іноземних фінансових ресурсів доцільно забезпечити реалізацію наступних заходів:

1. з метою залучення іноземного капіталу розробити та реалізувати програму розвитку та оновлення інфраструктури країни. Зазначимо, що інвестиції в інфраструктурні проекти стали головною передумовою активізації економічного зростання та залучення іноземних інвестицій в економіку ряду країн, наприклад, Китаю, Сінгапуру, африканських країн. Досвід Китаю демонструє, що в країну змогли залучити інвесторів лише після виконання величезної будівельної програми по створенню у своїх СЕЗ найсучаснішої інфраструктури. До 80 % усіх витрат покривалося за рахунок бюджету країни, а іноземні інвестиції прийшли в СЕЗ після створення необхідних для бізнесу умов[3]. Для розвитку телекомунікацій, об’єктів енергетики, будівництва аеропортів, залізниць, платних доріг Китай продовжує залучати іноземні інвести-

---

[1] Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] // Національний банк України. — Вип. 1. — Червень, 2016. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744

[2] Річний звіт — 2016: Національний банк України [Електронний ресурс] // Національний банк України. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031

[3] *Геєць В.* Спеціальні економічні зони: «чорні діри» чи точки економічного зростання? / В. Геєць, В.Семиноженко // Дзеркало тижня. — 2006. — № 44. [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/spetsialni_ekonomichni_zoni_chorni_diri_chi_tochki_ekonomichnogo_zrostannya.html

ції. За показником загальної протяжності швидкісних автострад (41 тис. км) Китай займає II місце у світі[1];

2. враховуючи привабливість для іноземного інвестора технологічно зорієнтованих ринкових економік, у контексті боротьби за іноземний капітал необхідно нарощувати виробництво й експорт високо- і середньотехнологічних товарів. Розв'язання цього завдання пов'язано з оновленням промислового потенціалу України, підвищенням його технологічного рівня, зі структурною перебудовою промисловості України, в тому числі через реалізацію державних програм підтримки (пільгові кредити, податкові канікули, податкові знижки, реструктуризації податкових платежів, ін.);

3. відмовитися від моделі «Україна — експортер сировини» через експорт товарів з високою часткою доданої вартості, що сприятиме зростанню надходжень іноземної валюти та покращенню стану платіжного балансу країни;

4. забезпечити макроекономічну стабільність, що обумовить поступове поліпшення платоспроможності підприємств і підвищення рівня заощаджень домогосподарств в Україні (сприятиме зростанню активів фінансового ринку).

Безумовною складовою підвищення активності підприємницьких структур є доступність кредитних ресурсів. Згідно з даними НБУ, на кінець 2016 року середньозважені ставки за новими кредитами для юридичних осіб у гривні склали 14,8 %, а ставки за кредитами для населення — 30,5 %[2]. Для порівняння: у країнах — членах ЄС місцевий бізнес має можливість отримувати кредити під 3–7 %. Таким чином, ставки за кредитами в Україні високі, і це не дозволяє кредитувати економіку. Починаючи з 2014 року, банки фактично не видавали кредити, тільки попередньо отримані валютні кредити переоформляли на нові. Як результат, загальний обсяг виданих кредитів упав майже вдвічі.

Вирішення питання «дешевих» кредитів потребує залучення «дешевих» депозитів. Але на тлі незадовільного стану функціонування фінансового ринку в Україні домогтися повернення виведених з банківської системи коштів і залучення додаткових під нижчі відсоткові ставки за депозитами — завдання надскладне. Разом з тим в умовах подальшої кризи в країні проблема неповернення кредитних коштів для банківського сектору є особливо гострою і потребує надзвичайної обережності та виваженості при кредитуванні реальної економіки.

---

[1] *Дейч Т.Л.* Африка в стратегии Китая / Т.Л. Дейч. — М.: Институт Африки РАН. 2008. — 326 с.

[2] Процентні ставки за кредитами та депозитами [Електронний ресурс] // Офіційний сайт НБУ. — Режим доступу : https://bank.gov.ua/files/4-Financial_markets.xls

Головна передумова вирішення проблеми полягає у забезпеченні макроекономічної стабільності, що обумовить поступове підвищення платоспроможності підприємств, підвищення рівня заощаджень домогосподарств в Україні та відновлення позитивної динаміки фінансового ринку. Проте у період стагнації економіки доцільно перейняти досвід ряду країн, у яких уряд через державні фонди здійснював фінансування діяльності малого та середнього бізнесу. Так, наприклад, в Ізраїлі у 80-х роках минулого сторіччя через створення державних венчурних фондів здійснювалися інвестиції в різні стартапи; в Польщі держбанк надає гарантії по кредитах малому і середньому бізнесу (близько 60 % від усієї суми кредитів, які беруть клієнти), причому максимальна сума такої гарантії становить до 1 млн євро, а вартість — перший рік безкоштовно, а другий — 0,5 %[1].

Досвід країн, які своєю економічною політикою продемонстрували «економічне диво» (зокрема Китай, Сингапур, Грузія та ін.), свідчить, що заходи антикризового управління держави тут спрямовувалися на залучення інвестора через усунення бюрократичних бар'єрів і зниження рівня податкового навантаження на бізнес. Стимулюючий податковий інструментарій, за рахунок якого можна знизити загальний рівень оподаткування економіки, — це податкові пільги, податкові канікули, зменшення кількості податків та обов'язкових платежів, зниження податкових ставок.

Вітчизняна практика показує, що численні реформи у сфері оподаткування не сприяли вирішенню ключових проблем у сфері справляння податків, якими залишаються надмірне податкове навантаження, великі масштаби тіньової економіки, ухилення від сплати податків, обтяжливі податкові процедури, нестабільність податкового законодавства та ін. Це спотворює конкурентне середовище у країні, знижує стимули до господарської активності економічних суб'єктів і негативно позначається на фіскальній достатності держави. У результаті податкової реформи 2015 року в Україні зменшилася кількість податків з 21 до 12 (військовий збір не зазначений у переліку обов'язкових платежів, проте впроваджено на період проведення антитерористичної операції) (рис. 5.2.1).

Проте реального скорочення кількості податків не відбулося, оскільки деякі податки не скасовані повністю, а лише трансформовані або визначені у складі іншого обов'язкового платежу: наприклад, податок на майно об'єднує три обов'язкових платежі (плату за землю, транспортний податок і податок на нерухоме майно, відмінне від земельної ділянки).

---

[1] *Гонта І.* Кредитування малого та середнього бізнесу в Україні: бути чи не бути? [Електронний ресурс] // Інформаційний портал ЦКП Інформ. — 01.11.2016.– Режим доступу: http://ckp.in.ua/analytics/13431

Рис. 5.2.1. Зміни в складі податків і інших обов'язкових платежів, спричинені податковою реформою

Не прослідковується і зниження рівня податкового навантаження, зокрема ставку податку на прибуток зафіксовано на рівні 18 %, чим скасовано визначену в первісному варіанті Податкового кодексу тенденцію до зниження рівня оподаткування прибутку (передбачалося зниження ставки до 16 %). Зазначимо, що тактика зменшення базової ставки податку на прибуток є перспективним напрямком стратегічної діяльності держави у боротьбі за інвестиційні ресурси. Так, європейська статистика свідчить про встановлення нижчих ставок корпоративних податків у країнах, які конкурують за інвестиційні ресурси наприклад: Кіпр — 12,5 %; Болгарія — 10 %; Латвія та Литва — 15 %; Угорщина — 10 % і 19 % (диференційовано); Румунія — 16 %; Словенія — 17 %[1].

Україна має ряд переваг в боротьбі за інвестиційні ресурси, зокрема:

-економіко-географічне положення — Україна розмішена в центрі Європи, що мінімізує витрати на логістику;

- європейська культура та звичаї — українці по ментальності є близькими до інших європейських народностей, що розширює можливості спілкування та домовленостей;

- наявність висококваліфікованої робочої сили. Українці — освічена нація, яка є мобільною до підвищення кваліфікації та перекваліфікації. Крім того, девальвація гривні впродовж останніх років обумовила ситуацію, коли робоча сила в Україні стала найдешевшою серед європейських країн — в Україні один з найнижчих рівнів заробітних плат у Європі, зокрема середня заробітна плата становить 7032 грн — близько 238,4 євро (за підсумками червня 2017 р.). Для порівняння: у Молдові — близько 240 євро, у Росії — 544 євро, у Білорусі — 343 євро, у Болгарії — 510 євро, Румунія — 590 євро (розраховано за даними офіційної статистики країн).

На нашу думку, зниження рівня податкового навантаження та усунення обмежень у провадженні господарської діяльності є безумовним підґрунтям для залучення інвестицій та активізації господарської діяльності, яке з певним часовим лагом забезпечить зростання податкового потенціалу, тобто рівня податкових надходжень у бюджети усіх рівнів. Проте разом зі зниженням рівня оподаткування обов'язковою умовою ефективної реалізації податкової реформи мають стати супроводжувальні та не менш важливі заходи фіскального регулювання, насамперед: забезпечення стабільності податкового законодавства, спрощення процедур адміністрування податків, створення систе-

[1] Taxation trends in the European Union: Data for the EU Member States Iceland and Norway. 2015 edition [Електронний ресурс]/European Commission.–Режим доступу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2015/report.pdf

ми податкового контролю, яка обумовить невідворотність покарання за вчинення податкового правопорушення та водночас не обтяжуватиме законослухняних платників податків податковими перевірками, подолання корупції та підвищення ефективності витрачання бюджетних коштів.

Таким чином, необхідність фінансово-кредитного та фіскального регулювання економічної діяльності суб'єктів підприємництва є загальновизнаною умовою активізації бізнесу в Україні.

Ефективно функціонуюча система фінансового ринку впливає на стан економіки кожної країни, оскільки здатна забезпечити потреби економіки в інвестиціях шляхом акумуляції тимчасово вільних фінансових коштів. Стан функціонування фінансового ринку в Україні є незадовільним, що підтверджується дослідженням Всесвітнього економічного форуму. Зниження рейтингу обумовлене такими факторами, як політична криза, ескалація конфлікту на сході країни економіки, високі темпи інфляції, збільшення дефіциту поточного платіжного балансу, фінансова нестійкість і слабка платоспроможність реального сектору економіки і домогосподарств і загальне поглиблення економічної кризи.

Для усунення негативного впливу на фінансовий ринок в Україні внутрішніх чинників і можливості використання сучасних світових тенденцій щодо залучення іноземних фінансових ресурсів доцільно: розробити та реалізувати програму розвитку та оновлення інфраструктури країни; нарощувати виробництво й експорт високо- і середньотехнологічних товарів; переорієнтуватися на експорт товарів з високою часткою доданої вартості; забезпечити макроекономічну стабільність.

Вирішення проблеми доступу вітчизняних суб'єктів бізнесу до «дешевих» кредитних ресурсів на тлі відтоку депозитних коштів з банківської системи вбачаємо через макроекономічну стабілізацію у цілому та виважену грошово-кредитну політику, спрямовану на забезпечення стійкості фінансового ринку. Проте, у період стагнації економіки доцільно реалізувати програму підтримки малого та середнього бізнесу через державне кредитування з низькими відсотковими ставками (чи надання державних гарантій під «дешеві» кредити комерційних банків).

Підвищення ефективності фіскального регулювання у напрямку активізації підприємництва передбачає зниження рівня податкового навантаження, забезпечення стабільності податкового законодавства, спрощення процедур адміністрування податків, створення системи податкового контролю, яка обумовить невідворотність покарання за вчинення податкового правопорушення та водночас не обтяжуватиме законослухняних платників податків податковими перевірками, подолання корупції та підвищення ефективності витрачання бюджетних коштів.

Комплексна реалізація зазначених заходів обумовить позитивні зрушення щодо активізації діяльності підприємницьких структур, зменшення обсягів державного боргу країни, покращення платіжного балансу, макроекономічної стабілізації та, як наслідок, обумовить економічне зростання.

5.3. Податкове регулювання діяльності ТНК: світова панорама

Головним вектором світового розвитку залишається лібералізація усі сфер міжнародної економічної діяльності, у тому числі її регулювання. З кінця XX та у XXI ст. більшість країн світу активно лібералізують власну економіку, беруть участь у різних формах міжнародної економічної діяльності та відкривають свої ринки для іноземних товарів та послуг.

Транснаціональні корпорації є суб'єктами глобальної економіки, міжнародна економічна діяльність яких підлягає податковому регулюванню.

Податкове регулювання — це економічна категорія, яку можна розглядати, як науку, процес, з організаційної та економічної точок зору. Його сутність полягає у цілеспрямованому впливі держави на учасників економічних відносин шляхом використання засобів та інструментів податкової політики. Податкове регулювання включає формування податкової політики, обґрунтування цілей, розробку регламентів, організацію сплати податків, зборів (обов'язкових платежів), мотивування працівників податкових органів і платників податків до дотримання податкового законодавства, контроль та аналіз виконання законодавчих вимог і встановлених податковою політикою держави цілей і завдань з наступною розробкою висновків і рекомендацій, спрямованих на уточнення цілей, регламентів і способів організації справляння податків, зборів (обов'язкових платежів).

У питаннях оподаткування перетинаються інтереси держави та платників податків, оскільки держава зацікавлена у збільшенні податкових надходжень, а суб'єкти господарювання прагнуть навпаки до зменшення своїх податкових зобов'язань. Податкова політика має на меті збалансувати такі протилежні завдання. Податки повинні одночасно акумулювати необхідні доходи уряду та справляти якомога менший негативний вплив на економічну поведінку платників податків.

Основними принципами оподаткування транснаціональних корпорацій є нейтральність і справедливість податків. Перший означає, що вони не впливають на будь-які аспекти інвестиційних рішень фірми (наприклад, розміщення інвестицій або вибір інвестора). Нейтральність може бути внутрішньою та іноземною. Внутрішня нейтральність означає, що тягар

оподаткування кожної одиниці прибутку від операцій у країні базування батьківської компанії ТНК буде рівним з тягарем оподаткування кожної одиниці прибутку, який заробила ця компанія внаслідок зарубіжних операцій. Іноземна (або зовнішня) нейтральність означає, що податковий тягар на кожну іноземну філію ТНК буде таким самим, як і на її конкурентів (місцеві фірми та компанії інших країн), що діють у тій же країні-реципієнті. Концепція справедливих податків (tax equity) проголошує критерій, що всі платники податків, які перебувають у межах певної податкової юрисдикції, мають нести один і той самий податковий тягар. Це означає, що дохід відділення американської ТНК за кордоном повинен бути оподаткований у США таким самим чином (ставка оподаткування та час сплати), як і дохід відділення цієї ТНК, розміщеного в США[1] .

Дослідження сучасних тенденцій податкового регулювання дає можливість зробити висновок, що регулювання останнім часом еволюціонувало від локального: у межах окремих країн (макроекономічний рівень) чи галузей народного господарства (мезорівень), до глобального застосування (міжнародний рівень), значно розширився інструментарій і зросли ефекти його впливу на мікро- та нанорівнях[2].

Непрямі податки є важливим елементом податкового регулювання держави оскільки складають суттєву частку надходжень державного бюджету. Непрямі податки, такі як ПДВ (Value Added Tax) і податок на товари та послуги (Goods and Services Tax (GST) прямо повязані з виробництвом, дистрибуцією і продажем товарів і послуг компанією, таким чином переплітаючись з бізнес-моделлю компанії.

Основними тенденціями у сфері непрямого оподаткування є відведення значної ролі непрямим податкам у державних доходах, зростання ставки податку на додану вартість і бази оподаткування (рис. 5.3.1.). За останні десять років середній рівень ПДВ у країнах ОЕСР зріс з 17,8 % до 19,2 %. На 2015 рік непрямі податки склали третю частину всіх податкових надходжень країн ОЕСР. Середня ставка ПДВ склала 19,2 % у 2016 році. Тим не менш, у 2015 та 2016 роках тенденція до збільшення ПДВ вповільнилася, що пов'язано зі зменшенням ставки Румунією з 24 до 20 %, Ізраїлем — з 18 до 17 %. Інші ж країни (Австрія, Бельгія, Естонія, Греція та Норвегія) розширили базу оподаткування або ж підняли ставку ПДВ.

---

[1] Міжнародні фінанси / О.І. Рогач, А.С. Філіпенко, Т.С. Шемет, Н.Д. Амалян, С.Я. Боринець, Б.А. Бузинар, А.В. Буквич, І.В. Бураковський, Г.Б. Бурляй, В.А. Вергун. — К.: Либідь, 2003. —429 с.

[2] *Сусіденко В. Т.* Сучасна сутність і архітектоніка податкового регулювання розвитку суспільства / В. Т. Сусіденко, А. О. Нікітішин // Актуальні проблеми економіки. — 2012. — № 1. — С. 236–237 — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2012_1_31

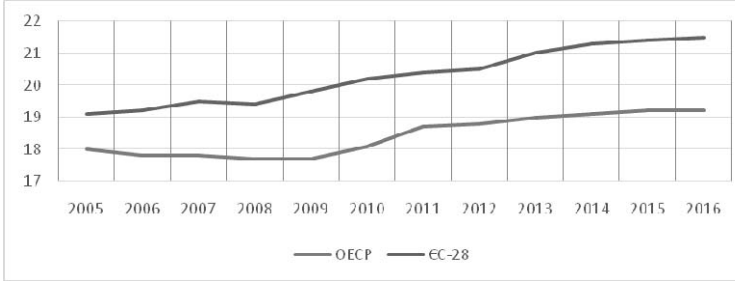


Рис. 5.3.1. Середня ставка ПДВ у країнах ОЕСР і ЄС-28, %

Джерело: Складено автором на основі[1]

Тенденція до переходу нових країн на систему ПДВ свідчить про зростаючу роль непрямих податків для економік світу. Більше ніж 160 країн зараз використовують даний вид податку, у 2016 році до них приєднались ще Пуерто Ріко, Коста Ріка. Оскільки юрисдикції США переходять на систему ПДВ, США може прийняти її також. У Китаї уряд розповсюдив використання ПДВ на нові сфери: нерухомість, операції з власністю, фінансові транзації, страхові та послуги для населення.

Також багато країн збільшили свої акцизні податки на алкогольні, тютюнові вироби, нафту та нафтопродукти. Акцизний податок на тютюнові вироби зріс у Бельгії, Фінляндії, Ірландії, Латвії, Росії, Україні та Замбії, на алкоголь — у Бельгії, Латвії, Мадагаскарі, Україні та Росії[2].

У стягненні корпоративного податку спостерігалась протилежна тенденція, оскільки більшість країн поступово зменшували ставки даного податку (рис 5.3.2). У країнах ЄС вона зменшилась з 24,9 % у 2005 році до 22,09 % у 2016 році. У країнах ОЕСР середня ставка зменшилась з 24,9 % у 2005 році до 22,09 % у 2016 році.

Наступною тенденцію у сфері непрямого оподаткування є те, що розвиток електронної торгівлі призводить до втрати податкових надходжень урядами країн. Це пов'язано з тим, що вартість більшості товарів, які замовляються фізичними особами, не досягає межі оподаткування (не сплачується імпортне мито, ПДВ), а їх обсяги сягають мільйонів. На багатьох ринках такі вантажі низької вартості надають перевагу іноземним постачальникам над місцевими виробниками. Уряди країн ініціюють зменшення межі оподаткування імпортних товарів практично до нуля. У теорії будь-який імпорт буде

[1] OECD Consumption tax trends [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm

[2] Indirect Tax in 2016. A review of global indirect tax developments and issues. [Електронний ресурс] — Режим доступу: — http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-indirect-tax-developments-in-2016/ %24FILE/ey-indirect-tax-developments-in-2016.pdf

оподатковуватись. Але на практиці це збільшить адміністративні навантаження на митні органи і уповільнить траскордонне переміщення товарів. Туреччина з червня 2016 року зобов'язала перевізників і логістичні компанії повідомляти сукупний обсяг вантажів від постачальника, незалежно від кількості покупців. У Євросоюзі визнали необхідність сплати ПДВ у країні доставки товару, у випадку поставки приватним особам. Швейцарія планує впровадити подібну процедуру з 2017 року[1].

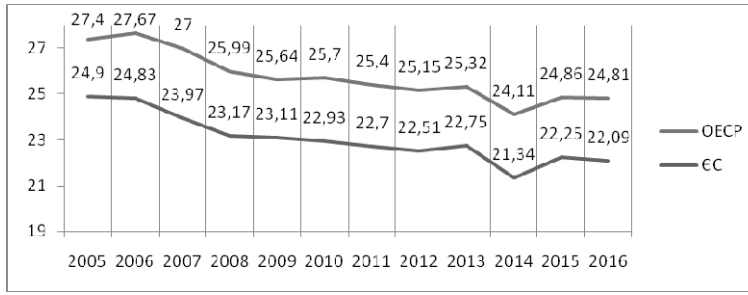


Рис. 5.3.2. Середня ставка корпоративного податку в країнах ЄС та ОЕСР

Джерело: Складено автором на основі[2]

Отже, на сьогоднішній час посилюються тенденції до електронного обміну інформацією, зберігання і передача документації про сплату непрямих податків в електронному вигляді, що значно спрощує аудит підприємств. В умовах глобалізації міжнародними компаніями активно використовуються схеми оптимізації оподаткування, що спричинило активну співпрацю міжнародних організацій та урядів країн щодо впровадження ряду заходів боротьби з податковим плануванням.

Процес стандартизації податкових систем ЄС є складним, оскільки організація об'єднує 28 окремих національних систем. Європейський Союз не має значного впливу на податкові системи країн, а лише слідкує, щоб вони відповідали загальним принципам об'єднання. У деяких питаннях, а саме ПДВ та акцизного податку на пальне, тютюнові та алкогольні вироби, країни затвердили спільні правила та мінімальні ставки для того, щоб уникнути порушення конкуренції між членами ЄС. Щодо питання корпоративного податку та податку на прибуток фізичних осіб, метою ЄС є нагляд за дотриманням

[1] Indirect Tax in 2016. A review of global indirect tax developments and issues. [Електронний ресурс] — Режим доступу: — http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-indirect-tax-developments-in-2016/ %24FILE/ey-indirect-tax-developments-in-2016.pdf

[2] Corporate tax rates. KPMG [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html

принципів недискримінації та вільного переміщення капіталів, робочої сили, товарів і послуг. Координована діяльність країн-членів необхідна для боротьби з уникненням від оподаткування[1].

Згідно зі звітом Paying Taxes за 2017 рік середня ставка податкового навантаження у даному регіоні складає 40,3 %, необхідно 164 години для сплати податків і здійснити 11,8 платежів, зокрема 12,4 % належить податку на прибуток, 26,3 % податкам на робочу силу, 1,6 % — іншим податкам. Європа активно проводить реформи щодо впровадження електронних систем подачі та сплати податків в останні роки. Податкове навантаження в країнах ЄС протягом попередніх років зростало, незначно зменшившись лише у 2015 році. Зменшуються в основному лише податки на соціальне страхування. Країни — члени ЄС продовжують упроваджувати реформи, націлені на стимулювання інвестицій. Податкові адміністрації вживають заходи проти податкового шахрайства та ухилення від сплати податків. З 2015 року в Європейському Союзі було врегульовано питання оподаткування телекомунікаційних компаній — за принципом резидентності — податок сплачують у країні знаходження споживача[2].

У 2015 році податкові надходження склали майже 89 % загальних доходів спільного уряду. Найбільший частка податкових надходжень до ВВП у Франції (47,9 % ВВП), Данії (47,6 %) і Бельгії (47,5 % від ВВП). Найнижча частка податкових надходжень у ВВП в Ірландії (24,4 % ВВП), Румунії (28 %), Болгарії (29 %). Порівняно з попереднім періодом їх обсяг змінився незначно (рис. 5.3.3).

На макроекономічному рівні загальним показником, який характеризує податкову систему, є рівень податкового навантаження, який визначається як відношення фактичних податкових надходжень у зведений бюджет держави до обсягу валового внутрішнього продукту[3]. Загальний рівень податкового навантаження змінювався незначно у 2011 році складав 38,91 %, а у 2015 році — 39,95 % (табл. 5.3.1). Надходження від корпоративних податків склали 2,47 % від загальної суми оподаткування. Надходження від ПДВ є значно більшими, ніж надходження від корпоративного податку.

---

[1] Taxation in the EU [Електронний ресурс] // Communication department of the European Commission. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: https://europa.eu/european-union/topics/taxation_en.

[2] Paying Taxes [Електронний ресурс] // World Bank Group and PwC. — 2017. — Режим доступу до ресурсу: http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2017.pdf.

[3] *Червінська О. С.* Аналіз податкового навантаження в Україні та шляхи його оптимізації / О. С. Червінська, О. В. Коваль // Науковий вісник НЛТУ України. — 2014. — Вип. 24.6. — С. 309. — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnltu_2014_24

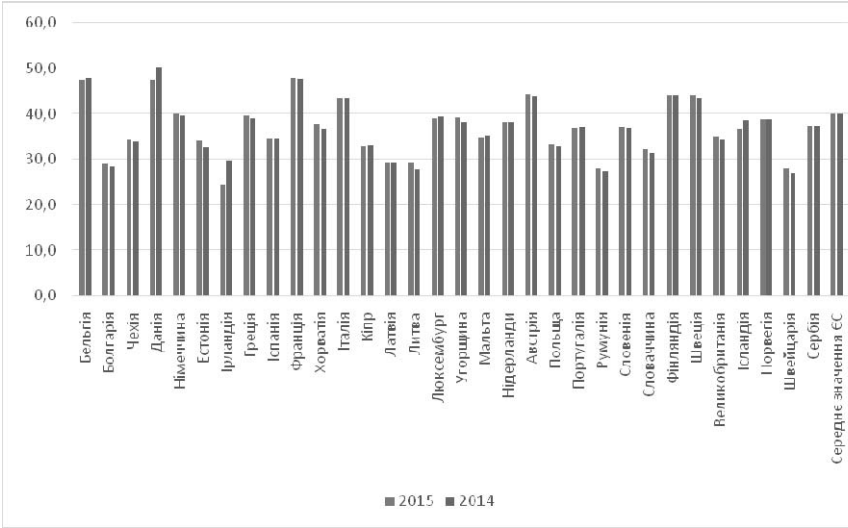


Рис. 5.3.3. Загальні податкові надходження у країнах ЄС за 2015–2014 рр., % від ВВП[1]

Таблиця 5.3.1

Розрахунок рівня податкового навантаження у країнах ЄС

Роки / Показники	2011	2012	2013	2014	2015
Загальні податкові надходження в країнах ЄС, млн євро	5132843	5320013	5421611	5601205	5875743
ПДВ, млн євро	900 046,2	928 454	938872,3	976283,8	1032550,2
Податки на імпорт, млн євро	58842,9	57177,2	57380,5	60083,8	64504,3
Податки на доходи, млн євро	1619467,4	1700631,4	1747214,5	1804239,9	1907106,6
Корпоративні податки, млн. євро	323005,7	332175,1	336151,2	337774,3	363990,2
Соціальні внески, млн євро	1753815,9	1798617	1823755,8	1872598,5	1941183,7
ВВП, млн євро	13192560,3	13448668	13558657,6	14000670,9	14707768,6
Рівень податкового навантаження, %	38,91	39,56	39,99	40,01	39,95
Зокрема з ПДВ, %	6,89	6,90	6,92	6,97	7,02
З корпоративних податків, %	2,45	2,47	2,48	2,41	2,47

Джерело: Розраховано автором на основі[1]

[1] Statistics of European Union [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database.

Ставки корпоративного податку по країнам ЄС значно відрізняються. Найвищі ставки на Мальті (35 %), Франції (33,3 %), Бельгії (33 %) та Греції (29 %). Найнижчі — Ірландія та Кіпр (12,5 %), Болгарія та Угорщина (10 %), Швейцарія (8,5 %). Відповідно країни з вищими ставками отримували більші доходи від оподаткування[2] .

Європейський Союз переживав низький рівень інвестицій з початку світової економічної і фінансової кризи. Прозора, проста і стабільна податкова система та прийнятний рівень оподаткування, зокрема, є важливими факторами для залучення інвестицій. Науковцям було доведено, що зменшення ефективної граничної ставки корпоративного податку на один відсотковий пункт збільшує прямі іноземні інвестиції на 3 %. Саме ефективна середня ставка оподаткування впливає на рішення фірми в розміщенні її інвестицій. Саме тому країни ЄС демонструють тенденцію до зниження податкового навантаження на компанії-нерезиденти. За законодавством ЄС, незважаючи в якій країні компанія вважається податковим резидентом, вона буде оподатковуватись як і податкові резиденти країни, в якій вона перебуває[3].

У вересні 2010 року МВФ видав звіт, який досліджував кілька можливих варіантів оподаткування фінансового сектору, що має допомогти зменшити можливість настання ще одної фінансової кризи та гарантувати те, що фінансовий сектор зробить справедливий і значний внесок для зменшення витрат останньої фінансової кризи. Пропонується ввести податок на фінансову діяльність (Financial Activity Tax), який би стягувався з прибутку, отриманого фінансовим сектором у вигляді банківських внесків залежно від місця банку в системному ризику[4]. Франція, Німеччина та Великобританія належать до країн ЄС, які впровадили такі внески банківських установ. ЄС також прийняв Директиву з питань санації та відновлення банків, яка вимагала від країн-членів використовувати єдину програму санації банків і сформувати фонд для акумулювання банківських внесків.

Податки на споживання складають суттєве джерело доходів для країн ЄС. Нові країни-члени демонструють тенденцію до збільшення їх частки у своїх доходах. Наприклад, у Болгарії та Хорватії податки на споживання генерують бли-

---

[1] Statistics of European Union [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database.

[2] Deloitte Corporate Tax Rates 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global /Documents/Tax/dttl-tax-corporate-tax-rates.pdf

[3] Tax Reforms in EU member states [Електронний ресурс] // Publications Office of the European Union. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip008_en.pdf — с.52

[4] Nerudova D. Financial Transaction Tax: Can it be sufficient resource of EU budget when introduced through enhanced cooperation? / D. Nerudova, V. Dvorakova // Procedia Economics and Finance. — 2014. — №12. — С. 456.

зько половини загальних доходів. ПДВ складає майже дві третини доходів серед податків на споживання, хоча дані відрізняються між країнами-членами. Податки на енергоносії (акцизний податок, зокрема) складають у середньому близько 16 % загальної ставки податку на споживання. Третьою по величині складовою податків на споживання є акцизний податок на тютюнові та алкогольні вироби, які складають у середньому 8 % доходів. Інші податки на споживання (такі як імпортне мито та інші податки на виробництво) займають різні частки у країнах ЄС: від 5,2 до 0,5 відсоткових пункти від загальної суми податків[1].

Частка податків на виробництво та імпорт у загальному обсязі оподаткування з 2009 до 2015 року збільшилась. Це пов'язано зі зростанням ставок ПДВ у багатьох країнах і впровадженням нових податків. Найбільша частка податків на виробництво та імпорт по відношенню до ВВП у Швеції (22,1 %), Хорватії (19,7 %), Сербії (19,4 %), Угорщині (18,9 %) та Данії (16,4 %). Найнижчі в Ірландії (8,9 %), Словаччині та Данії (11 %) та Нідерландах (11,7 %).

У відсотках від ВВП доходи від ПДВ складають від 5,5 % в Іспанії до 12,3 % у Хорватії (рис. 5.3.4). У Бельгії, Данії, Іспанії, Ірландії, Франції, Італії, Угорщині, Австрії та Швеції інші податки на споживання (імпортне мито та ін.) займають друге місце по генеруванню доходів — від 2,6 % від ВВП в Ірландії до 6,9 % у Швеції. У середньому по ЄС доходи від ПДВ складають близько 7,9 % ВВП, акцизний податок — 3,2 % і доходи від інших податків на споживання 2,8 %.

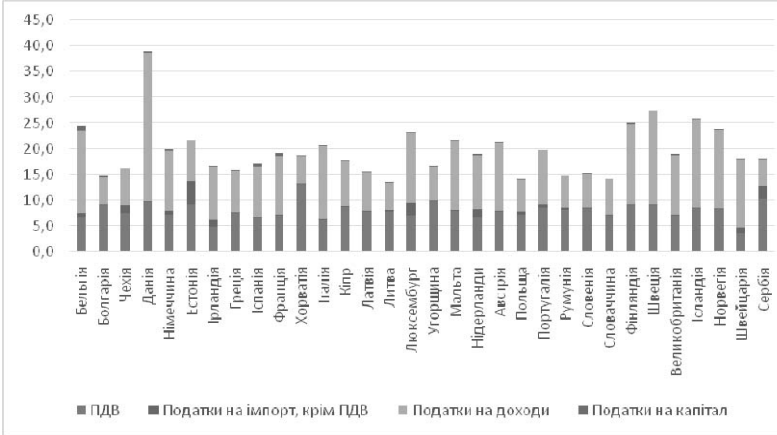


Рис. 5.3.4. Основні складові податкових надходжень за 2016 рік, % від ВВП[2]

[1] VAT Rates applied in the Member States of the European Union. [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf.

[2] Statistics of European Union [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database.

Стандартна ставка ПДВ у країнах ЄС у 2016 коливається від 17 % до 27 % . Найнижча ставка застосовується для обмеженої групи товарів в Ірландії, Іспанії, Франції, Італії та Люксембурзі. Деякі країни застосовують ставку «parking rate» для енергетичних продуктів, творів мистецтва, яка не може бути меншою за 12 %[1].

Податки на доходи та власність включають податки на доходи фізичних осіб і податки на доходи від збільшення вартості активів. У Данії найвища частка таких податків у ВВП (30,4 %), у Болгарії — найнижча (5,4 %).

У країнах ЄС існує певні особливості, пов'язані зі сплатою ПДВ. ПДВ у транскордонних операціях не сплачується, якщо товар продається іншому підприємству у країні ЄС, яке має власний ПДВ-номер. Продавець віднімає ПДВ, сплачене ним при операціях, пов'язаних з реалізацією товару. Якщо покупець не має ПДВ-номеру, то продавець стягує ПДВ відповідно до ставки, яка діє у його країні. При продажі і надсиланні товарів споживачам в іншій країні ЄС, необхідно там зареєструватись і стягувати ПДВ за ставкою, яка там діє. Якщо сумарний обсяг продажів у дану країну не перевищує встановленого ліміту (35 000 євро або 100 000 євро), то податок не стягується. При купівлі товарів підприємство має сплатити ПДВ за ставкою, що діє у даній країні. При продажі товарів за межі ЄС підприємство не стягує ПДВ, хоча має право на повернення податку. При купівлі товарів підприємство сплачує ПДВ на загальних умовах і має право на його повернення. При імпорті товарів з зовнішніх країн ПДВ стягується за ставкою місця імпорту — країни, куди спершу зайшли товари. ПДВ на послуги нараховується в країні споживання на підприємство, яке купляє послугу та постачає послугу кінцевим споживачам. Місце оподаткування визначається країною, куди постачаються товари[2].

Директива ЄС з ПДВ дозволяє країнам членам застосовувати зменшені ставки на природний газ, електроенергію та паливо. Бельгія, Ірландія, Греція, Франція, Італія, Латвія, Люксембург, Угорщина, Мальта, Польща, Португалія, Великобританія застосовують такі знижені ставки податку. Також країнами ЄС застосовуються знижені ставки податку для енергоефективних товарів, що стимулює їх виробництво.

В оподаткуванні непрямими податками спостерігаються такі тенденції. Вісім країн ЄС (Бельгія, Данія, Естонія, Греція, Іспанія, Франція, Люксембург, Австрія) розширили свої бази оподаткування ПДВ або збільшили став-

---

[1] Cross-border VAT [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://europa.eu/youreurope/business/vat-customs/cross-border/index_en.html.

[2] Excise Movement and Control System [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/business/excise-duties-alcohol-tobacco-energy/excise-movement-control-system_en

ку податку на певні види продуктів. Більше третини країн членів ЄС збільшили акцизні податки на енергоресурси (Болгарія, Франція, Хорватія, Латвія, Угорщина, Мальта, Нідерланди, Португалія, Швеція та Фінляндія). Словенія збільшила свій податок на викиди вуглекислого газу. Данія концентрується на перевірці транскордонної діяльності, яка може призвести до уникнення сплати податків, контролює трансфертне ціноутворення, податкові гавані та грошові перекази особливо ретельно. Угорщина впровадила електронну систему, яка дозволяє її податковим органам відслідковувати переміщення товарів, які підлягаю оподаткуванню ПДВ. Для боротьби з ухилення від сплати ПДВ, Італія запровадила систему поетапної оплати для постачальників державних органів і розширила механізм зворотного оподаткування секторів економіки, в яких існує значний ризик ухилення від сплати податків. Мальта запровадила вимогу для всіх, хто займається комерційною діяльністю, зареєструватись для цілей оподаткування ПДВ, незважаючи на річний оборот. Португалія почала процес впровадження свого стратегічного плану боротьби з ухиленням від оподаткування на 2015–2017 роки, який включає 40 нових заходів для виявлення ознак ухилення від оподаткування. Вони включають, як правило, подвійну перевірку даних і використання нових інформаційних технологій. Румунія також запустила новий пакет заходів для боротьби з ухиленням від оподаткування. За перші три місяці 2015 року було перевірено більше 15000 підприємств і виявлено незадекларованих податкових платежів сумою 1 млрд доларів[1].

Усі доходи від акцизного податку на алкоголь, тютюн та енергоносії йдуть напряму до країн — членів ЄС. Єврокомісія розробила Директиви, які регулюють оподаткування зазначених вище продуктів. Щодо енергоносіїв, то Energy Tax Directive 2003/96/EC визначає рамки оподаткування автомобільного пального, електроенергії, мінімальні ставки податків та умови звільнення від стягнення податку на енергоносії.

Євросоюз застосовує Систему контролю за рухом підакцизних товарів Excise Movement and Control System (EMCS), яка дозволяє відслідковувати переміщення підакцизних товарів у Євросоюзі, за якими податок не було сплачено. Це важливий інструмент обміну інформацією між країнами ЄС. Головною метою впровадження даної системи була боротьба з податковим шахрайством, спрощення процедури для всіх сторін за допомогою стандартизованої системи по всьому ЄС, створення бездокументарного управління

[1] Tax Reforms in EU member states [Електронний ресурс] // Publications Office of the European Union. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip008_en.pdf — с.17-20

податками, пришвидшення видачі гарантій, коли товари прибувають у місце призначення[1].

Найвищі акцизи і податки на споживання на одну людину в Люксембурзі. Звідси випливає, що ціни на товари, що підлягають обкладенню акцизами є найвищими в Люксембурзі, де споживач має відносно високий річний чистий дохід і може дозволити собі купити оподатковані продукти при відносно високих споживчих цінах і платити найвищу абсолютну величину акцизу в Європейському Союзі. Частка податків на споживання і акцизів у загальному обсязі податків у 12 нових країнах — членах ЄС зростала швидше, ніж у ЄС-15 у період з 2000 по 2012 роки. Надходження на душу населення від акцизних податків і податків на споживання є найбільшими в Люксембурзі та дуже високими в ЄС-15: Данії, Швеції, Фінляндії, Великобританії. Найменші показники спостерігались у нових країнах-членах, наприклад, Болгарії, Румунії, Латвії та Литві[2].

Діяльність з виведення прибутків значно зменшується, якщо країна впроваджує або посилює вимоги до документації з трансфертного ціноутворення. Відповідно до моделі, розробленої науковцями, виведення прибутків зменшується приблизно на 50 %, якщо вимоги до трансфертного ціноутворення посилюються. Законодавче регулювання трансфертного ціноутворення має позитивний ефект, незважаючи на адміністративне навантаження на фірми та податкові органи[3].

Країни ЄС дотримуються договору про автоматичний обмін інформацією та впроваджують ініціативу BEPS (Base Erosion and Profit Shifting). BEPS має на меті боротися з тим, що багатонаціональні компанії мають конкурентну перевагу над національними шляхом закриття «лазівок», які виникають на міжнародному рівні та дозволяють ТНК мінімізувати їх податкове навантаження. Даний план включає 15 заходів боротьби з ухиленням від оподаткування. У грудні 2012 року Європейська Комісія прийняла план дій для посилення боротьби проти податкового шахрайства і ухилення від оподаткування. Він включав більше 30 заходів, покриваючи автоматичний обмін

---

[1] Excise Movement and Control System [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/business/excise-duties-alcohol-tobacco-energy/excise-movement-control-system_en

[2] Rybova J. The Share of Excise Taxes on Consumption Expenditure of Consumers in the European Union / Jamila Rybova // Procedia Economics and Finance. — 2015. — №25. — С. 593

[3] Lohse T. Do Transfer Prices Laws Limit International Income Shifting? Evidence from European Multinationals / T. Lohse, N. Riedel // Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper. — 2013. — 30 с.

інформацією, агресивне податкове планування, податкову конкуренцію, прозорість між країнами на корпоративному рівні та сплаті ПДВ[1].

Незважаючи на уніфікацію різних сфер діяльності ЄС, залишається ризик подвійного оподаткування під час транскордонної виплати дивідендів. Для уникнення подвійного оподаткування у державах — членах ЄС була прийнята Директива 90/435/ЕЕС, яка стосується оподаткування дочірніх і материнських компаній, що знаходяться в різних державах-членах. Вони можуть бути оподаткованими двічі, оскільки податок стягується і державою, в яку надходять гроші, і державою, де знаходиться платник — withholding tax — податок, який стягується на виплати закордон. Директива передбачає усунення податку з джерела в державі компанії-платника дивідендів із паралельним вирахуванням компанією-одержувачем дивідендів податку, сплаченого з розподіленого прибутку компанією-платником дивідендів або виключенням дивідендів з оподаткування. Для мінімізації ухилень від сплати податків з 2015 року були внесені зміни в дану Директиву — європейські країни більше не зможуть надавати податкові пільги компаніям, які не ведуть реальну економічну діяльність у країнах Євросоюзу[2].

Країни Північної Америки відрізняються в рівнях економічного розвитку та їх податкові системи мають певні особливості щодо регулювання міжнародної економічної діяльності. Середня ставка податкового навантаження в країнах Північної Америки за даними звіту Paying Taxes склала 38,9 % за 2016 рік. Системи податкового регулювання цих країн є досить стабільними, лише несуттєві зміни були впроваджені в останній час. Порівняно з усім світом, у країнах Північної Америки необхідно витратити найбільше часу на розрахунок та сплату податків на прибуток. Середня кількість платежів в даному регіоні дорівнює 8,2, що є найнижчим показником у світі[3]. Формування цілісної картини світового масштабу вимагає оцінки податкового регулювання у країнах регіону, а саме США, Канаді та Мексиці.

Американська система оподаткування характеризується стабільністю, вона майже не змінилась з 1986 року. У США діє принцип самооподаткування, що вимагає платників щорічно заповнювати та подавати податкові декларації. Характерною особливістю податкової системи США є паралельне використання основних видів податкових платежів федеральним урядом, управлінням штатів і місцевими органами влади. Податки, сплачені на рівні

---

[1] Herrington M. A Call to rewrite the fundamentals of international taxation: The OECD BEPS Action Plan / M. Herrington, C. Lowel // International Transfer Pricing Journal. — 2013. — №6. — С. 4–5.

[2] Council directive 90/435/eec of 23 july 1990// OJ. — 1990. — L.225 — P. 6–9.

[3] Paying Taxes [Електронний ресурс] // World Bank Group and PwC. — 2017. — Режим доступу до ресурсу: http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2017.pdf.

штату та на місцевому рівні, віднімаються з метою сплати федерального податку. Податкова система США є прогресивною, тобто ставка податку, сплаченого на доходи, зростає зі збільшенням самих доходів. Федеральний податок на прибуток нараховується на загальну суму доходів. Базою оподаткування є відкорегований загальний дохід (Adjusted Gross Income) мінус вирахування та звільнення від податків. Ефективна ставка податку буде меншою, враховуючи такі вирахування[1].

Усі країни оподатковують доходи багатонаціональних компаній у межах своїх кордонів. США оподатковує доходи, отримані закордоном зареєстрованими в країні ТНК при їх репатріації на батьківщину. У країні діє світовий принцип оподаткування і для іноземних компаній застосовується така ж ставка, як і для національних підприємств. Компанії можуть використати переваги крос-кредитування, залучивши додаткові кредити на доходи отримані в країнах з високою ставкою оподаткування для компенсації необхідної суми податку в США на доходи в країнах з низькою ставкою податку. Деякі компанії використовують численні способи відстрочити репатріацію прибутків. Такі відстрочення, крос-кредитування, кредитні обмеження стимулюють фірми переміщувати свої прибутки з США та інших країн з високими ставками оподаткування в країни з низькими.

Більшість країн, включаючи США, застосовують правила, які мають на меті обмежити можливості корпорацій переводити прибутки в країни з низьким рівнем оподаткування. Такі правила називаються Controlled Foreign Corporation (CFC) rules — правила контрольованої іноземної компанії, відповідно до яких оподатковуються деякі види доходів, зазвичай пасивні доходи, такі як проценти та дивіденди на портфельні інвестиції. За податковим законодавством США контрольованою іноземною корпорацією є компанія, в якій американські акціонери володіють більше, ніж 50 % акціонерного капіталу[2].

Система податкових пільг США є досить складною та деталізованою. Пільги на податки сплачені іноземному урядові не можуть перевищувати податок США на доходи з іноземного джерела, тобто США не дозволяє іноземним податкам компенсувати податки США і не буде компенсувати іноземні податки за вищою ставкою, ніж та, яка встановлена в країні. Компанія, зареєстрована в США, вважається її податковим резидентом, незалежно від того, де знаходиться її управління. Компанії-нерезиденти сплачують корпоратив-

[1] Taxation of foreign source income in selected countries, 2008. — (Report of Advisory Panel on Canada's System of International Taxation). — P. 75.

[2] Roach B. Taxes in the United States: History, Fairness, and Current Political Issues / Brian Roach // Global Development And Environment Institute. — 2010. — P. 15.

ний податок на дохід, отриманий у США, який ефективно пов'язаний з підприємницькою діяльністю і 30 % на прибуток неефективно пов'язаний[1].

Показник податкового навантаження у США поступово зростав у 2010–2014 роках і склав 26,04 % у 2016 році. Незважаючи на те, що встановлені ставки оподаткування в країні є одними з найвищих, ефективні ставки є значно меншими. Доходи від корпоративного податку склали 2,6 % від ВВП у 2016 році. Статистичні дані демонструють тенденцію до підвищення податковго навантаження на міжнародні корпорації за останні 5 років (табл. 5.3.2).

Таблиця 5.3.2

Рівень податкового навантаження в США

Роки / Показник	2010	2011	2012	2013	2014
Загальні податкові надходження в США, млн дол	3 467 991	3 656 166	3 887 222	4 260 050	4 529 515
Податки на доходи корпорацій, млн дол	267 050	274 157	334 251	360 567	452 731
Податок на продажі	294 445	308 257	319 699	332 944	350 784
ВВП, млн дол	14974372	15517926	16155255	16691517	17393103
Загальне податкове навантаження, %	23,16	23,56	24,06	25,52	26,04
Зокрема на доходи корпорацій, %	1,78	1,77	2,07	2,16	2,60

Джерело: Складено автором на основі[2]

Національні та іноземні компанії оподатковуються за ставками федерального податку на прибуток (табл. 5.3.3). У Сполучених Штатах застосовується прогресивно-регресивна шкала оподаткування корпорацій. Компанія виплачує визначену суму податку та на суму перевищення меж оподатковуваного доходу стягується податок за встановленою ставкою. Мінімальна ставка на перевищення складає 15 %, а максимальна — 39 %.

[1] Doing business in the USA: A guide to the key tax issues [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers. — 2014. — Режим доступу до ресурсу: http://www.pwc.com/us/en/tax-services/publications/assets/doing-business-in-the-us-2014.pdf.

[2] Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.

Таблиця 5.3.3

Федеральний податок на прибуток 2016 рік[1]

Оподаткований дохід, дол. США		Корпоративний податок на прибуток		
Нижня межа	Верхня межа	Виплата, дол. США +	% на перевищення	Сума перевищення більше, дол. США
0	50 000	0	15	0
50 000	75 000	7 500	25	50 000
75 000	100 000	13 750	34	75 000
100 000	335 000	22 250	39	100 000
335 000	10 000 000	113 900	34	335 000
10 000 000	15 000 000	3 400 000	35	10 000 000
15 000 000	18 333 333	5 150 000	38	15 000 000
18 333 333			35	0

На рівні штатів стягується також окремий податок на прибуток. Місцеві податки на доходи відрізняються залежно від штату в межах від 1 до 12 %. У деяких штатах даний податок взагалі не стягується.

Альтернативний мінімальний податок стягується з корпорацій у розмірі 20 % від альтернативного мінімального оподаткованого доходу. Його метою є попередити надмірне використання податкових вирахувань. Він виплачується на розмір перевищення зобов'язань компанії зі сплати корпоративного податку. Компанії-нерезиденти мають щорічно сплачувати 4 % від їх загального доходу від транспортування. Ставка податку на репатріацію доходів (withholding tax) для США складає 30 % на дивіденди, відсотки та роялті. Дивіденди оподатковуються при їх репатріації до США, а відсотки та роялті — при нарахуванні. Ставка податку на репатріацію доходів може варіюватись залежно від міждержавних угод, укладених Сполученими Штатами. Ставка податку на приріст капіталу зазвичай дорівнює стандартній ставці корпоративного податку. За резидентністю продавця визначається джерело отримання прибутку на приріст капіталу при продажі акцій[2] .

Ставка корпоративного податку в США є найвищою серед інших провідних економік ОЕСР (рис. 5.3.5). Даний показник розраховувався з урахуванням оподаткування корпорацій на рівні штатів і склав 38,9 %. Найменша ставка корпоративного оподаткування в Ірландії (12,5 %).

[1] United States Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/United-States-Overview.

[2] United States Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/United-States-Overview.

Рис. 5.3.5. Комбінована ставка корпоративного податку в країнах ОЕСР 2016, % [1]

З метою стягнення податку на прибуток корпорації у США поділяються на *C*-корпорації та *S*-корпорації. Прибуток *C*-корпорації підлягає подвійному оподаткуванню: спочатку стягується податок на прибуток на рівні компанії, а потім акціонери сплачують податок на дивіденди. *S*-корпорації не підлягають оподаткуванню на корпоративному рівні, стягується податок лише з дивідендів акціонерів. Прибутки і витрати корпорації розподіляються між її акціонерами. Для визнання компанії *S*-корпорацією вона повинна відповідати наступним критеріям: акціонерами корпорації мають бути резиденти США (заборонені партнерства, корпорації та іноземці), число акціонерів не повинно перевищувати 100 осіб, корпорація повинна випускати лише іменні акції 1 виду і може володіти не більше 70 % акцій інших компаній. Встановлена заборона для набуття статусу *S*-корпорації для кредитних, страхових і будівельних корпорацій[2].

Група компаній, яка складається з материнської компанії і дочірніх компаній, частка материнської у яких більше 80 %, може подавати консолідовану звітність з метою федерального оподаткування та компенсувати прибутки однієї компанії втратами іншої. Незважаючи на досить високу ставку корпоративного податку США отримують менше доходів від корпоративного податку у відношенні до ВВП, ніж інші країни ОЕСР (рис. 5.3.6). Країни розширюють базу оподаткування, що компенсує зниження податкових ставок.

[1] Deloitte Corporate Tax Rates 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global /Documents/Tax/dttl-tax-corporate-tax-rates.pdf

[2] S- Corporations. Internal Revenue Service. [Електронний ресурс] — Режим доступу:https://www.irs.gov/businesses/small-businesses-self-employed/s-corporations

У США доходи відрізнялись, але вони не перевищували 2 % від ВВП з 1980 року. Причиною цього є те, що база оподаткування в США є вужчою, ніж в інших розвинених країнах, партнерства та *S*-корпорації ведуть діяльність, яка не оподатковуються корпоративним податком, компанії, які володіють нематеріальними активами мають більше можливостей виводити їх закордон [1].

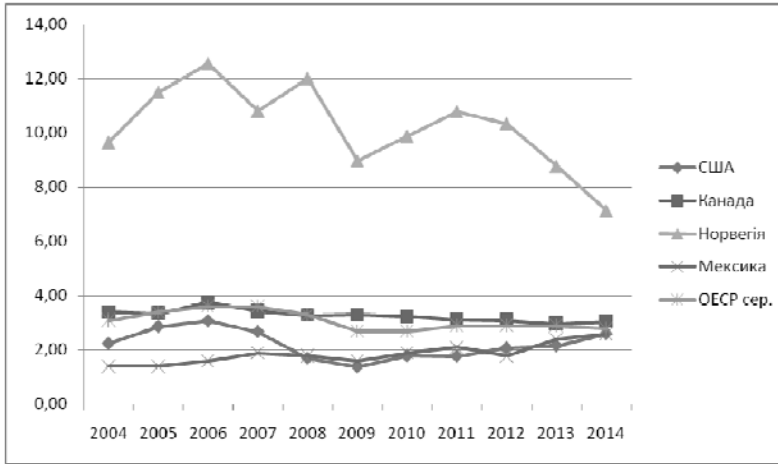


Рис. 5.3.6. Частка доходів від корпоративного податку у ВВП, %[2]

Резиденти Канади також оподатковуються за принципом світового доходу. Корпорація вважається резидентом, якщо її управління знаходиться в Канаді або вона зареєстрована там. Для уникнення подвійного оподаткування в країні отримання доходу та в країні резидентства, можна отримати податкові пільги або вирахування. Виплати нерезидентам підлягають стягненню податку зі ставкою 25 % (withholding tax). Тим не менш, залежно від країни дана ставка знижується відповідно до договорів про уникнення подвійного оподаткування. Ставка податку на репатріацію доходів у Канаді складає 25 % для нерезидентів, з якими не було заключено відповідної угоди. Також у Канаді стягують податок на прибуток нерезидентів, які здійснюють свою діяльність напряму, якщо дані прибутки не були реінвестовані в Канаду за ставкою 25 %[3].

---

[1] How does the current system of international taxation work?. Tax Policy Center. [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/how-does-current-system-international-taxation-work

[2] Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.

[3] Canada Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Canada -Overview.

Базова ставка корпоративного податку складає 28 %. Федеральний корпоративний податок складає 15 %. Податок стягується додатково на рівні провінцій за різними ставками в межах від 10 до 15 % (табл. 5.3.4.).

Таблиця 5.3.4

Ставки податку на прибуток на рівні провінцій у Канаді[1]

Провінція	Ставка корпоративного податку, %
Альберта	12
Британська Колумбія	11
Манітоба	12
Нью-Брансвік	13,5
Нью-Фаундленд та Лабрадор	15
Північно-Західні території	11,5
Нова Шотландія	16
Нунавут	12
Онтаріо	11,5 або 10
Острів Принса Едварда	16
Квебек	11,9
Саскачеван	12/10
Юкон	15/2,5

Інвестиції резидентів Канади закордон включають в оподаткований дохід, але вони можуть отримати пільги. Якщо іноземна діяльність ведеться через дочірнє підприємство, доходи отримані ним у Канаді оподатковуються у формі дивідендів, які повертаються канадським резидентам[2].

Податкова система Канади розрізняє діяльність, яку здійснює іноземна компанія в Канаді через постійне представництво та діяльність, яку здійснюють через дочірнє підприємство в країні. У випадку, якщо підприємство напряму здійснює економічну діяльність в Канаді, з нього стягується податок на дохід, зароблений у Канаді та йому можуть надаватись податкові преференції відповідно до податкових угод, укладених країною. У випадку, якщо компанія-нерезидент здійснює діяльність у Канаді через зареєстроване дочірнє підприємство, вона розглядається як резидент та оподатковується за світовим принципом. Також дочірнє підприємство має утримувати податок на певні суми, наприклад, виплачені дивіденди, кредити нерезидентам[3].

[1] Canada Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Canada - Overview.

[2] Canadian International Income Tax Rules [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://www.nrcan.gc.ca/mining-materials/taxation/8880.

[3] International Taxation: Executive Brief [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://www.mccarthy.ca/pubs/ International_Taxation_Executive_Brief.pdf.

За ефективною ставкою рівень податкового навантаження в Канаді є найвищим серед країн регіону і в 2014 році він склав 31,33 %. Протягом досліджуваного періоду він коливався незначно і мав стабільний характер. Податкове навантаження на корпорації склало 3,3 % у 2016 році (табл. 5.3.5).

Таблиця 5.3.5

Рівень податкового навантаження в Канаді

Роки / Показник	2010	2011	2012	2013	2014
Загальні податкові надходження в Канаді, млн дол.	516 591	546 463	569 675	591 377	618 217
Податки на доходи корпорацій, млн дол.	54 101	56 052	57 907	62 754	65 151
ВВП, млн дол.	1 662 131	1 769 922	1 822 808	1 892 193	1 973 043
Загальне податкове навантаження, %	31,08	30,87	31,25	31,25	31,33
Зокрема на доходи корпорацій, %	3,25	3,17	3,18	3,32	3,30

Джерело: Складено автором на основі[1]

У Мексиці з резидентів стягується корпоративний податок за принципом світових доходів. Нерезиденти сплачують податок на доходи, отримані від діяльності їх постійного представництва в країні. Федеральний корпоративний податок дорівнює 30 %. У сферах сільського господарства, тваринництва, рибальства та лісництва платники податку можуть отримати зниження їх податкового зобов'язання у 30 %. Після сплати корпорацією корпоративного податку, прибуток розподіляється між акціонерами без стягнення податку на корпоративному рівні. Податок на дивіденди виплачені резидентам і нерезидентам справляється за ставкою 10 %. На рівні штатів податок на прибуток не стягується.

За законодавством Мексики корпораціям і фізичним особам надається податкова пільга на податки сплачені на доходи з іноземних джерел. Податкові зобов'язання можуть зменшуватись на суму податків, сплачених іноземному урядові, якщо ці ж доходи підлягають оподаткуванню в Мексиці. У випадку виплати дивідендів або перерозподілу прибутків, отриманих від компаній-резидентів іноземних держав, якщо мексиканська корпорація володіє не менше 10 % капіталу іноземної корпорації, податкова пільга може бути надана на частину корпоративного податку виплаченого в іноземній країні[2].

[1] Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.

[2] Mexico Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Mexico - Overview.

Виплати нерезидентам, які знаходяться в податкових гаванях, оподатковуються за ставкою 40 %. Тим не менш, даний податок не розповсюджується на дивідендні доходи, деяки види процентних виплат, включаючи проценти, сплачені іноземним банкам.

Рівень податкового навантаження в Мексиці на 2014 рік дорівнював 19,73 %, що є найменшим показником серед країн регіону. Порівняно з попереднім періодом показник незначно зменшився. Рівень податкового навантаження на корпорації склав 2,75 % у 2014 році (табл. 5.3.6).

Таблиця 5.3.6

Рівень податкового навантаження в Мексиці

Роки / Показник	2010	2011	2012	2013	2014
Загальні податкові надходження в Мексиці, млн песо	2 458 249	2 830 477	3 048 561	3 165 976	3 171 938
Податки на доходи корпорацій, млн песо	246 745	303 176	288 360	392 199	441 317
ВВП, млн песо	12 072 542	13 266 858	14 527 337	15 599 271	16 077 059
Загальне податкове навантаження, %	20,36	21,33	20,98	20,30	19,73
Зокрема на доходи корпорацій, %	2,04	2,29	1,98	2,51	2,75

Джерело: Складено автором на основі [1]

США не використовує систему ПДВ на національному рівні, а використовує податок на продажі (sales tax) або додаткові «податки на використання», які встановлюються на рівні штату або на місцевому рівні. Основною тенденцією в оподаткуванні залишається прагнення на рівні штату та уряду впровадити законодавчі зміни, які вимагатимуть від підприємств, які продають свої товари в інші штати, акумулювати та звільняти від уплати податків на продажі між штатами[2].

Ставки мита при імпорті в США визначаються Гармонізованою тарифною системою. Ставки мита встановлюються у межах від 0 до 37,5 % з середньою ставкою 5,63 %. США підписала Угоду про зону вільної торгівлі з численними країнами, тому при імпорті товару сертифікат походження певної країни може сприяти її звільненню від оподаткування. Податок на продажі не нараховується автоматично, але митні декларації потрапляють до представників штату, які можуть нарахувати податок на продажі. Федеральний акциз-

[1] Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.

[2] Indirect Tax in 2016 A review of global indirect tax developments and issues. [Електронний ресурс] — Режим доступу: — http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-indirect-tax-developments-in-2016/ %24FILE/ey-indirect-tax-developments-in-2016.pdf

ний податок, на відміну від податку на продажі, включається до ціни товару. Він стягується з продажів бензину, авіаквитків, тютюнових та алкогольних виробів, медицинські товари та послуги. Додатковий акцизний податок у розмірі 10 % накладається на іноземних страхувальників. Близько 40 % надходжень від акцизного податку перераховуються у загальний фонд, 60 % — у трастовий фонд.

У Канаді також діє система податку з продажів, який сплачується на федеральному рівні та рівні провінцій. Федеральний податок на продажі називається GST (Goods and Services Tax) зі ставкою у 5 % + податок на продажі провінцій (Provincial Sales Tax), ставка якого складає близько 8 %. Гармонізована ставка податку складає близько 13 %.

У Мексиці ПДВ сплачується за загальною ставкою 16 % при продажу товарів і послуг, на лізингові платежі та при імпорті товарів і послуг. Продаж медичних товарів і більшості харчових продуктів оподатковується за нульовою ставкою. Акцизний податок сплачується при імпорті/продажі певних оподатковуваних товарів, таких як пальне, пиво (26,5 %), вино (26,5–53 %), спирт (53 %), сигарети та інші тютюнові вироби (додаткова квота плюс 160 %) та на певні послуги, пов'язані з такою діяльністю (розповсюдження товарів, які обкладаються акцизним податком), азартні ігри (30 %), а також сплачується на певні телекомунікаційні послуги[1].

Доходи від акцизного податку в регіоні є найбільшими у Канаді (рис. 5.3.7). Найменші надходження від даного виду податку у відношенні до ВВП у Мексиці. Незважаючи на більші обсяги торгівлі, США отримують порівняно менші надходження акцизного податку.

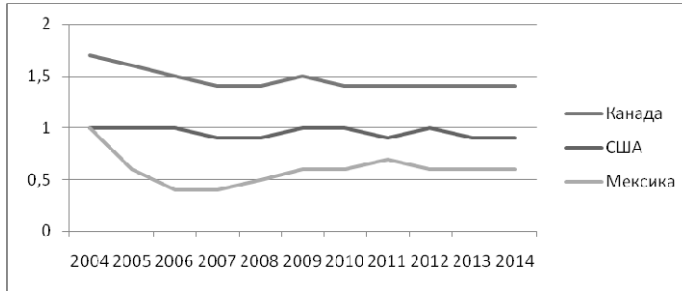


Рис. 5.3.7. Частина доходів від акцизного податку у ВВП, %[2]

[1] Mexico Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Mexico - Overview.

[2] Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.

Регулювання трансфертного ціноутворення полягає у перевірці IRS (Внутрішньої служби податків) США в дотриманні пов'язаними особами принципу витягнутої руки. Висока ефективність виявлення податкових ухилень, наприклад у США, значною мірою обумовлена жорсткими вимогами, які висуваються до кожного платника податків щодо документального підтвердження доходів та кожної статті витрат, що підлягають вирахуванню з оподатковуваного доходу. При проведенні контролю доходів і витрат використовуються також додаткові джерела інформації, зокрема, документи публічного характеру, податкова звітність за попередні роки та звітність третьої сторони. На відміну від України в США фінансові установи (банки, кредитні спілки тощо) також подають інформаційні декларації про виплачені фізичним особам відсотки за депозитами, дивіденди тощо. Це дозволило американським експертам підвищити ефективність виявлення податкових ухилень більш ніж утричі порівняно з попереднім періодом, коли така звітність не подавалася[1].

Для регулювання міжнародних операцій у США був прийнятий FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) — закон про оподаткування іноземних рахунків, головною метою якого є попередження ухилення від сплати податків американських громадян, які працюють і проживають на території інших країн. Закон забов'язує банки та інші фінансові інститути надавати інформацію про своїх клієнтів — фізичних і юридичних осіб (данні про номери рахунків, баланси та обороти) податковій службі США (Internal Revenue Service). При цьому IRS взаємодіє з державною податковою службою тієї країни, яка у свою чергу централізовано збирає інформацію від своїх банків (фінансових компаній), контролює систему відбору і оцінки клієнтів (фізичних і юридичних осіб) і сплату ними податків у бюджет США. Такі угоди були підписані з більш ніж 20 країнами світу, включаючи Швейцарію, Францію, Німеччину, Канаду[2].

Після створення НАФТА у 1994 році обсяги торгівлі Мексики з Канадою та США збільшились утричі. Мексика підписала угоди про вільну торгівлю з більше, ніж 50 країнами, включаючи ЄС і Японію. На даний момент більше, ніж 90 % торгівлі відбувається в межах угод про вільну торгівлю, більшість товарів імпортуються за нульовою ставкою мита.

Мексика провела численні реформи для стимулювання національного виробництва. Компаніям, які імпортують сировину або основні засоби для

---

[1] *Фролова Н. Б.* Порівняльний аналіз факторів ухилення від сплати податків в Україні та США / Н. Б. Фролова // Економіка і прогнозування. — 2014. — № 3. — С. 148–156.

[2] Foreign Account Tax Compliance Act [Електронний ресурс] // Internal Revenue Service — Режим доступу до ресурсу: https://www.irs.gov /businesses/corporations/foreign-account-tax-compliance-act-fatca.

виробництва готової продукції для подальшого експорту надаються програми відстрочення сплати мита. При імпорті мито не сплачується та ПДВ не нараховується при умові, що мексиканська компанія має відповідний ПДВ-сертифікат і видає облігацію, яка гарантує сплату ПДВ до моменту експорту товарів.

Інша програма Sectorial Relief Program надає преференційні ставки мита при імпорті сировини та устаткування, необхідних для виробничого процесу, незважаючи на країну походження та призначення кінцевої продукції для ринку Мексики чи на експорт. Такі заходи були необхідними для створення конкурентних тарифних умов для мексиканських виробників, яким було необхідно імпортувати сировину та основні засоби з інших країн, ніж НАФТА та торгових партнерів. Також у країні запроваджений Certified Company Registry — Реєстр сертифікованих компаній, у яких обсяг імпортних операцій перевищує 300 млн мексиканських песо за період. Їм надаються значні митні та адміністративні переваги: спрощена процедура імпорту та експорту, включаючи зменшення часу та кількості перевірок при розмитненні товарів. Надається пільга у вигляді зменшення податку, якщо компанія проводила НДДКР протягом звітного періоду[1].

Азійсько-Тихоокеанський регіон відповідно до індексу Paying Taxes[2] демонструє такі тенденції: час, необхідний для сплати податків, і кількість платежів продовжують зменшуватись, але загальна ставка податку трішки збільшилась; впроваджуються електронні податкові системи, що значно полегшує сплату податків; зростають податки на робочу силу та на підприємства. Серед усіх регіонів підприємствам необхідний найбільший час для проведення аудиту корпоративного податку. Середня ставка податку складає 36,2 %, 212 годин займає процес підготовки до сплати податків та здійснюється у середньому 23,5 платежів.

Гонконг, як спеціальний адміністративний регіон, має сприятливу для оподаткування іноземних компаній податкову систему. Країна не оподатковує прибуток з іноземних джерел, навіть при його репатріації. Тільки з доходу, який виникає у Гонконзі, стягується прибутковий податок. Якщо дохід має оподатковуватись у Гонконзі та іншій юрисдикції, податкова пільга надається тільки при умові, що між ними заключений договір про уникнення подвійного оподаткування. Такі угоди були укладені з Бельгією, Китаєм, Таїландом і Люксембургом. Компанія вважається податковим резидентом краї-

[1] Mexico Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Mexico - Overview.

[2] Paying Taxes [Електронний ресурс] // World Bank Group and PwC. — 2017. — Режим доступу до ресурсу: http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2017.pdf.

ни тільки, якщо її менеджмент і контролюючі органи знаходяться у Гонконзі[1]. Ставка податку на прибуток складає 16,5 %. Для індивідуальних підприємців податок складає 15 %. Концепція джерела отримання доходів є ключовою у податковій системі Гонконгу, оскільки резиденти та нерезиденти Гонконгу мають сплачувати податок на прибуток тільки на доходи, отримані на його території. Визначається, що платник податків зробив, щоб отримати такий дохід і де він це зробив. При визначенні джерела доходу в Гонконзі використовують «операційний тест», який полягає у визначенні видів діяльності, які є найважливішими у генеруванні прибутку та місці, де така діяльність була здійснена. Якщо ключові операції були здійснені в Гонконгу та основні задіяні для цього активи знаходяться також там, джерелом отримання доходу буде визнаний також він. Доходи від зростання капіталу не оподатковуються. Коли гонконгська корпорація веде діяльність за межами країни, вона має документально підтвердити цей факт. Дивіденди, отримані компанією від компаній-резидентів Гонконгу та від іноземних компаній, повністю звільняються від сплати податку на прибуток. Процентний дохід зазвичай неоподатковується[2].

За даними податкової адміністрації податкові надходження Гонконгу за останній період зменшились на 3,5 % (табл. 5.3.7). Найбільша частка в податкових надходженнях належить податку на прибуток (48,1 %), податку на заробітні плати (19,9 %) та гербовому збору (21,5 %).

З роялті за право використання в Гонконгу торгової марки, патенту, дизайну, авторського права стягується податок у розмірі 4,95 %. Якщо роялті отримані нерезидентом від корпорації стягується податок за ставкою 16,5 %. Доходи від зміни курсу валют оподатковуються за ставкою корпоративного податку. У Гонконгу не визначені режими контрольованої іноземної компанії або податкових гаваней. Тим не менш, існують загальні правила боротьби з ухиленням від оподаткування, які вимагають особливої перевірки іноземних доходів з походженням з таких джерел. Дохід від зростання капіталу не оподатковується. Податок на репатріацію дивідендів і процентів не стягується. У Гонконзі не дозволяється подавати консолідовані фінансові звіти групи компаній і податкові пільги за втратами групи не надаються. Гонконг підписав 33 угоди про уникнення подвійного оподаткування.

---

[1] Hong Kong Highlights 2016 [Електронний ресурс] // Deloitte. — 2016. — Режим доступу до ресурсу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ global/Documents/Tax/dttl-tax-hongkonghighlights-2016.pdf.

[2] Hong Kong Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Hong Kong - Overview.

Таблиця 5.3.7

Податкові надходження в Гонконгу[1]

Вид податку	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016
Податок на прибуток:				
Корпорацій	120 727,2	116 097,5	132 683,8	135 574
Некорпоративних підприємств	4911,2	4784,3	5163,1	4652,6
Податки на заробітну плату	50 467	55 620,3	59 346,8	57 867,8
Податок на власність	2 258,2	2 583,8	2 938,6	2 998
Personal assessment	4 078,2	4 420	4 817,2	4 790
Загальний податок на прибуток	182 441,8	183 505,9	204 949,5	205 882,4
Податок на спадщину	137,6	388,4	178,2	30
Гербовий збір	42 879,7	41 514,7	74 844,9	62 680,3
Податок на азартні ігри	16 564,8	18 066,4	19 479,3	20 127,2
Плата за реєстрацію бізнесу	122,9	73,5	2 480,6	2 607,1
Загальна сума зібраних доходів	242 146,8	243 548,9	301 932,5	291 327
Ріст відносно попереднього періоду	1.6 %	0.6 %	24.0 %	-3.5 %

У Гонконзі немає ПДВ, податку на товари та послуги, податку з продажів. У країні не встановлений тариф на загальний імпорт. Акцизний податок стягується з обмеженої кількості товарів (тютюнових виробів, алкогольних виробів та вуглеводнів), незважаючи на те, чи вони імпортовані чи вироблені на місцевому рівні. Стягується гербовий збір на купівлю або продаж акцій у розмірі 0,2 % суму транзакції[2] .

У Японії компанія вважається резидентом, якщо її головний офіс знаходиться в країні. Місце знаходження менеджменту компанії не впливає на визначення її резидентності. Національні корпорації оподатковуються за принципом світового доходу, іноземні компанії — тільки на дохід, отриманий у Японії. Філії ТНК або їх головні офіси, які знаходяться у Японії, розглядаються як окремі юридичні особи. З 1 квітня 2016 року ставка корпоративного податку для компаній, сплачений капітал яких більше 100 млн японських ієн, складає 23,4 %, для компаній сплачений капітал, яких дорівнює 100 млн ієн або менше, ставка податку на перші 8 млн на рік складає 15 %, більше 8 млн — 23,4 %. З 1 квітня 2018 року планується незначне зменшення податку на прибуток до 23,2 %. Корпоратині платники податків зобовязані сплачувати місцевий корпоративний податок за ставкою 4,4 % від

[1] Inland Revenue Department [Електронний ресурс] // The Government of Hong Kong Special Administrative Region — Режим доступу до ресурсу: http://www.ird.gov.hk/eng/ppr/are.htm

[2] Hong Kong Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Hong Kong - Overview.

своїх корпоративних податкових зобовязань. З 1 квітня 2017 року місцевий корпоративний податок буде збільшено до 10,3 % (табл. 5.3.8.).

Таблиця 5.3.8

Ефективна ставка податку на прибуток в Японії, %[1]

Період	Малий і середній бізнес			Великі підприємства
	Оподаткований дохід			
	До 4 млн ієн	Від 4 до 8 млн ієн	Більше 8 млн ієн	
З 1 квітня 2015 до 31 березня 2016	21,42	23,20	34,33	32,11
З 1 квітня 2016 до 31 березня 2017	21,42	23,20	33,80	29,97
З 1 квітня 2017 до 31 березня 2018	25,99	27,57	33,80	29,97
З 31 березня 2018	25,99	27,57	33,59	29,74

Наступний вид податку — стандартний податок на підприємства, який сплачується на рівні префектур на основі кількості працівників та офісів у кожному місці. Перші 4 млн японських ієн доходу оподатковуються за ставкою 3,4 %, наступні — 5,5 %, сума, що перевищує 8 млн — 6,7 %. Якщо сплачений капітал компанії перевищує 10 млн японських ієн і корпорація представлена у більше, ніж двох префектурах, вона сплачує податок на прибуток відповідно до свого розміру. Вважається, що компанія належить до малого або середнього бізнесу, якщо її сплачений капітал дорівнює 100 млн ієн або менше, дохід до оподаткування складає не більше 25 млн ієн на рік, офіси та заводи розташовані не більше, ніж у двох префектурах.

Податок з доходів населення стягується з доходів корпорації, розміщеної у кожному місті та префектурі. Стандартна ставка 3,2 % на рівні префектур і 9,7 % на муніципальному рівні. У деяких місцях вона може досягати 4,2 % на рівні префектури та 12,1 % на місцевому рівні[2].

Загальна ефективна ставка податку відрізняється залежно від розміру сплаченого капіталу компанії. З 1 квітня 2016 року вона складає 34,81 % для малих і середніх підприємств і 30,86 % для великих підприємств. З 1 квітня 2018 року — 34,60 і 30,62 % відповідно (табл. 5.3.9).

[1] Japan Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries /wwts.nsf/ID/Japan - Overview.

[2] Laws & Regulations on Setting Up Business in Japan [Електронний ресурс] // Japan External Trade Organization — Режим доступу до ресурсу: https://www.jetro.go.jp/en/invest/setting_up/laws/section3/page3.html.

Таблиця 5.3.9

Загальна ефективна ставка оподаткування в Японії 2016 рік [1]

Оподаткований дохід	До 4 млн ієн	Від 4 до 8 млн ієн	Від 8 млн ієн
Корпоративний податок	15	15	23,40
Місцевий корпоративний податок	0,66	0,66	1,03
Корпоративний податок на населення:			
1) На рівні префектур	0,48	0,48	0,75
2) На муніципальному рівні	1,46	1,46	2,27
Податок з підприємств (Enterprise Tax)	3,40	5,10	6,70
Спеціальний місцевий корпоративний податок	1,47	2,20	2,89
Загальна ставка податку	22,46	24,90	37,04

Рівень податкового навантаження у Японії склав 32 % у 2014 році (табл. 5.3.10). Даний показник демонстрував тенденцію до зростання за аналізований період. Рівень податкового навантаження на доходи корпорацій був 4,17 % у 2014 році. Прослідковується тенденція до посилення податкового навантаження протягом періоду.

Таблиця 5.3.10

Рівень податкового навантаження у Японії

Роки / Показник	2010	2011	2012	2013	2014
Загальні податкові надходження в Японії, млн ієн	132 480	135 668	139 578	146 401	156 867
Податки на доходи корпорацій, млн ієн	15 372	15 959	17 406	19 384	20 284
Податки на капітальні та фінансові транзакції, млн ієн	1 403	1 388	1 413	1 483	1 407
ПДВ, млн ієн	12 675	12 745	12 902	13 479	19 135
Акцизний податок, млн. ієн.	8 622	8 719	8 721	8 728	8 308
ВВП, млн ієн	482 676 900	471 578 700	475 331 700	479 083 700	486 938 800
Загальне податкове навантаження, %	27,45	28,77	29,36	30,56	32,21
Зокрема на доходи корпорацій, %	3,18	3,38	3,66	4,05	4,17

Джерело: Складено автором на основі[1]

[1] Japan Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries /wwts.nsf/ID/Japan -Overview.

Резиденти сплачують податок на репатріацію доходів за ставкою 20 % на дивіденди, процентні доходи та роялті. Резиденти іноземних держав, з якими Японія не уклала договір про уникнення подвійного оподаткування, сплачують даний вид податку від 15 до 20 % [2].

Компанія вважається резидентом Китаю, якщо вона заснована в країні або якщо її управління знаходиться там. Податкові резиденти сплачують корпоративний податок за принципом світових доходів. Нерезиденти сплачують податок тільки на доходи, отримані в Китаї. Резидентам надається пільга на податки виплачені в іноземних країнах. Стандартна ставка складає 25 %. Знижена ставка надається таким секторам:

1) високотехнологічні підприємства, компанії, які займаються виробництвом інтегральних схем сплачують податок за ставкою 15 %;

2) ключові компанії виробники програмного забезпечення сплачують 10 %;

3) з 1 січня 2009 року по 31 грудня 2018 року кваліфіковані компанії, які надають технологічні послуги у 21 містах Китаю (Пекін, Шанхай, Шенджень та ін.) при відповідності окремим критеріям сплачуюють податок за зниженою ставкою — 15 %;

4) малий бізнес сплачує податок за зниженою ставкою у 20 %. Якщо річний оподаткований дохід менше 200 000 юаней, ставка корпоративного податку зменшується до 10 % з 1 січня 2015 року до 31 грудня 2017.

На рівні провінцій у Китаї податок не стягується[3]. Продаж, імпорт товарів, надання послуг з ремонту, заміни та обробки обкладаються ПДВ за стандартною ставкою у 17 % і для малих платників податку — 3 %. Продаж деяких товарів першої необхідності оподатковується за зменшеною ставкою у 13 % (продукти харчування, книжки, комунальні послуги). При купівлі основних засобів підприємствам повністю повертають ПДВ.

З 1 квітня 2016 року була запроваджена пілотна програма зі зменшеними ставками ПДВ у визначених галузях економіки. Наприклад, послуги з лізингу рухомого майна оподатковувались за ставкою 17 %, транспортні послуги — 11 %, будівництво та нерухоме майно — 11 %, телекомунікаційні, логістичні та фінансові послуги — 6 %. Звільнення від сплати мита застосовується для устаткування, імпортованого компаніями-іноземними інвестора-

---

[1] Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.

[2] Laws & Regulations on Setting Up Business in Japan [Електронний ресурс] // Japan External Trade Organization — Режим доступу до ресурсу: https://www.jetro.go.jp/en/invest/setting_up/laws/section3/page3.html.

[3] China Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/China -Overview.

ми в межах загальної суми їх інвестицій, для їх власного використання. Звільнення від сплати мита та ПДВ також надається при імпорті сировини для виробництва за контрактом і з метою подальшого імпорту. Товари імпортовані у визначені зони вільної торгівлі не оподатковуються митом або ПДВ. Податок на споживання стягується з особливої категорії товарів класу люкс і тих, які шкодять навколишньому середовищу — сигарети, алкогольні напої, ювелірні вироби, пальне, автомобілі, батарейки та інші. Податок визначається на основі обсягу продажів, залежно від виду товару.

Дивіденди, отримані від іноземних юридичних осіб, оподатковуються за ставкою 25 % і з можливістю отримати податковий кредит на дану суму. Капітальні доходи та втрати від передачі активів зазвичай комбінують з іншим операційним доходом і оподатковують за ставкою корпоративного податку. Податок на дивіденди, виплачені компанії-нерезиденту, становить 10 %, якщо ставка не буде зменшена відповідно до податкової угоди. Податок на процентні доходи становить 10 % і додатково сплачуються 5 % підприємницького податку. З роялті стягується 10 % даного податку та 6 % ПДВ. При трансфері кваліфікованих технологій податок може не стягуватись[1].

Китай, як член G20, підтримує заходи, спрямовані на боротьбу з BEPS (розмиванням бази оподаткування та виведенням прибутку). Зараз Китай ініціює створення адміністративної системи міжнародної податкової інформації для моніторингу рівнів прибутку корпорацій. Уряд Китаю повністю контролює обмін іноземної валюти, хоча в останні роки спостерігалась тенденція до поступової лібералізації регулювання. Країна впроваджує на законодавчому рівні правила з трансфертного ціноутворення. Від компаній вимагається включати в дохід до оподаткування свою частку в нерозподіленому прибутку Контрольованих іноземних корпорацій, які знаходяться в юрисдикціях з прибутковим податком менше 12,5 %. Також у річній фінансовій звітності повинні розкриватись операції з пов’язаними особами. Надання консолідованої звітності не дозволяється, кожна компанія групи має надавати окремий звіт[2].

В Австралії компанія вважається резидентом, якщо вона зареєстрована в країні, її управління знаходиться тут або якщо її акції з правом голосу контролюються резидентами Австралії. Компанія оподатковується за принципом світового доходу. Стандартна ставка корпоративного податку складає 30 %,

---

[1] China’s move to improve its’ international taxation policies by virtue of G20 tax reform. // News Flash PwC. — 2015. — №16. — С. 1–4.

[2] China Highlights 2015 [Електронний ресурс] // Deloitte. — 2016. — Режим доступу до ресурсу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/Tax/Chinese %20Services %20Group/dttl-tax-chinahighlights-2015.pdf

але якщо середній річний оборот компанії менше 2 млн австралійських доларів ставка зменшується до 28,5 % [1].

Ставки податку на репатріацію доходів відрізняються залежно від того, чи уклала компанія договір про уникнення подвійного оподаткування чи ні. При відсутності відповідних договорів ставка складає для дивідендів 30 %, на проценти — 10 % і на роялті — 30 %. За умови укладання відповідного договору ставки відрізняються по країнам.

Рівень податкового навантаження в Австралії дорівнював 28,20 % у 2015 році. За останні п'ять він поступово зростав. Податкове навантаження на корпорації склало 4,75 % у 2014 році. Протягом досліджуваного періоду рівень податкового навантаження на корпорації коливався. Порівняно з іншими досліджуваними країнами податкове навантаження на корпорації в Австралії є вище середнього показника.

Таблиця 5.3.11

Рівень податкового навантаження в Австралії[2]

Роки / Показник	2010	2011	2012	2013	2014
Загальні податкові надходження в Австралії, млн дол	360892	391719	417054	436706	446827
Податки на доходи корпорацій, млн дол.	66015	77110	78735	78135	75222
Податки на капітальні та фінансові транзакції, млн дол.	13591	12824	14200	17326	20198
ПДВ, млн дол.	48093	48849	50313	55517	56462
Акцизний податок, млн дол.	26689	26325	26425	26472	24506
ВВП, млн дол.	1 296 797	1 409 795	1 491 046	1 524 383	1 584 578
Загальне податкове навантаження, %	27,83	27,79	27,97	28,65	28,20
Зокрема на доходи корпорацій, %	5,09	5,47	5,28	5,13	4,75

Податок на товари та послуги стягується за ставкою 10 %. Продукти харчування, експортні товари, медичні товари та освітні товари звільняються від оподаткування даним податком. На вина встановлюється додатковий податок за ставкою 29 %. Імпортні мита в країні не перевищують 5 %. Країна

[1] Australia Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Australia - Overview.

[2] Там само.

заключила численні угоди про вільну торгівлю та проводила переговори щодо створення Транстихоокеанського Партнерства. Акцизний податок стягується з алкогольних напоїв, тютюнових виробів і пального. Окремо оподатковується розвідка і видобування корисних копалин, включаючи нафту та газ на території країни та в прибережних регіонах[1] .

Проаналізувавши особливості податкового регулювання ТНК у Європейському Союзі, країнах Північної Америки та Азії, можна зробити висновок, що кожен регіон має характерні риси політики у сфері податків, які значно залежать від економічних факторів. Європейський Союз на рівні спільного уряду врегульовує питання максимальних і мінімальних ставок податків, оподаткування руху товарів і послуг між країнами та боротьби з уникненням від оподаткування і виведенням прибутків за кордон. Інші питання врегульовуються на рівні окремих країн, які входять до об'єднання. Рівень податкового навантаження склав 39,95 % у 2017 році. З початку світової економічної і фінансової кризи Європейський Союз переживав низький рівень інвестицій. Податкова система є прозорою і стабільною для залучення іноземних інвесторів. У межах об'єднання є країни як з низькими ставками оподаткування корпорацій (Ірландія, Люксембург, Швейцарія), так і з високим оподаткуванням.

Країни Північної Америки пов'язані між собою у рамках НАФТА. США має найвищу номінальну ставку корпоративного податку, але часка податкових надходжень у ВВП складає 26 %. У Мексиці рівень податкового навантаження є найнижчим в регіоні (19,73 %), а в Канаді — найвищим (31,33 %). Регулювання на законодавчому рівні та стимулювання національних виробників є основними акцентами податкової політики в цих країнах.

Аналізуючи країни Азійсько-Тихоокеанського регіону варто приділити особливу увагу Китаю, Японії, Австралії та Гонконгу. Останній застосовує численні стимули для залучення іноземних компаній на його територію за рахунок податкових стимулів, відсутністю деяких податків (наприклад, податку на споживання). Китай стимулює розвиток науково-технологічної сфери, зменшивши для неї суттєво рівень оподаткування. Податкове регулювання в Японії є досить складним, зважаючи на багато видів податків і складність їх нарахування. Податкова система Австралії подібна до європейських країн, рівень податкового навантаження там вище середнього в регіоні.

Доведено, що міжнародне економічне середовище в контексті податкового поля є досить полярним і неоднорідним. Узагальнення досвіду застосу-

[1] Australia Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Australia - Overview.

вання сучасних моделей податкових систем дозволило визначити напрямки трансформації податкового регулювання, що полягають в скорочення кількості податків на міжнародну торгівлю та їх фіскального тиску на платників; скорочення невідповідності фіскального тиску податків на індивідуальні й корпоративні доходи; елімінація відмінностей щодо оподаткування в глобальному вимірі. Посилюються вимоги до прозорості бізнесу, автоматичного обміну інформацією, зниження непрямого оподаткування.

5.4. Tax Due Diligence як система мінімізації податкових ризиків

Due Diligence — це відносно нове явище в сучасній економічній науці нашої країни. У розвинених країнах процедура Due Diligence стала невід'ємною частиною бізнес-процесів, де є потреба у системному аналізі інформації про об'єкти інвестування та потенційних партнерів і контрагентів. Замовниками процедури Due Diligence є потенційні інвестори, а також власники, які прагнуть отримати достовірну інформацію щодо свого бізнесу. Інформація, яку отримує інвестор за результатами Due Diligence дозволяє сформувати реальне уявлення про фінансово-господарську діяльність і місце на ринку об'єкта інвестування і з більшою ймовірністю правильно оцінити прогнози розвитку підприємства та можливі ризики.

Потреба в проведенні Due Diligence може виникати у випадках: відкриття діяльності за кордоном, створення спільного підприємства, злиття компаній, надання доказів фінансової спроможності іноземному партнеру-інвестору, перевірки надійності платоспроможності свого контрагента, перевірки ефективності роботи дочірніх компаній, придбання нерухомості за кордоном і в багатьох інших випадках.

Due Diligence — це комплексне дослідження бізнесу, спрямоване на виявлення та усунення фінансових, податкових, юридичних ризиків, властивих компанії, у тому числі Tax Due Diligence проводять з метою підтвердження відповідності податкової звітності організації всім нормам законодавства країни, а також для виявлення повноти і своєчасності обчислення та сплати податків, оцінки податкових ризиків.

Процедура Due Diligence досить дорога, оскільки в ній задіяні багато фахівців різних напрямів (фінансовий, аудиторський, юридичний, податковий, зовнішньоекономічний тощо) і високого класу. Втім, висока вартість процедури має бути цілком виправданою за рахунок зниження ризиків інвес-

тування, у тому числі ризику втрати прибутків через асиметрію інформації щодо об'єкта інвестування[1], [2].

У рамках Due Diligence обов'язково оцінюється фінансовий стан компанії. Для цього перевіряється бухгалтерська, управлінська і податкова звітність за останні три роки, аудиторські висновки, звіти незалежних оцінювачів, а також документи з усіх вагомих операціях. Завдання фінансового директора на етапі підготовки до перевірки переконатися, що всі ці документи є, що в них немає помилок і протиріч, що вони не викличуть питань і підозр у фахівців, які проводять Due Diligence.

Один з вагомих аргументів на користь високої ціни об'єкту інвестування активу — його керованість, яка в свою чергу передбачає швидку підготовку достовірної фінансової звітності. У багатьох компаніях нашої країни на складання звітності йде в середньому від 30 до 45 днів після звітної дати. У розвинених країнах такі терміни неприйнятні, там вважається прийнятним термін не більше 10 днів. Чим пізніше надходить фінансова інформація, тим менше сенсу в прийнятих на її основі управлінських рішеннях. Більш того, якщо немає актуальних (за останній місяць або два) відомостей про фінансові результати роботи виставленої на продаж компанії, у потенційних покупців з'являться цілком виправдані сумніви в доцільності покупки такого непрозорого активу[3]. Отже, слід враховувати, що процедура Due Diligence має сенс при швидкому виконанні та її результати досить швидко застарівають.

Головна мета процедури Due Diligence — уникнути або максимально знизити існуючі підприємницькі ризики, у тому числі фінансові, юридичні, податкові, політичні, маркетингові тощо. Цей термін у перекладі з англійської означає:

1) комплексну перевірку;

2) належну обачність.

Висока вартість процедури Due Diligence перешкоджає її активному використанню в повсякденних справах, але в угодах придбання та злиття компаній вона є життєво необхідно. В таких угодах перш за все оцінюють виробничі потужності та інші активи, важливе значення має стан розрахунків з дебіторами і кредиторами підприємства. Все це обумовлює необхідність

---

[1] *Бирка М.І.* Застосування процедури «дью дилидженс» в процесі залучення прямих іноземних інвестицій на підприємства. // Бізнесінформ. — № 1, — 2013. — С. 81–84. — С. 81.

[2] *Кондратенко Д. В., Мужилівський В. В.* «DUE DILIGENCE як комплексна система захисту від підприємницьких ризиків та побудови стратегії» // Вісник економіки транспорту і промисловості. — № 52. — 2015. — С. 37–44. — С. 37.

[3] *Скляров Д.* «Як підготувати компанію д о продажу» // Матеріал з ФСС «Система Фінансовий директор» // Режим доступу: http://www.1fd.ru/#/document/173/339/dfaslkdi6t/?of=copy-c5ecdb3457

ретельно вивчити фінансовий стан об'єкта інвестування. Очевидно, якщо об'єкт інвестування (покупки) має велику заборгованість по податках, припинені операції по банківським рахунках і йдуть безперервні позови з податківцями, то це істотно знижує його інвестиційну привабливість. Таким чином, податковий Due Diligence (Tax Due Diligence) є обов'язковою складовою процедури Due Diligence.

Перш за все Tax Due Diligence покликаний дати замовнику достовірну інформацію щодо виконання об'єктом інвестування (покупки) своїх податкових зобов'язань.

Сьогодні українська податкова система динамічно змінюється у позитивному напрямку і стає дедалі прозорішою і зрозумілішою, але залишається багато неврегульованих, спірних питань і норм законодавства, що мають двояке тлумачення. В умовах нестабільного податкового законодавства своєчасна і повна інформація щодо умов і наслідків оподаткування з метою інвестування набуває критичного характеру.

Податковий Due Diligence — це аналіз виконання підприємством податкових зобов'язань, правомірності нарахування та обчислення податків, точності документального оформлення господарських операцій, надання спеціалізованих рекомендацій щодо усунення та мінімізації податкових ризиків і пов'язаних з ними можливих фінансових втрат, оцінка податкового навантаження і виявлення можливостей оптимізації податкового тягаря[1].

Податковий ризик являє собою імовірність того, що дії платника податків виявляться визнані такими, що суперечать податковому законодавству, внаслідок чого до даного суб'єкта економічних відносин будуть застосовані заходи відповідальності згідно норм ПКУ. Tax Due Diligence покликаний нівелювати та/або зменшити ці ризики.

Як правило, всі податкові ризики за період діяльності об'єкта інвестування повинні бути компенсовані їм у майбутньому у разі виникнення податкових суперечок у інвестора, тому рекомендується пройти комплексну податкову перевірку перед реорганізацією або продажем бізнесу.

Tax Due Diligence включає:

✓ аналіз та оцінку стану розрахунків підприємства з бюджетом по податках, зборах та інших обов'язкових платежах;

✓ аналіз та оцінку системи податкового обліку і податкового планування на предмет відповідності вимогам законодавства, включаючи міжнародне оподаткування;

---

[1] *Мясников О.* «Налоговый due diligence» // Консультант. — № 9 (май). — 2008. — С. 42–45 // Режим доступу: https://www.pwc.ru/ru/legal-services/assets/pwc_tax_due_dilligence.pdf (с.42).

✓ аналіз і оцінку загального податкового тягаря і основних податків, що сплачуються підприємством;

✓ виявлення і оцінка ймовірності пред'явлення претензій підприємству з боку податкових органів;

✓ визначення законності використовуваних підприємством схем податкової оптимізації.

Податковий Due Diligence може бути також самостійною процедурою, яка здійснює оцінку податкового тягаря підприємства та визначає податкові ризики з урахуванням їх важливості і суттєвості. У цьому випадку податковий Due Diligence додатково до вище переліченого включає[1]:

✓ оцінку і аналіз перспектив зміни податкового тягаря в зв'язку з реформуванням податкового законодавства або зміни судової практики;

✓ оцінка основних податкових ризиків;

✓ оцінка перспектив впровадження в компанії, що купується ефективних законних схем податкової оптимізації.

Отже, головна мета податкового Due Diligence визначити, нівелювати або максимально знизити податкові ризики, що дозволить зменшити асиметрію інформації і підвищити інвестиційну привабливість об'єкта інвестування для замовника процедури. Податковий ризик завжди пов'язаний із ймовірністю настання економічних, перш за все, фінансових наслідків, які полягають для платника податків у зниженні його фінансово-економічного потенціалу і фінансової стійкості, а для держави — в недоотриманні фінансових ресурсів, що приводить до відповідних економічних і фінансових втрат інвестора.

Предметом податкового Due Diligence при реорганізації підприємства є не організаційно-правові форми господарювання, а перехід податкових зобов'язань такого платника податків.

Згідно з п. 98.1 ст. 98 ПКУ[2] реорганізація — це фактично зміна правового статусу платника податків, що передбачає будь-яку з таких дій або їх поєднання:

✓ зміну організаційно-правового статусу господарських товариств;

✓ злиття платників податків;

✓ поділ платника податків;

✓ виділення з платника податків інших платників;

Проведення реорганізації може послужити приводом для позачергового візиту на фірму податкових інспекторів. Відзначимо, що чиновники мають

---

[1] *Назаренко І.М., Орєхова А.І.* «Дью діліджeнс»: сутність, призначення та послідовність проведення // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. — Вип. 20, ч. 1, — 2011. — С. 360–365. — С. 360.

[2] Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 року № 2755-VI із змінами і доповненнями станом на 25.08.2017 року.

право перевірити податкові періоди, вже досліджені раніше в ході виїзної документальної перевірки, і загальне правило про заборону повторної податкової перевірки тут не діє. На практиці податківці приділяють підвищену увагу підприємствам, що реорганізуються.

Одним з найефективніших способів збільшення доходів є придбання компанії, що займає подібну нішу на ринку. Але, перш ніж купувати новий бізнес, необхідно точно оцінити його реальну вартість і провірити стан і наявність у нього активів і реальну вартість зобов'язань. Інакше придбання компанії може обернутися серйозними проблемами з податковими органами.

Комплексна перевірка компанії, що купується, включає аналіз виконання її обов'язків по сплаті податків. Для повноти оцінки податкових ризиків необхідно переглянути звіти аудиторів, з яких найбільшу довіру викликають висновки провідних аудиторських фірм. Аудиторський висновок без застережень і зауважень — це позитивний сигнал, який означає, що звітність достовірно відображає фінансовий стан компанії та її розрахунки з бюджетом. Якщо у висновку є зауваження, то слід звернути увагу на характер цих застережень. Результати можна прийняти, якщо зауваження привертають увагу користувачів до певної ситуації, розкритої у фінансовій або податковій звітності, але, на думку аудиторів, не впливають на фінансовий стан компанії і не порушують податкове законодавство. Якщо ж аудитори видали висновок із застереженням, відмовою від висловлення думки або з негативною думкою, то його краще не показувати фахівцям Due Diligence, дозволивши їм самим сформувати судження про достовірність даних[1].

Обов'язково слід з'ясувати дату та результати останньої перевірки компанії, що купується податковими органами.

У Податковому кодексі України описано три види перевірок: камеральна, документальна і фактична.

У першу чергу з'ясовується, коли останній раз здійснювалася виїзна документальна перевірка, які її результати, чи оскаржувалися вони в судовому порядку. Слід також перевірити порядок подання податкових декларацій і підсумки їх камеральних перевірок. Зауважимо, що податкові органи мають право перевіряти фінансово-господарську діяльність компанії за останні три роки (згідно ст. 102 ПКУ[2] не пізніше закінчення 1095 дня, що настає за останнім днем граничного строку подання податкової декларації). Саме цей мінімальний період і повинен вивчатися у рамках Tax Due Diligence.

---

[1] *Синенкова Э.* «Что проверить в документах компании перед дью-дилидженс компании» // Матеріал з ФСС «Система Фінансовий директор» // Режим доступу: http://www.1fd.ru/#/document/173/1269/bssPhr19/?of=copy-b259b484e3

[2] Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 року № 2755-VI із змінами і доповненнями станом на 25.08.2017 року.

Найпильнішу увагу слід приділити перевірці наявності належно оформлених первинних документів, особливо тих, які підтверджують:

- ✓ право на облік витрат, що зменшують оподатковуваний прибуток;
- ✓ право на включення до податкового кредиту з ПДВ.

Видатки підприємства вимагають ретельного контролю, значну частку в них складають податкові платежі. Тут важливо дотримуватися законодавства і в той же час досягати максимальної оптимізації податкового навантаження. В ході Tax Due Diligence необхідно оцінити поточний стан і перспективи зміни величини податків і відрахувань до бюджету, переконатися в грамотності розрахунків, що дозволить уникнути конфліктів з податковими органами. Підсумком Tax Due Diligence повинно стати формування легальної, прозорої податкової схеми, яка знижує податкове навантаження на об'єкт оцінки.

У ході Tax Due Diligence слід перевірити компанію на предмет переплат по податках: як явних, які відображені на особовому рахунку, так і прихованих, про які не відомо ні податківцям, ні самому підприємству. Вони можуть виникнути, наприклад, якщо компанія не користувалася наданими законом податковими пільгами. При виявленні переплат необхідно оцінити, наскільки реально домогтися повернення надміру сплачених сум з бюджету або їх заліку в рахунок майбутніх податкових платежів.

Тут потрібно враховувати, що, згідно з пунктом 43.1 ст.43 Податкового кодексу України та ст. 301 Митного кодексу України[1], помилково та/або надміру сплачені суми грошового зобов'язання підлягають поверненню платнику, крім випадків наявності у такого платника податкового боргу. Обов'язковою умовою для здійснення повернення надлишково сплачених сум до бюджету є подання заяви про таке повернення протягом 1095 днів від дня виникнення помилково та/або надміру сплаченої суми. Разом з тим дана норма не перешкоджає в разі пропуску зазначеного строку звернутися в суд з позовом про повернення з бюджету переплаченої суми в порядку цивільного судочинства.

Згідно ст. 98 глави 9 ПКУ[2] при придбанні бізнесу відповідальність за зобов'язаннями переносяться на компанію-покупця. Слід пам'ятати, що приєднуючи до свого бізнесу знову придбану компанію, її борги перед бюджетом доведеться погашати новому власнику. Обов'язки зі сплати податків придбаної компанії покладаються на правонаступника незалежно від того, чи

[1] Митний кодекс України від 13 березня 2012 року № 4495-VI із змінами і доповненнями станом на 25.08.2017 року.

[2] Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 року № 2755-VI із змінами і доповненнями станом на 25.08.2017 року.

були відомі до завершення реорганізації факти і (або) обставини невиконання або неналежного виконання придбаною юридичною особою зазначених обов'язків. При цьому правонаступник повинен сплатити всі штрафи і пені по зобов'язанням придбаної компанії. Також слід врахувати, що на правонаступника реорганізованої юридичної особи покладається обов'язок по сплаті належних сум пені і штрафів, накладених на неї за вчинення податкових правопорушень до завершення реорганізації.

За результатами реорганізації податкові зобов'язання чи борг розподіляються між новоутвореними платниками податків пропорційно часткам балансової вартості майна, отриманого ними у процесі реорганізації згідно з розподільним балансом, якщо реорганізовані підприємства будуть платниками таких податків.

Специфічний актив компанії — дебіторська заборгованість — потребує особливої уваги, оскільки її неповернення зменшує грошові доходи підприємства і може суттєво впливати як на фінансові результати, так і на чисті грошові потоки та платоспроможність. Для правильного визначення фактичної вартості цієї заборгованості, потрібно оцінити можливість її реального стягнення. Для цього треба подивитися, чи не пройшли строки для стягнення боргів у судовому порядку, а також оцінити платоспроможність боржника. І якщо при Due Diligence з'ясується, що витребування боргу пов'язано з серйозними тимчасовими і фінансовими витратами, то сума заборгованості, відображена на балансі, буде лише орієнтовною. адже при відступленні права вимоги боргу факторинговій компанії доведеться зробити істотну знижку з суми фактичної заборгованості.

Також слід перевірити наявність у складі дебіторської заборгованості суми неустойки, оскільки податкові органи можуть донарахувати підприємству-кредитору податок на прибуток.

У ході Tax Due Diligence потрібно перевірити, чи не користується компанія безоплатно чужим майном. Якщо так, то це також означає наявність позареалізаційного доходу, що загрожує донарахуванням податку і пені, а також стягненням штрафу.

Відображення в бухгалтерській чи податковій звітності збитків протягом двох і більше податкових періодів не тільки свідчить про неефективність діяльності фірми, але й може послужити приводом для проведення виїзної документальної перевірки.

Слід пам'ятати, що згідно ст. 78 глави 8 ПКУ[1] у разі здійснення процедури реорганізації юридичної особи (крім перетворення) обов'язково прово-

[1] Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 року № 2755-VI із змінами і доповненнями станом на 25.08.2017 року.

диться документальна позапланова перевірка органами податкової служби. Отже, всі неузгодження, виправлення та помилки податкового обліку об'єкта інвестування необхідно виправити до реорганізації в ході проведення Tax Due Diligence.

Утім, якщо реорганізація обмежується перетворенням і за ПКУ документальна позапланова перевірка не проводиться, то слід перевірити можливість виникнення інших підстав для такої перевірки[1], а саме:

✓ законності декларування заявленого до відшкодування з бюджету податку на додану вартість та/або з від'ємного значення з податку на додану вартість, яке становить більше 100 тис. гривень;

✓ подання на платника податку скаргу про ненадання (надання з помилками) таким платником податків податкової накладної з ПДВ та/або акцизної накладної покупцю;

✓ у разі отримання інформації про ухилення підприємства, що купується від оподаткування виплаченої (нарахованої) найманим особам;

✓ інші умови згідно ПКУ і Наказу МФУ «Про затвердження Порядку формування плану-графіка проведення документальних планових перевірок платників податків»[2].

Отже, приймаючи рішення про реорганізацію, потрібно бути готовим до того, що на порозі з'являться податкові інспектори.

Ось чому необхідно дуже уважно вивчати стан розрахунків з бюджетом, компанії, що купується. При цьому слід перевіряти податкові декларації, регістри податкового обліку, виписки з особового рахунку та інші фінансові документи, тобто всі первинні документи об'єкта інвестування, які мають відношення до нарахування та перерахування податків до бюджету.

Непрозорий і погано організований документообіг у компанії, відсутність ув'язки складського і бухгалтерського обліку сприймаються покупцем як ризик втрати активів. Задля уникнення цього можна зробити такі заходи:

✓ організувати документообіг за принципом audit trail, тобто кожну дію або операцію можна відстежити по паперах до моменту її ініціації (хто ініціатор, ким прийнято рішення і з ким погоджено);

✓ модернізувати облікову систему таким чином: будь-яке фізичне переміщення запасів знаходило одночасне відображення в бухгалтерському і складському обліку.

---

[1] Наказ Міністерства фінансів України 02.06.2015 № 524 «Про затвердження Порядку формування плану-графіка проведення документальних планових перевірок платників податків».

[2] Наказ Міністерства фінансів України 02.06.2015 № 524 «Про затвердження Порядку формування плану-графіка проведення документальних планових перевірок платників податків».

Якщо виставлена на продаж компанія використовує сірі схеми оптимізації оподаткування, потрібно бути готовими до того, що покупець зажадає премію за подібні ризики — зниження ціни угоди. Як правило, розмова про перегляд вартості компанії починається, якщо:

✓ активно використовується трансфертне ціноутворення всередині групи компаній, а також з юридичними особами, афілійованими з продавцем;

✓ занижується виручка або завищуються витрати при розрахунку бази оподаткування з податку на прибуток;

✓ виплачується сіра зарплата.

Що вигідніше — поступитися в ціні або відмовитися від використання схем оптимізації оподаткування — залежить від конкретної ситуації.

Якщо ж компанія апріорі не використовує сумнівних способів економії на податках, буде не зайвим до укладення угоди провести Tax Due Diligence, результати якого можна буде використовувати як аргумент у переговорах про ціну з потенційним покупцем[1].

При Tax Due Diligence компанії, що купується, має сенс ознайомитися з правовим статусом її основних контрагентів, оскільки часом податківці покладають відповідальність за дії третіх осіб на самого платника податків, хоча факт порушення контрагентом платника податків своїх податкових обов'язків сам по собі не є доказом отримання ним необґрунтованої податкової вигоди. З іншого боку, та організація, яка в процесі здійснення фінансово-господарської діяльності систематично вибирає недобросовісного контрагента, ставить під сумнів сумлінність її самої як учасника угод.

Будь-які зміни у правовому статусі підприємства вимагають повідомлення про цей факт податкових органів. Необхідно повідомити про реорганізацію або ліквідацію організації протягом трьох днів з дня прийняття такого рішення.

Як правило, бізнесмени купують контрольні пакети у статутному капіталі підприємств тієї галузі виробництва, в якій працюють самі. При цьому в подальшому вони планують укладання угод між компаніями, що входять в один холдинг, які для цілей оподаткування будуть визнаватися пов'язаними особами. Отже, обов'язково слід здійснити перевірку трансфертного ціноутворення, яке є способом податкового планування в межах великого холдингу. Економічна сутність трансфертного ціноутворення побудована на реальних економічних зв'язках із застосуванням ціни, яка відрізняється від ринкової,

[1] *Скляров Д.* «Як підготувати компанію д о продажу» // Матеріал з ФСС «Система Фінансовий директор» // Режим доступу: http://www.1fd.ru/#/document/173/339/dfaslkdi6t/?of=copy-c5ecdb3457

що дозволяє забезпечити максимальну податкову економію. Трансфертне ціноутворення розглядають як різновид податкової оптимізації.

Як показує практика, податкові інспектори ретельно вивчають характер угод, укладених між афілійованими структурами. Арбітражні суди зазначають, що приналежність до однієї групи осіб, за змістом законодавства про господарські товариства, об'єктивно впливає на результати угод по реалізації товарів (робіт, послуг).

Податкові органи мають право перевіряти правильність застосування цін по операціях між пов'язаними особами і застосовувати штрафні санкції у разі порушення законодавчих умов трансфертного ціноутворення, що безпосередньо вплине на вартість об'єкта інвестування.

При проведенні Tax Due Diligence необхідно здійснити аналіз корпоративної структури з точки зору податків, тобто проаналізувати оптимальність податкового навантаження на придбану компанію. Зокрема, потрібно оцінити обґрунтованість виділення деяких ділянок виробництв у самостійні організації, щодо яких можливе застосування спеціальних режимів оподаткування, наприклад спрощених систем оподаткування. Варто відзначити, що податківці звертають увагу на підприємства, які укладають договори з наданням персоналу з організаціями, що застосовують спрощену систему оподаткування.

Прозора юридична структура — перша з основних вимог більшості покупців. В інвестора може викликати питання:

- бізнес (або його частина) оформлений на номінальних фізичних осіб (родичів, співробітників і т. д.) і де-юре не контролюється його фактичним власником;
- не оформлені юридично взаємовідносини з топ-менеджерами, що мають опціони або претендують на частину бізнесу.

Цю проблему можна вирішити шляхом проведенням юридичної реструктуризації, за результатами якої повинен прослідкуватися чіткий взаємозв'язок між бізнес-одиницями і власником. Також потрібно підтвердити правомочність контролю власником стратегічних, інвестиційних, операційних і фінансових рішень усіх компаній, що входять у периметр бізнесу, виставленого на продаж, прописати в статуті, (1) хто які рішення приймає (генеральний директор, наглядова рада, рада директорів) і (2) як — більшістю голосів або одноголосно[1].

Один з досить поширених на практиці способів оптимізації комерційної діяльності — це створення холдингів і промислово-фінансових груп. Цей

[1] *Скляров Д.* «Як підготувати компанію д о продажу» // Матеріал з ФСС "Система Фінансовий директор".// Режим доступу: http://www.1fd.ru/#/document/173/339/dfaslkdi6t/?of=copy-c5ecdb3457

спосіб не передбачає обов'язкового впровадження схеми ухилення від оподаткування. Однак якщо при перевірці або в суді з'ясується, що компанія розробила і втілила в життя схему мінімізації податкових платежів, то можливо донарахування податку, пені та стягнення штрафу. У зв'язку з цим аналіз оптимальності корпоративної структури компанії з точки зору податкового навантаження відіграє важливу роль при проведенні Tax Due Diligence.

Таким чином, у ході виконання процедури Tax Due Diligence необхідно виконати такі види робіт і отримати результати:

Таблиця 5.4.1

Основні складові процедури Tax Due Diligence

№	Вид робіт	Результат Tax Due Diligence
1	Перевірити статус платника податків по кожному податку, збору і внеску у тому числі податку на прибуток, податку на додану вартість, акцизного податку, мита, єдиного податку, фіксованого сільськогосподарського податку та інших	Підтвердити або спростувати статус платника кожного із загальнодержавних і місцевих податків
2	Перевірити правильність нарахування і сплати податку з доходів фізичних осіб по штатним, позаштатним працівникам, а також тих, які працюють за громадянсько-правовими договорами	1. Підтвердити або спростувати статус податкового агента по перерахуванню податку з доходів фізичних осіб. 2. Перевірити правильність нарахування і сплати податку з доходів фізичних осіб. 3. Перевірити правильність нарахування та своєчасність сплати єдиного соціального внеску
3	Перевірити коректність, відповідність законодавству і точність розрахунку та своєчасність оплати окремо по кожному податку, збору і внеску. Перевіряти по кожному елементу оподаткування	Підтвердити і виявити випадки неналежного або неточного визначення податків, зборів і внесків у розрізі кожного з елементів оподаткування, у тому числі: - об'єкт оподаткування; - податкову базу; - податковий період; - податкову ставку; - податкові пільги; - порядок обчислення податку; - порядок і терміни сплати податку
4	Перевірити первинну документацію, яка має відношення до виникнення податкових зобов'язань з податків і зборів, а також відрахувань до фондів соціального страхування, платником яких є об'єкт перевірки	Підтвердити і виявити випадки неналежного або неточного оформлення первинної документації, яка може поставити під сумнів правильність нарахування та своєчасність сплати податків, зборів і внесків

№	Вид робіт	Результат Tax Due Diligence
5	Перевірити законність і ефективність використовуваних об'єктом інвестування податкових моделей. У разі необхідності запропонувати оптимальну податкову модель	1. Підтвердити або спростувати правомірність та ефективність використаних схем оптимізації оподаткування. 2. Проконтролювати реалізацію податкової моделі на практиці і скорегувати її з урахуванням змін у податковому законодавстві
6	Здійснити аналіз оптимальності корпоративної структури об'єкта інвестування з точки зору податкового навантаження	1. Підтвердити або заперечити доцільність та ефективність застосованою корпоративної структури. 2. Обґрунтувати, запропонувати і проконтролювати впровадження оптимальної корпоративної структури
7	Підготувати об'єкт інвестування до позапланової документальної перевірки, яку обов'язково проведуть органи фіскальної служби в разі прийняття рішення про реорганізацію підприємства	1. Оцінити ризики існуючих і потенційних претензій з боку податкових органів. 2. У разі необхідності за результатами дослідження діючих моделей оподаткування розробити і впровадити нову податкову модель бізнесу з максимальним урахуванням податкових преференцій у рамках національного, зарубіжного і міжнародного податкового законодавства
8	Перевірити угоди між афілійованими (пов'язаними) особами	Підтвердити або спростувати законність трансфертного ціноутворення об'єкта інвестування. У разі необхідності надати рекомендації з оптимізації трансфертного ціноутворення
9	Пройти перевірку в органах фіскальної служби та Пенсійному фонді	1. Супроводжувати податкові перевірки. 2. Підготувати заперечення на акти податкових перевірок. 3. Представляти інтереси компанії у податкових і судових органах
10	Скласти звіт за результатами Tax Due Diligence	1. Зробити висновки щодо законності та ефективності застосованих об'єктом інвестування податкових моделей. 2. Надати пропозиції щодо оптимізації оподаткування. 3. Оцінити всі податкові наслідки реорганізації юридичної особи. 4. Запропонувати шляхи зниження виявлених податкових ризиків

Джерело: складено автором.

Обов'язково необхідно підтвердити правомірність застосованих податкових пільг, зменшених ставок, спеціальних режимів оподаткування нормам ПКУ. Особливу увагу приділити наявності операцій, що потребують окремого обліку, у тому числі оподаткуванню за спрощеними системами оподаткування. Облік операцій, пов'язаний зі спеціальним режимом оподаткування, повинен вестися окремо від інших операцій. Необхідно провести внутрішню перевірку даних операцій.

Особливу увагу при Tax Due Diligence слід приділити фактам правильності і своєчасності нарахування основних податків:

1) податку на прибуток, у тому числі:

✓ заниженню обсягів доходів, які впливають на оподатковуваний прибуток;

✓ завищенню витратної бази. Особливу увагу звернути на режим нарахування амортизаційних відрахувань і податкових різниць. Перевірити ув'язку даних податкової декларації з податку на прибуток і даних форми №2 «Звіт про фінансові результати»;

2) податку на додану вартість, у тому числі:

✓ заниженню бази нарахування податкового зобов'язання з ПДВ;

✓ завищенню величини податкового кредиту;

✓ своєчасності, повноти і правильності оформлення податкових накладних;

3) єдиного податку, у тому числі:

✓ заниженню доходної бази оподаткування. Перевірити ув'язку даних податкових декларацій з єдиного податку, даних форми №2 «Звіт про фінансові результати», форми №1 «Баланс» і руху коштів на рахунках і в касі. Це важливо, оскільки об'єкт оподаткування єдиним податком визначається касовим методом нарахування виручки від реалізації;

✓ правомірності застосування спрощених систем оподаткування.

З точки зору інвестора, в умовах ведення бізнесу в українських реаліях важливо перевірити і відобразити у звіти з Tax Due Diligence:

✓ уникнення оподаткування шляхом переведення в готівку грошових коштів;

✓ створення схем з використанням фіктивних договорів, підставних юридичних осіб тощо;

✓ можливі порушення митного законодавства;

✓ необхідність і наявність ліцензій і патентів на здійснення певних видів діяльності.

При застосуванні процедури Tax Due Diligence необхідно здійснити оцінку наявних історичних податкових ризиків, що не знайшли адекватного

відображення у фінансовій звітності, а також з'ясувати склад і величину податкових активів, як тих, про які продавець заявляє в угоді, так і активів, не заявлених продавцем.

У ході процедури Tax Due Diligence можуть бути виявлені викривлення даних, які необхідно виправити. Залежно від складності і кількості викривлень, потрібно від кількох днів до півроку і більше для їх виправлення. Причинами таких викривлень можуть бути:

- облік господарських операцій без наявності належно оформлених первинних документів;
- невідповідність норм амортизації економічному процесу старіння і використання активу;
- позабалансові операції (невідображені в обліку);
- відсутність взаємодії між фінансово-економічною службою і бухгалтерією або відділом корпоративної звітності;
- інші причини.

Це не вичерпний перелік недоліків. Дуже добре, якщо компанія, яка готується до продажу, перейде на міжнародну звітність і підтвердить її у зовнішніх аудиторів. Така звітність об'єктивніше розкриває реальний стан справ у бізнесі і значно зменшує підприємницькі ризики[1].

Результат Tax Due Diligence — це поінформованість замовника про існування податкових ризиків, їх складу, структури та ймовірності виникнення.

Tax Due Diligence служить отриманню інформації та своєчасному виявленню підводних каменів угоди купівлі-продажу бізнесу. Результатом податкового Due Diligence є звіт, у який входять основна інформація і висновки за результатами Due Diligence об'єкта інвестування. Цей звіт також повинен містити рекомендації щодо шляхів усунення податкових ризиків для уникнення негативних наслідків для підприємства. Нерідко результати аналізу податкової складової об'єкта впливають на переговори щодо покупної вартості компанії. Ці результати можна буде використовувати як аргумент у переговорах про ціну з потенційним покупцем.

Висновки до розділу 5

Необхідність фінансово-кредитного та фіскального забезпечення інновацій у корпоративних фінансах є загальновизнаною умовою активізації бізнесу в Україні. Макроекономічна стабілізація та виважена грошово-кредитна

[1] *Скляров Д.* «Як підготувати компанію д о продажу» // Матеріал з ФСС "Система Фінансовий директор".// Режим доступу: http://www.1fd.ru/#/document/173/339/dfaslkdi6t/?of=copy-c5ecdb3457

політика дозволить вирішити проблеми доступу вітчизняних суб'єктів господарювання до «дешевих» кредитних ресурсів на фоні відтоку депозитних коштів з банківської системи. Зниження рівня податкового навантаження та усунення обмежень у провадженні господарської діяльності стане підґрунтям для залучення інвестицій та активізації господарської діяльності.

Численні реформи у сфері фінансово-кредитного регулювання не сприяли вирішенню ключових проблем у сфері корпоративних фінансів. Проблемним залишається надмірне податкове навантаження, великі масштаби тіньової економіки, обтяжливі податкові процедури, нестабільність податкового законодавства, обмежена доступність до дешевих кредитних ресурсів.

Виявлено чинники, що гальмують інноваційний розвиток корпоративного сектора:

- специфіка здійснення приватизації, яка не супроводжувалась припливом інвестицій, сприяла розпорошеності акціонерного капіталу, виключала умови для соціалізації прав власності та характеризувалась відсутністю ефективного контролю за діями менеджерів, недооцінюванням вартості об'єктів прав інтелектуальної;

- певна інформаційна закритість і непрозорість внутрішньо корпоративних відносин;

- низький рівень впливу фондового ринку на формування сучасної структури корпоративного сектора;

- недосконалість корпоративного управління, що пов'язано з порушенням прав акціонерів щодо обрання органів управління, відчуження активів, підготовки та проведення зборів акціонерів, недобросовісне ведення реєстру акціонерів, а також поширення рейдерства, конфлікти інтересів між акціонерами і найманими менеджерами.

Усунення або мінімізація дії зазначених факторів і деструктивних чинників пов'язано з інституціональним забезпеченням спроможності підприємств корпоративного сектору національної економіки до інноваційного розвитку, тобто їх здатності до генезису інноваційних процесів в умовах існуючого інституціонального середовища.

Обґрунтовано специфіку сучасного стану розвитку інноваційного сектору економіки та запропоновано напрямки активізації державного регулювання інноваційної діяльності за рахунок фіскальних важелів. При цьому використаний успішний досвід розвинутих країн світу, яким удалося досягнути високих рейтингів конкурентоспроможності через активізацію інноваційного фактору розвитку економіки.

Упровадження наведених заходів щодо інституціонального забезпечення інноваційного розвитку корпоративних структур буде сприяти розвит-

ку підприємств корпоративного сектора, забезпечить їх інноваційно-інвестиційну привабливість, а також має стати фактором утвердження сталого розвитку національної економіки на інноваційних засадах. яке з певним часовим лагом забезпечить зростання податкового потенціалу, тобто рівня податкових надходжень у бюджети усіх рівнів. Проте разом зі зниженням рівня оподаткування обов'язковою умовою ефективної реалізації податкової реформи мають стати супроводжувальні та не менш важливі заходи фіскального регулювання, насамперед: забезпечення стабільності податкового законодавства, спрощення процедур адміністрування податків, створення системи податкового контролю, яка обумовить невідворотність покарання за вчинення податкового правопорушення та водночас не обтяжуватиме законослухняних платників податків податковими перевірками, подолання корупції та підвищення ефективності витрачання бюджетних коштів.

Комплексна реалізація зазначених заходів обумовить позитивні зрушення щодо активізації діяльності підприємницьких структур, зменшення обсягів державного боргу країни, покращення платіжного балансу, макроекономічної стабілізації та, як наслідок, обумовить економічне зростання.

Доведено, що підвищення ефективності фіскального регулювання у напрямку активізації підприємництва впливатиме на зниження рівня податкового навантаження, забезпечення стабільності податкового законодавства, спрощення процедур адміністрування податків, створення системи податкового контролю, яка обумовить невідворотність покарання за вчинення податкового правопорушення та водночас не обтяжуватиме законослухняних платників податків податковими перевірками, подолання корупції та підвищення ефективності витрачання бюджетних коштів.

Розділ 6

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ТА БІХЕВІОРИСТИЧНА СКЛАДОВА КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

В Україні корпоративна форма бізнесу почала розвиватися як відповідь на запити часу щодо можливості розширення бізнесу, інструментом для реалізації широкомасштабних інноваційних та інвестиційних проектів на підприємствах, які мають високу вартість. Головним принципом корпоративного управління в Україні на поточному етапі стає збереження влади та накопичення капіталу топ-менеджерами. Саме перерозподіл часток акціонерів у статутному капіталі є най розповсюдженішою причиною конфліктів у корпораціях. Як правило, зміна структури власників відбувається на користь окремих груп акціонерів. У цьому разі можна вести мову про корпоратизацію прав у позаконкурентному ринку, тобто вникає можливість набуття прав власності за заниженою ціною. У вітчизняних корпораціях існує можливість суттєвого підвищення ефективності функціонування лише за рахунок покращення корпоративного управління.

Необхідність корпоративного управління обумовлена тим, що бізнес як власність належить принципалам (власникам, інвесторам), а права керування цим майном делеговані агентам — раді директорів і менеджменту, що породжує асиметрію інформації та пов'язані з нею агентські витрати, що виражаються в діях менеджменту, не спрямованих на задоволення інтересів власників. Тобто має місце суперечність функцій володіння та управління діяльністю корпорації. Така суперечність виявляється у розходженні інтересів власників і менеджерів.

Історично склалося так, що на першому етапі створення акціонерних товариств і формування вітчизняної системи корпоративного управління відбувалося за аутсайдерською моделлю. Зміна власників шляхом концентрації акціонерного капіталу в руках невеликої кількості акціонерів поступово призвели до перебудови принципів управління корпораціями за інсайдерською моделлю.

Проблема побудови ефективної системи корпоративного управління на вітчизняних підприємствах, які функціонують досить часто за умов невизначеності та динамічності соціально-економічного середовища, є важливим елементом забезпечення їх конкурентоспроможності та створення сприятли-

вого інвестиційного клімату в нашій державі. За поглиблення глобалізаційних процесів та інтеграції ефективне управління підприємством стає суттєвою перевагою у конкурентній боротьбі. В той же час, сучасне корпоративне управління стає все менш знеособленим: з'являється усвідомлення того, що «людський фактор» є значимим драйвером зростання вартості підприємства. За стрімких темпів науково-технічного прогресу, зростання потреб у вдосконаленні технологій і запровадженні наукомістких і ресурсозберігаючих виробництв людський капітал стає основою успішного функціонування підприємства. Зміни умов господарювання, спричинені переходом економіки на новий етап розвитку — еру знань та інформації, вимагають від компаній покращення транспарентності та еластичності, підвищення інноваційності та інтелектомісткості сучасних виробництв. З одного боку, використання інтелектуального капіталу компанії дає суттєві конкурентні переваги підприємству, а з іншого — власники втрачають контроль через надмірну асиметричність інформації, тобто у найманих фінансових менеджерів з'являється простір для зловживань.

Крім того, за відсутності можливості дієвого контролю з боку власників найманий працівник ризикує опинитись у пастці своєї власної самовпевненості та прийняти неправильне рішення навіть не усвідомлюючи цього. Тому, врахування поведінкових аспектів у процесі здійснення корпоративного управління стає новим викликом сучасного бізнесу. Окріслені питання знайшли свій вираз і пропонованому розлілі монографії.

6.1. Моделі та принципи корпоративного управління

Запровадження корпоративного управління сприяє відкритості та прозорості діяльності компанії, належному захисту прав інвесторів і підвищенню рівня надійності управління та контролю. Ефективна система корпоративного управління дозволяє досягнути основної мети — максимального збільшення цінності підприємства для інвесторів, зростання вартості капіталу, заохочення до раціонального використання ресурсів і підвищення довіри інвесторів.

Якісні зрушення в розвитку економіки, посилення конкуренції в поєднанні з процесами концентрації та централізації призвели до появи в кінці XIX століття корпоративної форми організації підприємств. Функціонуванню корпорацій сприяло розширення джерел залучення фінансових ресурсів, що забезпечує мобілізацію більших обсягів капіталів і зменшує рівень соціальних, політичних і фінансових ризиків.

У широкому розумінні корпорацією називаються господарські товариства (насамперед акціонерні товариства), які мають статус юридичної особи, утворені шляхом об'єднання майна засновників та існують незалежно від зміни конкретних учасників. Це форма організації бізнесу, що володіє такими основними рисами:

- є окремою юридичною особою;
- власниками юридичної особи є часткові інвестори — акціонери;
- акціонери володіють обмеженою відповідальністю (не відповідають за боргами корпорації своїм власним майном);
- функції поточного управління делегуються найманим менеджерам, які знаходяться під контролем ради директорів;
- акції, можуть бути продані (передані) однією особою іншій.

Сутність корпорації полягає у частковій власності її учасників, а основною метою є максимізація капіталу власників (акціонерів). Закономірним етапом розвитку бізнесу є перехід функцій управління до професійних менеджерів.

Відповідно до нормативно-правових норм, що визначені у Господарському кодексі України, корпорація — це договірне об'єднання, створене на основі об'єднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, які об'єдналися з передачею ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації[1].

Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначено корпоративне управління як систему відносин, яка визначає правила та процедури прийняття рішень щодо діяльності господарського товариства та здійснення контролю, а також розподіл прав і обов'язків між органами товариства та його учасниками стосовно управління товариством[2].

Окремі автори корпоративне управління ототожнюють з управлінням корпоративними правами. Це означає, що власник таких прав має право власності на частку у статутному капіталі господарського товариства, включаючи права на управління, отримання частини відповідного прибутку товариства, а також на частину активів у випадку ліквідації даного суб'єкта господарювання. Із цієї точки зору, корпоративне управління — це процес

---

[1] Господарський Кодекс України від 16.01.2003 №436-IV — Режим доступу http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/436-15

[2] Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР — Режим доступу http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96- %D0 %B2 %D1 %80

регулювання власником руху його корпоративних прав з метою одержання прибутку та управління підприємством[1].

Необхідність корпоративного управління обумовлена тим, що бізнес, як власність, належить принципалам (власникам, інвесторам), а права керування цим майном делеговані агентам — раді директорів і менеджменту, що породжує асиметрію інформації та пов'язані з нею агентські витрати, що виражаються у діях менеджменту, не спрямованих на задоволення інтересів власників.

Ефективне корпоративне управління не обмежується відносинами між акціонерами та менеджерами, а поширюється на інтереси всіх зацікавлених осіб, а саме працівників, споживачів, кредиторів, держави, громадськості. Оскільки підприємство корпоративного типу не може існувати незалежно від суспільства і кінцевий успіх залежить від їх взаємодії.

Згідно теорії корпоративного управління менеджери мають прагнути до максимізації багатства акціонерів, проте значною мірою вони переймаються власним добробутом. Так, С. Майєрс (1987) визначає такі пріоритети, які виникають у практичній діяльності менеджерів: матеріальна винагорода, нематеріальні вигоди та стабільність становища[2].

Проте у реальності, на думку громадськості, топ менеджери виконують лише необхідні мінімальні умови акціонерів для збереження власного стабільного становища і не прагнуть до максимізації цінності підприємства та забезпечення соціальної відповідальності перед громадою.

Важливою проблемою корпоративного управління є суперечність функцій володіння та управління діяльністю корпорації. Така суперечність виявляється у розходженні інтересів власників і менеджерів в зводиться до такого:

1. Різниця у формі та розмірі матеріальної винагороди, яку отримують менеджери та власники корпорацій. Зазвичай менеджери отримують винагороду у формі заробітної плати, у свою чергу власники — лише ту частку прибутку, що залишається після розрахунку корпорації за всіма своїми зобов'язаннями. Прикладом проблеми корпоративного управління є значні збитки ПАТ «Укрзалізниця», які за даними фінансової звітності 2016 року становили 7 млрд грн. На противагу — щомісячна заробітна плата керівника ПАТ «Укрзалізниця» протягом цього періоду В. Бальчуна становила 461 тис. грн. За 2016 і 2015 роки витрати на винагороду провідному управлінському персоналу формувалися переважно із заробітної плати та відповідних нара-

[1] *Мальська М. П., Мандюк Н. Л., Занько Ю. С.* Корпоративне управління: теорія та практика: Підручник. — К.: Центр учбової літератури, 2012. — 360 с. — С. 12–45.

[2] Корпоративный финансовый менеджмент: [учеб.-практич. пособие] / М.А. Лимитовский, Е.Н. Лобанова, В.Б. Минасян, В.П. Паламарчук. — М.: Юрайт, 2014. — 990 с. — С. 33–44.

хувань і склали 19,24 млн грн і 2,724 млн грн, відповідно. Отримання винагороди членами наглядової ради не передбачено відповідно до даних офіційної звітності[1].

2. Як правило, акціонери інвестують у конкретну корпорацію тільки частину свого капіталу, таким чином зменшуючи ризик шляхом диверсифікації портфеля. У свою чергу, менеджери концентрують свою діяльність у корпорації, в якій вони працюють, а втрата робочого місця становить для них значну загрозу. Отже, управлінські рішення менеджера не завжди задовольняють акціонерів, хоч їхні інтереси загалом співпадають.

3. Акціонери надають перевагу управлінським рішенням, які забезпечують отримання високого прибутку і відповідно високих дивідендів. Ризики надають можливість одержати вищу винагороду, відповідно, менеджерів і членів ради директорів слід заохочувати ризикувати без упередження про персональну відповідальність у разі понесення збитків. У той час як менеджерам більшою мірою вигідно вживати заходи, що знижують ризики та небезпеку впливу непередбачених обставин і гарантують хоч і не високі, проте стабільні прибутки. Обов'язок сумлінності передбачає виконання своїх обов'язків обачно, компетентно та обережно.

4. Віддаленість акціонерів від повсякденного управління фірмою, що проявляється у пасивності щодо участі в управлінні корпорацією. Суть проблеми колективної дії зводиться до того, що жоден акціонер або група акціонерів не має стимулу здійснювати моніторинг від імені всіх акціонерів. Тому існує велика ймовірність виходу з під контролю управління діяльністю корпорації.

Отже, важливою є функція корпоративного управляння, що полягає у забезпеченні діяльності корпорації в інтересах її власників (акціонерів), які надали фінансові ресурси для її розвитку, а також в інтересах інших зацікавлених осіб.

Зважаючи на дослідження В.В. Зимовця щодо існування деформованої моделі корпоративних фінансів, погоджуємося з тезою, що зростання макроекономічної нестабільності посилює деформацію моделі у формі прогресуючого зростання боргової залежності та офшоризації. Поєднання негативного впливу екзогенних та ендогенних чинників призвело до значних збитків і масштабної декапіталізації реального сектора економіки[2].

---

[1] Консолідована фінансова звітність ПАТ «Укрзалізниця». — Режим доступу www.uz.gov.ua/about/investors/financial_statements/

[2] *Зимовець В.В., Шелудько Н.М.* Кредитоспроможність підприємств корпоративного сектору: тенденції, проблеми, перспективи // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: Зб. матеріалів І Міжнар. наук.-практ. Конференції [Електронний ресурс]. — К. : КНЕУ, 2017. — 455 с. — С. 378.

Так, за даним Державної служби статистики України відсоток підприємств, які отримали збиток у загальній кількості великих і середніх підприємств України становить 36,6 %. Максимальної концентрації збиткових підприємств досягнуто за такими видами економічної діяльності як мистецтво, спорт, розваги та відпочинок — 56,7 %; транспорт, складське господарство поштова та кур'єрська доставка — 48,5 %; операції з нерухомим майном — 47,2 %; освіта — 35,8 % за січень-березень 2017 року. Загальна сума збитків за зазначений період великих та середніх підприємств України становила 48011,0 млн грн. Динаміку частки збиткових / прибуткових підприємств України за 2010–2017 роки наочно відображено на рис. 6.1.1 (розроблено авторами на основі[1]).

Рис. 6.1.1. Частка збиткових і прибуткових підприємств України за період 2010–2017 рр.

Як зазначає ВА. Студінський, відбувається поступова зміна поведінкової парадигми у бік гуманістичної орієнтації організаційної поведінки, посилюється її соціальна спрямованість і соціальна справедливість стосовно працівників, дотримання балансу інтересів працівників і компанії, соціальної відповідальності як перед інвесторами, так і перед суспільством[2]. Слід погодитися з думкою науковця, адже з 1998 року Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) спільно із Світовим банком, Міжнародним валютним фондом та іншими міжнародними організаціями ініційовано

[1] Фінансові результати до оподаткування за видами економічної діяльності з розподілом на великі та середні підприємства за січень-березень 2017 року — Режим доступу http://www.ukrstat.gov.ua/

[2] *Студінський В.А.* Економічна поведінка в трансформаційній економіці: Курс лекцій. — К.: Видавництво «Фенікс», 2010. — 264 с. — С. 91.

глобальну програму створення універсальних стандартів і норм корпоративного управління, що спрямована на поліпшення національних систем корпоративного управління.

Уже в 1999 році Рада ОЕСР прийняла Загальні принципи корпоративного управління, в яких містяться роз'яснення щодо того, які конкретні питання та проблеми повинні бути визначені національними стандартами корпоративного управління.

Принципи, розроблені Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР), сприяють встановленню взаємовигідних відносин між корпоративними підприємствами, кредиторами та інвесторами у випадках надання кредиту або вкладання капіталу. Принципи ЄБРР розробленні таким чином, що дають змогу адаптувати їх до конкретної держави з відповідним урахуванням діючого законодавства.

Найвідомішими стандартами національного рівня є:

1. Кодекс Кедбері, сформований Радою інформації Лондонської фондової біржі та професійною спілкою бухгалтерських службовців.

2. Кодекс найкращої практики для німецького корпоративного управління, підготовлений Німецької групою з корпоративного управління.

3. Рекомендації комітету з питань корпоративного управління, підготовлені групою, створеною Національною радою французької промисловості, Французькою асоціацією приватних підприємств і Рухом французьких підприємств.

4. Основні принципи та напрямки корпоративного управління в США, підготовлені Каліфорнійським пенсійним фондом цивільних службовців у відставці, що є найбільшим у світі пенсійним фондом і одним із найбільших світових інституціональних інвесторів.

Щодо правового статусу кодексу корпоративного управління, то він різний. Залежно від країни він може бути складовою частиною обов'язкових правил, дотримання яких є необхідною передумовою участі в торгах на фондовій біржі. Натомість в інших країнах виконання кодексів є необов'язковим, оскільки вони не мають ознак обов'язкових до виконання законодавчих актів. Проте, механізм їх дії зводиться до принципу Цвідповідай або пояснюйЦ. Директори можуть дотримуватися або не дотримуватися положень кодексу, однак у разі невідповідності їх діяльності змісту кодексу, вони зобов'язані пояснити причини відхилень. Порівняльну характеристику кодексів окремих країн представлено в табл. 6.1.1.

Таблиця 6.1.1

Порівняння кодексів корпоративного управління країн

Країна/ Вимоги	Незалежні директори	Поділ посад голови ради директорів і генерального директора	Зміна зовнішніх аудиторів	Представлення фінансової звітності	Вимога «відповідай або поясняй»	Національні особливості корпоративного управління
Бразилія кодекс CMV (2002 р.)	Максимально можлива кількість	Перевага щодо розподілу	Не визначено	Щоквартально	Немає	Застосування МСФЗ, GAAP, фінансових порад
Франція звіт Bouton (2002 р.)	До 50 % Ради	Рекомендацій немає	Регулярно для головних аудиторів	Рекомендації відсутні	Немає	залучення двох аудиторів (відповідно до законодавства)
Російська Федерація Кодекс корпоративної поведінки (2002 р.)	Більше 25 % Ради	Розподіл функцій (відповідно до законодавства)	Не визначено	Щоквартально	Немає	Правління
Сінгапур Комітет з корпоративного керівництва	Більше 30 % Ради	Рекомендовано	Не визначено	Щоквартально	Так	Надання інформації про виплати членам сімей директорів / генеральних директорів
Велика Британія Кодекс Cadbury (1992 р.) Об'єднаний кодекс (2003 р.)	Більшість виконавчих директорів. 50 % Ради	Рекомендовано. Перевага розподілу	Періодично для головних аудиторів Не визначено	Раз на півроку	Так Так	
США Conference Board (2003 р.)	Суттєва більшість Ради директорів	Роздільна - один із трьох допустимих варіантів	Рекомендовано для аудиторських фірм	Щоквартально	Немає	

Джерело: складено на основі[1]

[1] Корпоративный финансовый менеджмент: [учеб.-практич. пособие]/М.А. Лимитовский, Е.Н. Лобанова, В.Б. Минасян, В.П. Паламарчук. — М.: Юрайт, 2014. — 990 с. — С. 33–44.

Кодекси розробляють комісії з регулювання фондового ринку різних країн, наднаціональні організації, асоціації інвесторів.

Основними ідеями кодексів є необхідність щодо:

- рівного і неупередженого ставлення до усіх акціонерів щодо захисту прав та доступу до інформації;

- підзвітності топ-менеджменту раді директорів і контролю за ним з боку акціонерів;

- максимальної інформаційної прозорості компаній, що проявляється у забороні приховувати особистий інтерес у здійсненні тих чи інших угод компанії; використовувати інсайдерську інформацію в особистих цілях, що може зменшити інтереси інших учасників бізнесу, міноритарних акціонерів; спекулювати акціями керованих і керуючих компаній на короткостроковій основі.

Основними умовами для досягнення цих цілей є такі заходи:

- розподіл функцій голови правління і голови ради директорів компаній;
- введення до складу ради директорів незалежних членів;
- періодичне розкриття повної фінансової звітності компанії.

Запровадження кодексів створює передумови для етичнішого управління компанією, проте дослідники відзначають окремі можливі негативні наслідки цього процесу. Удосконалення кодексів на практиці може призвести до надмірної регламентації діяльності керівництва та менеджменту компанії, що знижує схильність до ризиків при розробці та виконанні корпоративної стратегії. Інвестори (акціонери) вважають за краще, щоб компанія відповідала кодексам, а не пояснювала причини їх недотримання. Разом з тим, міфами корпоративного управління є, що належне корпоративне управління забезпечує високі результати діяльності та гарантує високий інвестиційний дохід. Реалії полягають у визнанні, що ринки можуть збільшувати свою глибину та ліквідність, а інвестори схильні інвестувати у компанії, які дотримуються законодавчих вимог.

Принципи корпоративного управління повсякчас удосконалюються на вимоги реалій сьогодення. Так, у 2015 році переглянуті та схвалені країнами G20 12 Ключових стандартів сталих фінансових ринків, що визнані Радою фінансової стабільності, Світовим банком і Міжнародним валютним фондом. Застосовуються вони для публічних компаній і спрямовані на законодавців, регуляторів і керівників, що приймають рішення. Система корпоративного управління має бути реалізована через законодавство, що регулює діяльність компаній, нормативні акти, що регулюють ринок цінних паперів, вимоги до лістингу на фондовому ринку, стандарти бухгалтерського обліку та аудиту і добровільні кодекси.

Принципи корпоративного управління G20/OECP містять шість розділів:

1. Забезпечення основи для ефективної структури управління;
2. Права акціонерів, рівне ставлення до всіх акціонерів та ключові елементи права власності;
3. Інституційні інвестори, ринки цінних паперів та інші посередники;
4. Роль зацікавлених осіб в корпоративному управлінні;
5. Розкриття інформації та прозорість;
6. Обов'язки наглядової ради.

Ініціативою Ради фінансової стабільності (FSB) у 2017 році є експертний огляд, що передбачає дослідження стану впровадження Принципів корпоративного управління G20/OECP стосовно регульованих фінансових установ, що знаходяться у публічному лістингу, а саме банки, страхові компанії, компанії з управління активами та фінансові холдингові компанії із зазначенням ефективних методів на напрямків корпоративного управління, що призвели до зростання ефективності або призвели до слабких місць.

Варто зазначити, що законодавча база країн з розвиненою ринковою економікою, приклад США, змінюється реагуючи на фінансові кризи, махінації та ін. Так Закон, що регулює пропозицію і продаж цінних паперів, діє від 1933 року (Закон про цінні папери). Закон про фондові біржі діє від 1934 року.

Закон Сарбейнса–Окслі діє від 2002 року та регулює питання, що стосуються фінансової звітності, Ради з нагляду за звітністю публічних компаній, незалежність аудиторів і засвідчення звітності посадовими особами.

Закон Додда-Франка від 2010 року визначає комплексну реформу у відповідь на фінансову кризу 2008 року, включаючи нові правила винагороди посадових осіб, корпоративного управління та розкриття інформації.

Законом про сприяння діяльності нових підприємств від 2012 року визначено заходи, що сприяють економічно доцільному доступу до капіталу та перспективи розвитку нових компаній, що швидко зростають.

Для кожної країни характерна своя власна модель корпоративного управління, риси якої обумовлені історичними факторами розвитку, економічними, правовими й соціальними особливостями. Моделі відрізняються за складом учасників корпоративних відносин, законодавчою базою, що регулює їхні взаємовідносини, вимогами до розкриття інформації тощо[1].

За загальними ознаками конкретного прояву названих та інших елементів моделі корпоративного управління прийнято розподіляти на англо-американську, японську та німецьку (західноєвропейську).

---

[1] *Мальська М. П., Мандюк Н. Л., Занько Ю. С.* Корпоративне управління: теорія та практика. Підручник. — К.: Центр учбової літератури, 2012. — 360 с. — С. 12-45.

Зважаючи на значну розпорошеність акціонерного капіталу і тенденцію до зростання кількості незалежних (не пов'язаних з корпорацією) акціонерів, що притаманні англо-американській моделі, її інколи називають аутсайдерською**.** Тобто, це — ринково орієнтована модель корпоративного управління, яка націлена на максимальне та пріоритетне задоволення інтересів акціонерів, у якій мають місце постійні тенденції до зростання кількості та частки інституційних інвесторів, з одночасним перебуванням значної частини цінних паперів у руках великої кількості індивідуальних інвесторів.

Аутсайдерська система управління передбачає досить велику розпорошеність акціонерного капіталу в руках значної кількості осіб. Прийняття рішень в управлінні корпорацією у більшості випадків залежить від менеджерів.

Характерні риси англо-американської моделі корпоративного управління пов'язані з особливостями акціонерної форми власності, а саме, з відсутністю к корпораціях значних, домінуючих над іншими, інвесторів. Акціонерний капітал корпорацій значною мірою розпилений. Більшість корпорацій не має у своїх реєстрах жодного індивідуального або інституціонального акціонера, частка якого становила б більше 25 % статутного капіталу. Таким чином, жодна група акціонерів не може пред'явити претензії на особливе представництво в Раді корпорації

Важливою особливістю є те, що більшість акцій знаходяться у власності інституціональних інвесторів — пенсійних і пайових фондів. Ці інвестори виступають скоріш за все у ролі фінансових менеджерів, які не прагнуть до представництва в радах директорів і, зазвичай, уникають відповідальності за діяльність компаній, у яких володіють значними пакетами акцій.

Розпиленість і розмитість акціонерного капіталу, що характерно для англо-американської моделі, значно полегшує перетікання акцій від одних власників до інших, оскільки дрібному акціонерові значно легше прийняти рішення щодо продажу акцій, ніж власникові великого пакета акцій. Як наслідок, англійський та американський фондові ринки характеризуються високою ефективністю та ліквідністю, а продаж пакетів дрібними інвесторами є технічно швидкою і легкою процедурою.

Натомість, японська та німецька моделі отримали назву інсайдерських, де право власності та контроль над корпорацією перебувають у руках досить однорідних груп інсайдерів (осіб, тим чи тим способом пов'язаних з корпорацією). Відповідно, важливу роль у цій моделі відіграють взаємовідносини між її учасниками, а її наріжним каменем є максимізація добробуту не лише акціонерів, а й трудового колективу, держави, загалом усіх учасників корпорації.

Тобто інсайдерська система управління передбачає, концентрацію власності в руках незначної кількох осіб, які володіють великими частками корпоративного капіталу. Переважна частина функцій управління здійснюється юридичними чи фізичними особами, органи управління корпоративним підприємством перебувають під їх прямим впливом. Часто інсайдери є одночасно акціонерами і менеджерами таких корпорацій.

Діючі в Німеччині законодавча й суспільна структури розроблені таким чином, щоб ураховувати інтереси службовців корпорацій, банків і акціонерів у системі корпоративного управління. І хоча в цілому система зорієнтована на ключових учасників, багато уваги приділяється і дрібним акціонерам, як наприклад, положення про пропозиції акціонерів до порядку денного загальних зборів.

Характерною рисою більшості німецьких корпорацій є надання переваги банківському фінансуванню перед акціонерним, тому капіталізація фондового ринку невелика порівняно з потенціалом економіки, а частка індивідуальних акціонерів у капіталі компаній є низькою. Тому не дивно, що структура управління акціонерним товариством зміщена у бік контактів між ключовими учасниками — банками та корпораціями. Як і в японській моделі, банк одночасно виступає акціонером, кредитором, емітентом цінних паперів (у тому числі боргових зобов'язань), депозитарієм і агентом, який голосує на річних загальних зборах.

Японська модель корпоративного управління є багатосторонньою і припускає наявність промислово-фінансової групи «кейрецу», яка включає банки, що зробили великі інвестиції в підприємства, характеризуються спільним позиковим і акціонерним капіталом, торгівлею товарами та послугами, неформальними контактами, розгалуженою «перехресною» власністю. Корпорація, яка належить до певного «кейрецу», має набагато більше вигоди від ділових відносин з іншими членами «кейрецу», ніж від дивідендів, які отримує від них[1].

На практиці майже 80 % японських корпорацій узагалі не мають зовнішніх членів, і правління є представником інтересів компанії та її провідних пайовиків. І це за відсутності таких елементів німецької системи, як представництво службовців і наявність представників від банків. Майже всі японські директори є старшими службовцями фірми. Банки ж делегують зазвичай своїх представників на нижчі посади для нагляду за обліком і ревізією бухгалтерської звітності.

---

[1] *Мальська М. П., Мандюк Н. Л., Занько Ю. С.* Корпоративне управління: теорія та практика: Підручник. — К.: Центр учбової літератури, 2012. — 360 с. — С. 12–45.

Японська модель передбачає взаємне проникнення капіталу і орієнтацію компаній, перш за все, на загальні корпоративні і державні інтереси. При цьому менеджери компаній повністю їх контролюють, будучи практично єдиними учасниками однопалатної ради директорів. Японська модель, передусім, передбачає соціальну організованість на рівні корпорації та ділову організованість на рівні індустріальної групи. Для японської моделі характерна активна роль держави, яка бере участь у стратегічному плануванні, передбачається офіційне й неофіційне представництво уряду в Раді корпорації.

Проте наявність різних моделей корпоративного управління не знімає існування таких спільних проблем:

- забезпечення інтересів дрібних інвесторів;
- суперечності між коротко- та довгостроковими інтересами інвесторів;
- суперечності між виконавчими та контролюючими органами управління корпорацій;
- суперечності між різними групами інвесторів[1].

В Україні сформувалась змішана система корпоративного управління, проте з переважаючими аутсайдерськими рисами, що пов'язано з великою кількістю власників цінних паперів, переважно внаслідок масової приватизації державних підприємств на початку 90-х років XX століття.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України відповідно до покладених на неї завдань здійснює методологічне забезпечення запровадження та розвитку принципів корпоративного управління згідно з законодавством; проводить перевірки діяльності емітентів щодо стану корпоративного управління; узагальнює практику застосування законодавства з питань корпоративного управління[2].

За останні сім років питання корпоративного управління регулювалося методичними документами, що, на нашу думку, є недостатнім з точки зору глибини та повноти розкриття принципів і підходів до корпоративного управління, а саме:

РІШЕННЯ ДКЦПФР №52 Про схвалення проекту нової редакції Принципів корпоративного управління України, затверджених рішенням ДКЦПФР від 11.12.2003 № 571.

РОЗ'ЯСНЕННЯ від 23.02.2010 р. №1 Про порядок застосування частини першої статті 54 Закону України «Про акціонерні товариства» щодо переобрання голови наглядової ради акціонерного товариства.

---

[1] *Мальська М. П., Мандюк Н. Л., Занько Ю. С.* Корпоративне управління: теорія та практика. Підручник. — К.: Центр учбової літератури, 2012. — 360 с. — С. 12–45.

[2] Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — Режим доступу https://www.nssmc.gov.ua/activities/corpmanagement

РОЗ'ЯСНЕННЯ від 23.02.2010 р. №4 Про порядок застосування окремих норм Закону України «Про акціонерні товариства» щодо порядку обрання членів наглядової ради акціонерного товариства шляхом кумулятивного голосування.

РОЗ'ЯСНЕННЯ від 16.03.2010 р. №5 Про порядок застосування пункту 14 статті 2, статті 35 та частини сьомої статті 38 Закону України «Про акціонерні товариства» щодо повідомлення про проведення загальних зборів акціонерного товариства

РОЗ'ЯСНЕННЯ від 10.08.2010 р. №7 Про порядок застосування розділу XII.

Тому на часі є актуалізація корпоративного управління в Україні з метою підвищення відповідності вимогам сьогодення.

6.2. Корпоративна модель управління у забезпечення конкурентоспроможності підприємства

Соціально-економічні зміни, що відбуваються в суспільстві, викликали трансформацію корпоративної моделі управління. Перед вітчизняними корпораціями постала дилема: чи інтегруватися у глобальний світовий простір, засвоївши нову систему світових і європейських цінностей, чи бути приреченим на відставання, деградацію, втрату конкурентоспроможності та в кінцевому підсумку, втрату ринків через неефективне управління. Проблема побудови ефективної системи корпоративного управління на вітчизняних підприємствах, які функціонують досить часто в умовах невизначеності та динамічності соціально-економічного середовища, є важливим елементом забезпечення їх конкурентоспроможності та створення сприятливого інвестиційного клімату в нашій державі. В умовах поглиблення глобалізаційних процесів та інтеграції, ефективне управління підприємством є дієвою зброєю у конкурентній боротьбі. Корпорація як форма організації бізнесу існує понад вісімнадцять століть. Саме поняття «корпорація» виникло ще за часів Римської імперії (160-і рр. н.е.), походить від латинського «corpushabere» й означає існування низки різних об'єднань підприємницького, професійного та іншого типів, які з'явилися та інституціоналізувалися в ході суспільно-економічної трансформації. Наприклад, у середні віки впродовж століть існували професійні об'єднання ремісників-цехових майстрів: корпорації шкіряників, сукноробів, майстрів золотих справ та інші.

Сьогодні в економічній і правовій літературі немає чіткого визначення цього поняття, воно трактується неоднозначно, проте корпоративна форма організації бізнесу є домінуючою в світі і до корпоративного сектору нале-

жать усі господарські підприємства, які ґрунтуються на членстві. Дослідженням корпоративної моделі управління займалися і займаються відомі українські науковці: І. О. Геєць, О. І. Гарафонова, В. А. Євтушевський, О.І. Жилінська, І. А. Ігнатьєва, М. П. Мальська, В. М. Суторміна, О. О. Терещенко та ін. Недостатньо розробленою залишається концепція взаємозалежності між корпоративною моделлю управління та формуванням конкурентоспроможності підприємства. Відповідно ключовими завданнями є формування якісно нової моделі корпоративного управління, що базується на реалізації економічного та інтелектуального потенціалу підприємства, та оцінка взаємодії механізму корпоративного управління та конкурентоспроможності.

Загалом під корпорацією розуміють договірне господарське об'єднання, створене на основі економічних інтересів виробників та акціонерів (власники акцій, які мають обмежену відповідальність у розмірі свого внеску в капітал корпорації) з метою отримання максимального прибутку від виробничої діяльності і вкладених інвестицій. Проте існують корпорації, які не мають за мету отримання прибутку — релігійні, освітянські, медичні та інші некомерційні організації. Крім того, корпорація може також означати пов'язані в ланцюг або в мережу підприємства і саме цей ланцюг або мережа в цілому і є підприємством, яке набуває організаційно-господарської форми.

Усім корпораціям притаманні такі ознаки:

•добровільне об'єднання фізичних і юридичних осіб, що мають загальні інтереси та єдину стратегію розвитку;

•об'єднання капіталів і складний майновий комплекс;

•юридична особа, від імені якої ведеться бізнес, яка не відповідає за зобов'язаннями власників;

•власність корпорації визначається частками у власному капіталі;

•безстрокове існування;

•принципи обмеженої відповідальності (акціонери відповідають за зобов'язаннями і боргами корпорації лише в межах своїх внесків);

•інституційний (правовий і персональний) розподіл функцій власності і управління;

•централізація менеджменту — колективне прийняття рішень власниками і (або) найманими управляючими;

•акціонери здійснюють контроль корпорації, власниками якої вони є;

•загальні збори акціонерів — вищий законодавчий орган корпорації, рада директорів — вищий виконавчий орган стратегічного управління;

•вільна (або примусова) передача акцій.

Корпорації можуть бути у формах державних і муніципальних підприємств, акціонерних товариств, спеціалізованих фінансових посередників (банки, страхові компанії, НПФ, інвестиційні компанії, корпорації розвитку і т.д.), інтегровані (консорціум, картель, синдикат, концерн, трест, конгломерат, ФПГ, ТНК).

Тому, систематизуючи усі визначення, в економічній літературі термін «корпорація» застосовується як:

- синонім поняття «компанія»(такий підхід широко використовується в американській економіко-правовій системі) та «акціонерне товариство» — господарюючий суб'єкт, капітал якого отриманий пайовою участю кількох осіб (юридичних і/чи фізичних);

- надфірмове утворення (оформлене організаційно як концерн, холдинг, група компаній, бізнес-альянс тощо), що концентрує права власності та контролю над діяльністю інших підприємств, що мають обмежену самостійність. У свою чергу в українському законодавстві термін «корпорація» застосовується для позначення одного з чотирьох видів об'єднань підприємств. Відповідно до Закону України «Про господарські товариства» під корпорацією розуміють договірне об'єднання, створене на основі поєднання інтересів засновників (виробничих, наукових, комерційних), яке делегує окремі повноваження фахівцям, зберігаючи в межах законодавства та статуту своєї частки в спільному капіталі[1]. А ст .120 Господарського кодексу України визначає чотири види господарських об'єднань: асоціація, корпорація, консорціум і концерн, з яких перші два види — договірні, інші — статутні[2];

- інтегрована структура, що особливим чином впорядковує майнові відносини учасників при спільному веденні бізнесу для досягнення певної мети за рахунок отримання додаткових переваг (ефект синергії).

Сучасне використання терміну «корпорація» істотно відрізняється залежно від основних систем права: англійська система суспільного права (США, Великобританія, Канада, Австралія, Індія, ПАР і Ізраїль) і цивільна чи континентальна система права, у рамках якої розрізняють німецьку, французьку і скандинавську системи права. В англійській системі поняття «корпорація» має досить широке використання при розгляді організації як єдиного цілого і як учасника господарювання. У даній системі права корпорація ототожнюється з акціонерним товариством, тобто в основу її створення покладений акціонерний капітал. У США всі корпорації діляться на 4 групи: пуб-

[1] Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12

[2] Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-ГУ.[Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15

лічні, напівпублічні, підприємницькі, непідприємницькі. У країнах континентальної (цивільної) системи права, поширеній у більшості західноєвропейських країн та Японії, поняття «корпорація» набагато ширше і до них відносять різні види господарських товариств (повні, командитні, акціонерні, товариства з обмеженою відповідальністю), господарські об'єднання (концерни, холдинги, синдикати), кооперативи, орендні, державні підприємства, а також різні негосподарські союзи й асоціації.

Практика показує, що сьогодні такі фактори як рівень економічного розвитку країни, її правова система, історичні, політичні та культурні особливості розвитку, традиції впливають на корпоративну структуру та методи корпоративного управління, які суттєво відрізняються, і саме ці фактори створили передумови виникнення різних «моделей корпоративного управління». Оскільки головною функцією корпоративного управління є організація виробничої, фінансової, інноваційної, інвестиційної та інших видів діяльності підприємства в інтересах акціонерів, то корпоративне управління створює правове поле для визначення повноважень, прав і відповідальності різних учасників корпоративних відносин і регулює їх взаємозв'язки.

Можливості впливу акціонерів на управлінські рішення визначаються поширеними у світі двома управлінськими системами сучасного корпоративного управління:

- *інсайдерська система* (*insider's model,* західноєвропейська та японська моделі) — значна концентрація акціонерної власності в руках кількох осіб (як юридичних, так і фізичних), які володіють великими частками корпоративного майна, що робить виключною роль власника у прийнятті та реалізації управлінських рішень і менеджмент перебуває під їх прямим впливом, а інсайдери, як правило, водночас є акціонерами та менеджерами (континентальна Європа та Японія);
- *аутсайдерська система* (*outsider's model,* англо-американська модель) — передбачає значний вплив менеджменту на прийняття та реалізацію управлінських рішень через розпорошеність акціонерного капіталу серед значної кількість дрібних інвесторів (США та Великобританія).

У кожній країні система управління має свої особливості та складові елементи, що входять до неї та відрізняють її від систем інших країн. Існують такі три основні моделі корпоративного управління: англо-американська, німецька (європейська) і японська, а також виокремлюють сімейну модель.

Таблиця 6.2.1

Моделі корпоративного управління: їх особливості та недоліки

Модель (країна)	Основні характеристики	Ключові учасники	Система органів управління	Недоліки
Англо-американська модель (США, Канада Великобританія, Австралія, Нова Зеландія та інші країни)	значна розпорошеність акціонерного капіталу (індивідуальні та інституційні інвестори); передбачає розподіл володіння і контролю, що дозволяє інвесторам передавати керівництво менеджерам, призначаючи їх агентами, а оплату за розподіл володіння і контролю називають агентськими послугами; жорсткі вимоги щодо розкриття інформації; висока ліквідність фондового ринку; висока вартість залучення капіталу	Менеджери, директори, акціонери (особливо інституційні), урядові агентства, біржі, саморегулівні організації, консалтингові фірми.	Унітарна, оскільки в раду директорі входять інсайдери та аутсайдери	Наявність конфлікту інтересів інвесторів, які хочуть мати великі прибутки та керівництва компанії, яке орієнтується на короткострокові цілі
Німецька (західно-європейська) модель	концентрація власності в руках середніх і великих акціонерів при значному їх перехресному володінні; двопалатне правління, що складається з виконавчої (чиновників корпорації) і наглядової (спостережної) (працівників/службовців компанії і акціонерів) рад; узаконені обмеження прав акціонерів щодо голосування — статут підприємства обмежує кількість голосів, які акціонер має на зборах, що може не збігатися з кількістю акцій, якими він володіє; перевага надається банківському фінансуванню, а не акціонерному, і тому капіталізація фондового ринку незначна; великий вплив банківських формувань; низька вартість залучення капіталу	Банки і корпоративні акціонери, а . банк одночасно є акціонером і кредитором, емітентом цінних паперів і боргових зобов'язань, депозитарієм і агентом, що голосує на річних загальних зборах. Три найбільші німецькі банки (DeutscheBank, Dresdnerbank і Commerzbank) входили в спостережну раду 85 зі 100 найбільших німецьких корпорацій	Дворівнева, передбачає розрізнення функцій наглядової ради та правління	Низький рівень інформаційної прозорості акціонерного товариства; складна схема інвестування; неналежна увага до захисту прав дрібних акціонерів
Японська модель	об'єднання бізнесу з боку окремих компаній у групи; висока питома вага банків та інших корпорацій у складі акціонерів; банківська система відрізняється міцними зв'язками; широке використання корпораціями залучених коштів; жорсткі вимоги до розкриття інформації (піврічний звіт з інформацією про структуру капіталу, членів ради директорів, зарплати менеджменту вищої ланки, відомості про передбачувані злиття, зміни в статуті, список 10 найбільших акціонерів корпорації); схвалення акціонерів вимагають такі питання: виплата дивідендів, вибори ради директорів, призначення аудиторів, внесення змін у статут, злиття, поглинання. Основним джерелом фінансування є власний банк, що знижує вплив фондового ринку	Ключовий банк (основний внутрішній акціонер), фінансово-промислова група, афілійовані корпоративні акціонери, правління та уряд.	Унітарна, орієнтована на соціальну єдність усіх учасників і здійснюється за принципом «рівний серед рівних»; рада директорів складається переважно з «внутрішніх» членів (до 50 осіб); відсоток незалежних членів надзвичайно низький	Недостатня прозорість інформації про діяльність акціонерного товариства; низька система захисту прав дрібних акціонерів; недостатня увага до питань прибуткової діяльності

Модель (країна)	Основні характеристики	Ключові учасники	Система органів управління	Недоліки
Сімейна модель (країни Азії, Латинської Америки, Канади, Швеції, Італії, Південної Африки)	Акціонерний капітал зосереджений в руках окремих сімейних кланів; головна компанія здійснює повний контроль над капіталом всіх учасників об'єднання	Члени однієї сім'ї	Корпорації будуються за принципом піраміди — її капітал значно перевищує реальні ресурси сім'ї за рахунок випуску подвійного класу акцій і перехресного володіння	Задоволення інтересів сім'ї на шкоду інтересам розвитку бізнесу; нерозвиненість механізмів захисту дрібних акціонерів; недостатня інвестиційна та інноваційна активність корпорацій; непрозорість компаній

Джерело: складено авторами на основі[1]

Слід мати на увазі, що в Україні з 2004 року, коли був прийнятий Господарський кодекс, не всі господарські товариства потрапляють під поняття корпоративних. Ст. 80 Господарського кодексу виділяє п'ять видів господарських товариств: акціонерне товариство (публічне і приватне), товариство з обмеженою відповідальністю, товариство з додатковою відповідальністю, повне товариство, командитне товариство[2].

Однозначно до корпоративних не належать приватні підприємства, а також такі товариства, як повне та командитне, оскільки тут немає жорсткого розмежування власників та управлінців (менеджерів), і не існує обмеженої відповідальності. Дискусійною залишається роль товариств із додатковою відповідальністю, віднесення їх до об'єднань капіталів і в цілому до корпорацій. Крім того, своєрідними об'єктами управління є державні підприємства, які в деяких випадках і видах мають риси, притаманні корпораціям.

Наразі в Україні налічується близько 15266 публічних і приватних АТ, проте вітчизняна модель корпоративного управління є недостатньо розвиненою, що обумовлено погіршенням інвестиційного клімату та зростанням тенденцій до відтоку капіталів, насамперед іноземних інвестицій через тимчасову окупацію Російською Федерацією частини території України- Автономної

[1] *Геєць І. О.* Особливості формування сучасного стану корпоративного сектора економіки України// Економіка. Фінанси. Право. — 2009. — № 5; *Дементьева А.Г.* Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. — 2008. — № 8; *Євтушевський В. А.* Корпоративне управління: підручник / В. А. Євтушевський. — К.:Знання, 2006. — 406 с.; *Ігнатьєва І. А.* Корпоративне управління: підручник / І. А. Ігнатьєва, О. І. Гарафонова. — Київ : Центр навчальної літератури, 2013. — 600 с.

[2] Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-ГУ. [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15

Республіки Крим і міста Севастополя (лютий-березень 2014 р.), розпалювання Росією збройного конфлікту в материковій Східній Україні (квітень 2014 р.) та застосуванням проти України концепції «гібридної війни» — поєднання традиційних і нетрадиційних форм ведення воєнних дій, коли агресор хоче їх сполучити в ударну комбінацію для зруйнування системи безпеки супротивника шляхом використання класичних збройних сил, диверсійних груп, незаконних збройних формувань паралельно з організацією громадянських протестів під впливом інформаційно-пропагандистських засобів, що доповнюються хакерськими атаками на інформаційні системи противника[1].

Загалом вітчизняна модель корпоративного управління має інтегрований характер. Оскільки включає як елементи з англо-американської моделі (розпорошеність акціонерного капіталу, трирівневе управління товариством, загальні збори, спостережна рада, правління, важлива роль головного керівника), німецької (нерозвинений фондовий ринок), і з японської (тенденції до зростання концентрації власності). Більше того серед великих корпорацій України досить поширеною є, на наш погляд, сімейна модель управління (сімейно-кланові корпорації, кількість яких особливо зросла за часів В. Януковича, коли були внесені зміни до законодавства про АТ, згідно яких засновником може бути навіть одна особа), при якій ключовими учасниками є ФПГ і банки, управління здійснюється афілійованими особами, відсутній серйозний вплив індивідуальних інвесторів на справи корпорації. У світі ж сімейні корпорації розвивалися у більшості випадків еволюційним природним шляхом.

Обрання ефективної моделі корпоративного управління для підприємства є стратегічним завданням для забезпечення подальшої його конкурентоспроможності, а недостатня увага до питань корпоративного управління може спровокувати послаблення конкурентних переваг корпорації і призвести до дезорганізації виробництва. Крім того, конкурентоспроможність підприємства — вирішальний чинник комерційного успіху в ринковій економіці. Розвиток теорії управління і теорії конкуренції посилює значення конкурентоспроможності підприємств і актуалізує наукові дослідження у цьому напрямку. М. Портером концепція конкурентоспроможності розкривається через продуктивність, тобто здатність генерувати вартість. Даного підходу дотримується і Європейська Комісія, що відображено у Європейському Звіті з конкурентоспроможності[2]. Відповідно, пов'язуючи конкуренцію та управління, конкурентоспроможність можна розглядати як цільовий орієнтир фун-

---

[1] *Головченко Д., Дорошко М.* Гібридна війна Росії проти України: історико-політичне дослідження. — К.: Ніка-Центр, 2016. — 184 с. — С. 13.

[2] European competitiveness report 2003 SEC (2003) Commission staff working document. Luxemburg, 2003. — Електронний ресурс:ec.europa.eu/DocsRoom/documents/3020/attachments/1 /transl a

кціонування підприємства, який представляє собою комплекс параметрів функціонування бізнесу, що дозволяють сформувати і посилювати конкурентні ринкові переваги з метою досягнення цілей бізнесу. Сучасна концепція конкурентоспроможності базується на ефективній реалізації порівняльних динамічних інноваційних переваг, які створюються в процесі реалізації інноваційної політики управління і дозволяють сформувати інтелектуальний капітал підприємства. Інформаційна революція, поступовий перехід до VI технологічного укладу, зростання ролі інформації та знань змушують підприємства постійно шукати нові джерела динамічних конкурентних переваг:

- удосконалювати корпоративну модель управління,
- впроваджувати нові виробництва й технології, товари, методи організації виробництва і збуту,
- розвивати людський капітал,
- створювати унікальну інноваційну корпоративну культуру.

Ми вважаємо, і це підтверджують наукові дослідження, що на світовому ринку найміцніші позиції та високу конкурентоспроможність мають компанії, в основі яких є сімейна корпоративна модель управління. Зокрема, за даними дослідження Гарвардської школи бізнесу і бізнес-школи Wharton при Університеті Пенсильванії в 2004 році в США більше 35 % з 500 найбільших компаній були сімейними корпораціями. Під сімейної корпорацією розумілася компанія, більше 5 % акцій якої належить членам однієї сім'ї, члени якої займають у ній керівні посади[1]. Серед сімейних корпорацій є такі гіганти, як Nestle, Ikea, Marriott, NewsCorp., Disney, Ford, Mitsubishi, Toyota та багато інших прикладів. Сімейні корпорації діють на різних континентах, у різних сферах і галузях. У них працюють, за різними оцінками експертів, приблизно 60 % працездатного населення Землі. Найстарішим у світі сімейним бізнесом вважають японську корпорацію KongoGumi, офіційною датою заснування якої був 578 р. н.е.[2] Проіснувавши 14 століть, ця компанію припинила існування наприкінці XX ст. через поглинання японським гігантом Takamatsu в 1980-х роках під час економічної кризи.

Яким чином сімейна модель управління сприяє зміцненню конкурентоспроможності компанії? На наш погляд, завдяки органічному поєднанню корпоративних цінностей із сімейними, більшій гнучкості та креативності, орієнтації на довгострокову перспективу.

---

[1] De Carlo S., ZajacB. The World's Biggest Companies. — Електронний ресурс:forbes.com/2008/04/02/worlds-largest-companies-biz-2000global08cx_sd_0402global_land.html.

[2] Дела семейные: особенности семейного бизнеса. — Електронний ресурс:http://www.ceo.ru/news/business/effectivnost/dela-semejnye-osobennosti-semejnogo-biznesaf

Компанією Price water houseCoopers (PwC) було проведено цікаве дослідження «сімейних» корпорацій, у ході якого респондентам пропонувалося оцінити окремі параметри. У результаті було виявлено, що сімейна модель корпоративного управління дозволяє створити сильніший дух підприємництва в бізнесі (з цим погодилися відповідно 59 % респондентів у світі та 80 % опитуваних респондентів у Східній і Центральній Європі (ЦСЄ); ефективніше та швидше приймати рішення (відповідно 69 % респондентів у світі та 70 % у ЦСЄ); приймати на себе більше ризиків (відповідно 38 % респондентів у світі та 68 % у ЦСЄ). Проте такі компанії частіше мають труднощі в періоди виходу з кризи (з цим погодилися відповідно 34 % респондентів у світі та 43 % опитуваних респондентів у Східній і Центральній Європі).[1]

Корпорації із сімейною корпоративною моделлю управління мають:

1. довгострокові перспективи розвитку. Для даної категорії розвиток компанії в довгостроковій перспективі є найважливішою метою, яку дані компанії планують досягти в найближчі 5 років. На другому місці стоїть залучення висококваліфікованого персоналу та більш професійне управління компанією;

2. врегулювання конфліктів. Сімейні корпорації у 83 % випадків застосовують певні процедури, що дозволяють їм розв'язувати проблеми та врегульовувати конфліктні ситуації у середині сім'ї;

3. наслідування бізнесу. Лише 20 % сімейних корпорацій у світі планують повну або часткову продажу свого бізнесу, і лише 4 % планують передачу володіння бізнесом наступному поколінню із залученням до управління зовнішніх менеджерів. Це дозволяє таким корпораціям проводити стабільну та цілісну корпоративну політику протягом тривалого часу у порівнянні з іншими корпораціями[2].

Другою за поширеністю у світі є англо-американська модель управління. Хоча тривалий час у науковій спільноті побутувала думка, що саме дана модель корпоративного управління є найпоширенішою. Прийнято вважати, що типовою американською корпорацією є корпорація з розпорошеною власністю, описана А. Берле і Г. Мінзав 1932 р. у науковій праці «Сучасна корпорація і приватна власність». Основними власниками капіталу в компаніях з англо-американською моделлю управління є приватні та інституційні інвестори. При цьому частка індивідуальних акціонерів у сукупному акціонерно-

[1] Частный и семейный бизнес в России: вызовы и факторы роста сегодня и завтра. — Електронний ресурс: www.pwc.ru/ru/private-companies/family-business/assets/pfbs_report_rus_final.pdf

[2] Частный и семейный бизнес в России: вызовы и факторы роста сегодня и завтра. — Електронний ресурс: www.pwc.ru/ru/private-companies/family-business/assets/pfbs_report_rus_final.pdf

му капіталі за останні 35–40 років скоротилася з 84 % у 1965 р до 49,2 % у 2000-х рр. Серед інституційних інвесторів у даний час основними власниками акцій є: пенсійні фонди (17,6 % сукупного акціонерного капіталу), взаємні інвестиційні фонди (5,2 %), банківські трасти (3,2 %) і страхові компанії (2,7 %)[1]. Інституційні інвестори, які, наприклад, у США володіють більше 50 % акціонерного капіталу, виступають, зазвичай, у якості фінансових менеджерів і не прагнуть приймати на себе відповідальність за ті компанії, де вони володіють великими пакетами акцій. Приватні та інституційні інвестори, як правило, орієнтовані на короткострокові цілі отримання прибутку за рахунок курсової різниці. Через механізм фондового ринку інвестори здійснюють моніторинг корпоративного управління, і вартість акцій у кінцевому підсумку залежить від якості цього управління. У разі неефективного управління корпорацією відбувається перехід контролю над нею через знову ж механізм фондового ринку.

Цікавою тенденцією є поява останнім часом у США все більшої кількості законодавчих актів, що дозволяють директорам враховувати інтереси не тільки акціонерів, але й тих учасників корпоративних відносин, які не володіють акціями (аналогічні норми містить і англійський «Закон про компанії» 1985 р.). Це, як правило, персонал компанії або місцеве населення. Але такі норми носять рекомендаційний характер, і в менеджменті поширеною є думка, що представництво або врахування інтересів всіх груп «співучасників» діяльності корпорації призведе до політизації ради директорів і, в кінцевому підсумку, до прийняття неефективних рішень[2].

Англо-американська модель корпоративного управління постійно розвивається та вдосконалюється, що дозволяє їй залишатися досить конкурентоспроможною. У 2002 р. після ряду корпоративних скандалів у США відбулися докорінні зміни в системі корпоративного управління згідно із законом Сарбейнса-Окслі, (the Sarbanes — Oxley «Corporate Reform Act» of July 30.2002). Аналогічні процеси відбуваються у Великобританії, де з 1 січня 1999 р. набрав чинності «Об'єднаний кодекс корпоративного управління» (The Combined Code), який став доповненням до правил лістингу на London Stock Exchange (LSE) (деталізував фінансові аспекти корпоративного управління, питання винагороди членів ради директорів). Зміни у законодавстві спрямовані насамперед на захист інтересів інвесторів і персоналу корпорацій.

---

[1] *Кочетков Г.Б., Супян В.Б.* Корпорация: американская модель. — СПб.: Питер, 2005.- С. 35–36.

[2] Корпоративное управление. Владельцы, директора и работники акционерного общества / Пер. с англ. — М.: Джон Уайли энд Санз, 1996. — 68 с.

Корпорації з німецькою моделлю управління контролюються банками, страховими компаніями, інвестиційними фондами. Зокрема, у Німеччині серед банків — це Deutsche Bank AG, Dresdner bank AG, Komerzbank AG. Також поширеним є перехресне володіння акціями, коли дві компанії володіють акціями одна іншої. Конкурентоспроможність їх досягається за рахунок високої концентрації капіталу та доступу до дешевих фінансових ресурсів.

Тенденція до перехресного володіння акціями в останні роки набуває поширення і серед українських компаній. Інформація про справжніх власників компанії та бенефіціарів до цього часу в Україні була закритою, що призводило в окремих випадках до економічних зловживань і маніпуляцій. Проте в серпні 2017 року Україна приєдналася до Глобального реєстру бенефіціарних власників — ініціативи Transparency International щодо сприяння прозорості й запобігання корупції. І тепер дані про бенефіціарів українських компаній доступні на Єдиному державному порталі відкритих даних.

Глобалізація у сфері корпоративного управління проявляється в тому, що відбувається реформа системи корпоративного управління, в процесі якої уряди та громадськість більшості країн намагаються якомога краще опрацювати норми корпоративного управління і застосовувати кращі риси. У Верховній Раді України зареєстровано законопроект (реєстраційний №5592-д) щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів, який передбачає дерегуляцію, спрощення корпоративного управління та повне перезавантаження питання публічності АТ: пропонується привести у відповідність організаційну форму компаній і їх сутність — виконувати високі законодавчі вимоги повинні лише дійсно публічні АТ, а для всіх інших — приватних АТ — пропонується зменшити регуляторне навантаження; оптимізується обсяг розкриття інформації акціонерними товариствами, а також демонополізуються шляхи розкриття. Дана ідея вже застосовувалась у сусідніх країнах і означає, що з якогось моменту всі акціонерні компанії вважатимуться приватними, незалежно від таких чинників, як кількість акціонерів, наявність біржового курсу з їхніми цінними паперами чи корпоративної структури, а далі, якщо воно хоче відповідати ознакам публічності або хоче робити залучення капіталу, воно має пройти певний шлях. Публічні АТ — це ті, які залучають або мають намір залучати капітал і будуть підпорядковуватись суворим правилам, які діють у ЄС.

Під впливом глобалізація та інформаційної революції виникають нові форми побудови організації та, відповідно, корпоративних моделей управління, зокрема: віртуальні корпорації та економічні мережі. Економічна мережа представляє собою «кластер корпорацій, яких об’єднує приналежність до однієї технології, вони використовують загальномережеву архітектуру,

щоб стати елементом певного загальноважливого для всіх задуму, ефективність реалізації якого тим більше, чим більше компаній утворюють кластер»[1].

Віртуальна корпорація представляє собою тимчасовий стратегічний альянс, що об'єднує функціональних партнерів, пов'язаних специфічними цілями, з метою об'єднання ключових технологій і компетенцій. Базується на спільній власності, використанні сучасних інформаційних технологій і системі контрактів, у тому числі SMART-контрактів. Дозволяє учасникам спільно керувати проектуванням, виробництвом і реалізацією продукції та послуг, знаходячись у різних куточках планети[2]. Віртуальна корпорація дозволяє учасникам отримати конкурентні переваги, виходячи з теорії абсолютних переваг, коли корпорація — учасник концентрується виключно на тому виді діяльності, що відповідає її основній компентенції, передаючи неефективні або непродуктивні види роботи іншим учасникам віртуальної корпорації.

Отже, доцільність наукового пошуку полягає в необхідності реформування системи корпоративного управління в Україні на основі співпраці між власниками корпорацій, менеджментом, державою та громадськістю, із встановленням відповідного балансу між повноваженнями та відповідальністю кожної із сторін. У процесі дослідження нами було виявлено, що прикладом такої інтеграції може бути розповсюджена у світовій практиці сімейна модель управління корпорацією. Саме дана модель управління демонструє гнучкість і високий рівень конкурентоспроможності, особливо в умовах кризових явищ. Інформаційна революція призвела до появи нового виду корпорацій — віртуальних корпорацій, що стимулюють розвиток інноваційного та технологічного партнерства, і, в кінцевому підсумку, сприяють залучення інвестицій у розвиток промисловості та сфери послуг. Тому необхідно сформувати принципово нову модель корпоративного управління, яка в умовах посилення конкурентності, сприяла б ефективності корпоративного сектору України, покращенню його інвестиційного клімату не шляхом копіювання будь-якої моделі, а з урахуванням особливостей бізнес-середовища, в якому формується модель корпоративного управління та виділення основоположних принципів її побудови при умові стабільності законодавства у господарській сфері.

---

[1] John Hagel III , Spider versus Spider, — McKinsey Quarterly, 1996, No.1i., p.5-6

[2] Теория организации: Учебник: [Для вузов по экон. спец.] / Б. З. Мильнер. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2002. — 477 с.

6.3. Роль інтелектуального капіталу в сучасному корпоративному управлінні

Знаєте, що приносить мені найбільше задоволення?
Бачити, як прибувають дивіденди від вкладених мною зусиль.
Джон Девісон Рокфе́ллер

В історії розвитку світової цивілізації перехід у XXI ст. ознаменувався якісно новою хвилею кардинальних трансформацій у глобальній економічній системі — відбулася зміна парадигми суспільного розвитку, за якої фактор людського прогресу перетворився в умову, мету і рушійну силу розвитку. Набирає сили розуміння того факту, що сучасна економіка, заснована на знаннях, це не продовження тенденції світового розвитку, а принципово нове явище, що веде до кардинальної зміни корінних основ економіки і суспільства загалом, становлення нової парадигми соціально-економічного розвитку і потребує нової парадигми наукового пізнання. Інакше кажучи, це інший світ, інший суспільний устрій, нова система відносин, інша свідомість, інші принципи взаємодії, інші часові орієнтири, пов'язані з динамізмом життєвого простору. Тому одним із векторів розвитку концепції економіки, заснованої на знаннях, що дає змогу запобігти гострого конфлікту постіндустріалізму, повинна стати така модель економіки, яка ґрунтується на принципово нових підходах, новому мисленні, сприйнятті, на новій філософії.

Зміни умов господарювання, спричинені переходом економіки на новий етап розвитку — еру знань та інформації, вимагають від компаній покращення транспарентності та еластичності, підвищення інноваційності та інтелектомісткості сучасних виробництв. За цих умов мегатрендом розвитку підприємництва в економіці, заснованій на знаннях, є його інтелектуалізація, що визначає необхідність поширення явища заміщення праці знаннями, «софтизації», інтелектуальної синергії, сінтелектики тощо. Це має об'єктивну природу і розглядається у трьох аспектах: 1) зміна традиційних ресурсів на користь нематеріальних; 2) перетворення продукту (від матеріального до інтелектуального) та характеру праці; 3) зміна типу підприємництва і підприємця (від трудового до інтелектуального). Економічне суперництво зміщується в сферу знань, що дає змогу вивести на перший план інтелектуальний та інноваційний потенціал компанії. Таким чином, знання та інформація у поєднанні з інтелектом людини в умовах економіки, заснованої на знаннях, стають основою формування нематеріального середовища господарської діяльності, джерелом багатства суспільства загалом і максимізації ринкової вартості окремої компанії зокрема. У цьому контексті один з основополож-

ників теорії інтелектуального капіталу компанії, член ради директорів шведської фінансової корпорації «Skandia» Л. Едвінссон слушно зауважив, що нині заслуговує на увагу «нова сфера створення вартості в економіці, заснованій на знаннях — нематеріальна сфера, сфера інтелектуального капіталу»[1].

У той же час визнаймо, що між країнами з індустріальною економікою, у тому числі Україною, і країнами з економікою, заснованою на знаннях, утворюється об'єктивний, технологічно обумовлений розрив, який доволі важко подолати в сучасних умовах господарювання. Аналізуючи ці процеси, В. Іноземцев стверджує, що це — розколота цивілізація[2]. Як наслідок, указаний розрив поглиблюється кардинальною зміною визначальних ресурсів економічного розвитку: це вже не просторінь із закріпленим на ньому виробництвом, а, першою чергою, домінуючі мобільні фінанси й інтелект. Таким чином, в активізації процесу переходу від обтяжливих реалій індустріальної економіки до перспектив і можливостей економіки, заснованої на знаннях, необхідна чітка координація дій, спрямованих на модернізацію вітчизняної економіки та суспільства в науковій, технологічній, організаційній і виробничій сферах з домінуванням освіти, науки та інновацій.

З уваги на наведене, за умови інтеграції джерел і рушійних сил інтелектуально-інноваційного розвитку інтелектуальний капітал вітчизняних компаній має стати наскрізною вартісною оцінкою духовно-інтелектуальних зусиль висококваліфікованих співробітників, які зайняті творенням інтелектуального продукту й економіки, заснованої на знаннях. Натомість практика засвідчує, що інтелектуальний капітал, не вважають цінністю, він не розглядається як потенційне джерело конкурентних переваг, що позначається, першою чергою, на заниженій капіталізації компаній, і, як наслідок, обмеженні можливостей для інноваційного прориву. Загальновідомо, що фахівці компаній володіють знаннями, досвідом, ідеями, однак цьому потенціалу не приділяється належна увага та його, звичайно, не використовують для збільшення доданої вартості. Тому першочергово на порядок денний вітчизняних компаній слід винести проблему формування дієвої системи продукування, відтворення і використання інтелектуального потенціалу. Виконання цього амбітного завдання можна конструктивно реалізувати лише на основі розвитку інтелектуального капіталу, який в епоху економіки, заснованої на знаннях, слугує базою для формування конкурентних переваг компанії та нарощування її ринкової вартості.

---

[1] Edvinsson L. Skandia Navigator [Електронний ресурс] / L. Edvinsson. — Режим доступу : http: // www.intellectualcapital.se.

[2] *Иноземцев В.Л.* К социодинамике хозяйственных систем. Эскиз экономической истории XX века / В.Л. Иноземцев, Е.С. Кузнецова // Свободная мысль-XXI. — 2001. — № 1. — С. 14–36. — С. 14.

Теоретико-методологічні та практичні аспекти формування та ефективного використання інтелектуального капіталу в контексті максимізації ринкової вартості компаній перебували у колі дослідницьких інтересів таких відомих зарубіжних учених, як Е. Брукінг, У. Букович, Р. Вільямс, П. Друкер, Л. Едвінсон, В. Іноземцев, У. Йохансон, Ю. Караяніс, Д. Кемпбел, Б. Лев, Ф. Махлуп, Е. Мейо, М. Полані, С. Прохалад, Т. Стюарт, М. Хайт, Дж. Хемел та ін. Вагомий внесок у розробку цієї проблематики зробили такі вітчизняні вчені-економісти, як В. Базилевич, І. Бриль, О. Бутнік-Сіверський, В. Геєць, О. Грішнова, Б. Данилишин, В. Ільїн, О. Кендюхов, О. Комарова, Н. Пробийголова, Л. Шевченко, А. Чухно та ін.

Панорама наукових досліджень дає змогу стверджувати, що на сьогодні бракує конструктивних пропозицій щодо генерування вартості компанії у процесі формування і використання інтелектуального капіталу. У цьому контексті актуальним для сучасних компаній є дослідження і опис ланцюга: знання — інтелектуальний капітал — інновації — зростання вартості.

Витоками сучасної концепції інтелектуального капіталу є низка теорій і концептуальних ідей, які виникли і набули свого розвитку впродовж останніх десятиліть, зокрема теорії людського капіталу та теорії економіки, заснованої на знаннях. У межах першої сформувався власне термін «інтелектуальний капітал», тоді як дослідження у генезі «знаннєвої» економіки заклали підґрунтя для розуміння механізмів його відтворення та руху. Становлення концепції інтелектуального капіталу дає змогу класифікувати й об'єднати в узагальнюючу економічну категорію інформацію, персоніфіковані знання, програмне забезпечення, бізнес-процеси, інноваційні технології, компетенції працівників, інтелектуальну власність, а також взаємовідносини компанії з клієнтами.

Нагромаджені наукові знання і практичний досвід свідчать, що на сьогодні класифікації інтелектуального капіталу є модифікаціями основної моделі Свейбі–Сюарта–Едвінссона (Sveiby–Stewart–Edvinsson Model), за якою виокремлюють таких три типи структуризації інтелектуальних ресурсів: людський, організаційний і клієнтський. З огляду на це, Л. Едвінссон інтелектуальний капітал (від *латин.* Intellectualis capitalis — розумовий головний або головні пізнання) розуміє як «…особливе поєднання людського капіталу (реальні та потенційні інтелектуальні здібності, а також відповідні практичні навички співробітників компанії) і структурного капіталу (складові капіталу компанії, що задаються такими специфічними чинниками, як зв'язки зі споживачами, бізнес-процеси, бази даних, бренди і IT-системи). Це здатність трансформувати знання і нематеріальні активи — у фактори (ресурси), які створюють багатство (і відповідну вартість) — за рахунок особливого ефекту

від “множення” людського капіталу на структурний капітал»[1]. За словами української дослідниці О. Грішнової, «…сукупність цих складових визначає приховані джерела цінності, що наділяє компанію нетрадиційно високою ринковою ціною»[2]. Вказані типи інтелектуального капіталу перебувають у тісному діалектичному взаємозв’язку, породжуючи при цьому ефект синергії. Вважаємо, що ключовим є людський капітал, ефективність використання якого визначає формування і можливості застосування інших типів інтелектуального капіталу.

Інтелектуальний капітал є нематеріальним еквівалентом кінцевої вартості благ, створених в економіці, активом, що створює вартість, яка набагато перевищує початкові вкладення в людські ресурси. З точки зору мікроекономічного підходу інтелектуальний капітал є фактором формування ринкової вартості компаній, яка в новій економіці в десятки разів перевищує реальну балансову вартість компаній.

Сьогодні більшість видів доданої вартості компанії — це форми комерціалізації знань і нематеріальних активів. Е. Мейо у своїй науковій праці «Людський вимір підприємства» («The Human Value of the Enterprise») оперує цікавими цифрами, що дає змогу отримати уявлення про кількісні значення інтелектуального капіталу. За його словами, 2 кінці 2000 р. близько 74 % вартості британської нафтогазової компанії «British Petroleum» припадало на нематеріальні активи. В американської мультинаціональної корпорації «3M Company» (NYSE: MMM), також відомої як «Minnesota Mining and Manufacturing Company», ця цифра становила 82 %. Акцентуючи увагу на тому, що «3M» займається бізнесом, пов’язаним із продукуванням ідей, науковець замислюється над питанням: як ведеться у великих промислових конгломератах? Звичайно, у структурі власності шведсько-швейцарської компанії «ABB» («Asea Brown Boveri Ltd.2) частка матеріальних активів мала би значно перевищувати частку нематеріальних. Однак виявилося, що це не так — на кінець 2000 р. 85 % активів «ABB» були віднесені до нематеріальних[3].

Б. Лев, один з провідних теоретиків в економіці, заснованій на знаннях, зауважив, що ринкова вартість і балансова вартість активів наприкінці 1970-х рр. були майже однаковими. У 1990 рр. ситуація суттєво змінилося. Так, за даними консалтингової компанії McKinsey, перша більш ніж утричі переви-

---

[1] *Эдвинссон Л.* Корпоративная долгота. Навигация в экономике, основанной на знаниях / Л. Эдвинссон. — М. : ИНФРА. 2005. — 248 с. — С. 20.

[2] *Грішнова О.А.* Нагромадження людського, інтелектуального і соціального капіталу підприємства як основна форма його капіталізації / О.А. Грішнова // Вісник Донецького університету економіки та права. — 2011. — № 1. — С. 10–13. — С. 11.

[3] Mayo A. The Human Value of the Enterprise : Valuing People As Assets — Monitoring, Measuring, Managing / A. Mayo. — London : Nicholas Brealey Publishing, 2001. — 250 p.

щує другу, а для технологічних товарів і програмного забезпечення (без урахування Інтернет-компаній, які не підкоряються в цьому плані жодним правилам) ринкова вартість може бути більша за балансову в 50 і більше разів[1]. На думку науковця, вище за балансову вартість на ринку частіше оцінюють ті компанії, які вкладають значні інвестиції у формування знань. І найяскравіший приклад — корпорація «Microsoft». В останні роки, в окремі конкретні періоди, ринкова вартість компанії Microsoft перевищувала її офіційну балансову вартість у 30 разів! Здатність інтелектуального капіталу створювати вартість дослідник пояснює наявністю 2 нього таких специфічних властивостей, як зростання віддачі від масштабу і мережеві ефекти. Отже, додана вартість — показник того, наскільки компанія Microsoft здатна створювати багатство в майбутньому. Звичайно, на цю різницю можуть впливати й інші чинники, але це не применшує значення інтелектуального капіталу.

Водночас Б. Лев підкреслює, що в середньому, згідно з вибіркою за списком Fortune 500, в офіціальній фінансовій звітності відображено лише 20 % вартості компанії. Зокрема, у вартості таких компаній, як «Ericsson» і «SAP», частка матеріальних активів, або так званого реального основного капіталу, становить лише 5 %. У цій ситуації природно замислитися над питанням: а хто в цих компаніях насправді керує і несе відповідальність за інші 95 % вартості, які активи, який капітал і як створюють ці 95 % реальної вартості компанії?[2]

Отже, світовий досвід і тенденції розвитку фінансового ринку свідчать про те, що вартість нематеріальних активів у загальній вартості бізнесу становить від 40 % до 90 %[3]. Однак вітчизняні компанії у загальній вартості бізнесу мають низький відсоток нематеріальних активів (за підрахунками спеціалістів — від 2 % до 5 %), тоді як фахівці зазначають, що ринкова вартість нематеріальних активів у компаніях, за досконалою оцінкою, може становити від 15 % до 20 %, що, відповідно, збільшить вартість компанії. Це пояснюється тим, що українська економіка все ще перебуває на індустріальному етапі розвитку й у структурі доданої вартості переважають продукти з низьким рівнем переробки (сировина і напівфабрикати). За цих умов в українському бізнес-середовищі відсутнє розуміння: по-перше, важливості використання не-

---

[1] Lev B. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. Paper presented at the United States SEC Symposium on Financial Accounting and Reporting of Intangible Assets. / B. Lev, Washington, DC : 1996.

[2] Lev B. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. Paper presented at the United States SEC Symposium on Financial Accounting and Reporting of Intangible Assets. / B. Lev, Washington, DC : 1996.

[3] *Бриль І.В.* Формування та використання нематеріальних активів підприємств для підвищення їх капіталізації : наукова доповідь / І.В. Бриль // Національна академія наук України. Інститут економіки промисловості. — К., 2015. — 71 с. — С. 26.

матеріальних активів та об'єктів інтелектуальної власності; по-друге — того, що в сучасних умовах більшу частину ринкової вартості компаній формують нематеріальні активи.

Зміст інтелектуального капіталу полягає в тому, що він універсальний і має фундаментальне значення для компаній. Крім цього, на відміну від реінжинірингу інтелектуальний капітал, «зрощений» у новому освітньому середовищі, не є просто управлінською технікою, яку можна використовувати або не використовувати в тій чи іншій конкретній ситуації залежно від обставин. Зауважимо, що інтелектуальний капітал — це більш фундаментальна категорія, продукт форсованого навчання, починаючи з вищої школи і закінчуючи на рівні компанії загалом.

Формування інтелектуального капіталу у вищому навчальному закладі — це концепція, час якої настав, оскільки змінилася природа ділового світу (економіки, заснованої на знаннях), а також наше сприйняття цього світу. У підсумковому звіті американської Національної аналітичної ради (National Intelligence Council) «Всесвітні тенденції у 2025 р. — Світ, що змінився» (Global Trends 2025 — a Transformed World) було виокремлено основні тенденції розвитку сучасного світу. Провідні експерти концентрують увагу на питаннях освіти, зауважуючи при цьому, що «…із зростанням транскордонної природи сучасного бізнесу та ринку праці освіта стала "провідною детермінантою" економічного потенціалу світової спільноти»[1]. Безперечно, освіта є невід'ємною частиною подальшого розвитку інноваційного сектору, вона збагачує підприємницьку діяльність інформацією і новими знаннями, сприяючи при цьому зростанню духовності та підвищенню відповідальності особистості. Заради інновацій виникає потреба у новому типі викладачів, здатних конвертувати інтелектуальні, фізичні, духовні можливості й здібності студентів у людський капітал компанії — знання персоналу — у структурний капітал бізнесу. При цьому необхідні нові рецепти рішень, засновані на знаннях, створені одними працівниками, але які як «важіль прибутку» можуть бути використані іншими працівниками компанії.

Л. Шевченко, аналізуючи стан і перспективи розвитку вищої освіти в Україні, акцентує на необхідності її модернізації та інтелектуалізації[2]. Дослідниця підкреслює, що сучасне суспільство потребує «креативної освіти». З огляду на те, що креатив є результатом інтелектуального розвитку, а креати-

---

[1] Global Trends 2025 — a Transformed World. [Электронный ресурс]. — Режим доступа : http://www.neweconomyindex.org.

[2] *Шевченко Л.С.* Фінансування вищої освіти: диверсифікація джерел [Електронний ресурс] / Л.С. Шевченко. — Режим доступу: http://nauka.juracademy.kharkov.ua/download/el_zbirnik/2.2013/31.pdf.

вна освіта інтелектуалізованим процесом, інтелектуалізація освіти, — це зростання частки креативу у функціонуванні освітньої сфери.

Водночас визнаймо, що існуючі навчальні плани і програми вітчизняної бізнес-освіти навряд чи відповідають зазначеним вимогам формування та розвитку інтелектуального підприємництва. У цьому контексті сучасний освітній процес має вибудовуватися таким чином, щоб ментальна модель «формування міцних знань» поступово доповнювалася і, можливо, витіснялася новою ментальною моделлю «формування знань про те, як постійно створювати найновіше знання». Не нові знання, а методологія та методика їх розширеного відтворення є найважливішим завданням сучасної економічної освіти загалом. З цією метою у межах окремих компаній потрібно організовувати навчання і перенавчання, а також планомірну систему неперервного (зі своїми етапами і завданнями) навчання всього персоналу (перепідготовка та підвищення кваліфікації), що тим самим знайде чітко означені перспективи службового просування і підвищення добробуту. Інші варіанти навряд чи забезпечать найповніше задоволення когнітивних потреб економіки, орієнтованої на масштабні й безперервні економічні інновації. За узагальненими науковцями даними середньорічний показник підвищення кваліфікації працівників в Україні складає не більше 9 %, а перепідготовки — понад 2 %., що свідчить про невиконання навіть мінімальної вимоги, визначеної законодавством.

Таким чином, при розробленні пріоритетних напрямів удосконалення якості освіти необхідно враховувати, що, по-перше, її характер і цілі детерміновані потребами компаній у високоосвічених і креативних фахівцях; по-друге, якість освіти визначається її відповідністю потребам індивідів, суспільства та економіки[1].

Новий світ — це ще й світ, У якому «суха наука» традиційної економіки отримала імпульс для розвитку, а також новий статус — це наука економіки, заснованої на знаннях, яка формує платформу для розвитку інтелектуального капіталу. Зважаючи на це, 85 % у сферу науки інвестують країни, які є членами ОЕСР, понад 11 % — Бразилія, Індія, Китай та деякі інші сучасні, технологічно розвинуті країни Східної Азії, і лише 4 % — інші, до яких нині належить Україна[2]. Принагідно зазначимо, що наукоємність вітчизняного ВВП за період 2010–2016 рр. мала чітко виражену загальну тенденцію до зменшення,

---

[1] *Комарова О.А.* Пріоритетні напрямки розвитку випереджаючої освіти *в* Україні / О.А. Комарова // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. — 2015. — Вип. 27. — С. 138–148. — С. 138.

[2] *Чухно А.А.* Інституціонально-інформаційна економіка : підруч. / А.А. Чухно, П.М. Леоненко, П.І. Юхименко; за ред. акад. НАН України А.А. Чухна. — К. : Знання, 2010. — 687 с.

зокрема у 2010 р. склала 0,82 %, у 2016 р. — відповідно 0,77 %. На сферу науки з Державного бюджету України на 2017 р. спрямовується 0,24 % ВВП. Унаслідок таких обсягів фінансового забезпечення українська наука спроможна утримувати достатньо високі позиції у рейтингу країн світу за Індексом технологічної готовності лише завдяки ентузіазму науковців-творців інтелектуальних продуктів. Україна, яка має один із найвищих у світі індексів освіченості й потужний науковий потенціал, здатний до ґрунтовного виконання найскладніших фундаментальних і прикладних досліджень, на противагу цьому залишається країною з низькотехнологічною промисловістю та слаборозвиненою інформаційною інфраструктурою. Це підтверджує тезу про недостатнє фінансування науки і освіти, відірваність системи освіти від реальних наукових проблем, низьку частку компаній, що займаються інноваційною діяльністю. Принагідно зазначимо, що за період незалежності України кількість організацій, які здійснюють наукову та науково-технічну діяльність, зменшилася на 27 %[1]. При цьому понад 60 % інвестиційних угод у 2016 р. були укладені за участю міжнародних інвесторів, унаслідок цього іноземний капітал склав більше 80 % загального обсягу інвестицій у 2016 р.

Нематеріальне накопичення у сфері освіти і науки має здатність впливати на відтворювальний процес через приплив наукових, технічних та інноваційних знань і кваліфікацію персоналу. Цей вплив виявляється не в локалізованій формі, а широко поширюється і має здатність до багаторазового відтворення.

Сучасне корпоративне знання є постійно змінюваним поєднанням структурованого досвіду, цінностей, контекстуальних відомостей і осяяння (інсайт) і служить основою для оцінювання і засвоєння нового досвіду та інформації. Людські знання і можливості повсякчас були в ядрі створення вартості, але цей трюїзм став очевиднішим в епоху економіки, заснованої на знаннях, за якої знання та інформація займають місце домінуючих факторів виробництва. Як справедливо зазначає Н. Бек, «високий рівень знань, необхідних для провідних галузей промисловості, є найважливішою економічною характеристикою сучасного суспільства. Отож у сировинній економіці (1880–1918 рр.) індекс знань (The Knowledge Index) становив 14,7 %, в індустріальній (1918–1981 рр.) — 18,0 %, у технологічній (1981–2035 рр.) — 48,9 %»[2].

У науковій літературі особливого значення набувають два критерії структуризації знань, що базуються на теорії пізнання (епістемології) та

---

[1] Наукова та науково-технічна діяльність в Україні у 2015 році [Електронний ресурс] / Офіц. сайт Держ. служби статистики України. — Режим доступу : http://ukrstat.gov.ua/.

[2] *Вартанова Е. Л.* Медиаэкономика в информационном обществе / Е. Л. Вартанова. — М. : Информационное общество., 2005. — № 1. — С. 40–44. — С. 40.

вченні про буття (онтології), що чітко відображають специфіку створення знання та його особливості як об'єкта управління в компанії. З точки зору епістемології виокремлюється два таких види знання: явне (кодифіковане, формалізоване, артикульоване) — це частина інтелектуальних ресурсів, які втілені у персоналі компанії (знання, освіта, кваліфікація, досвід, навички, особисті зв'язки тощо), та неявне (некодифіковане, неформалізоване) знання (термін М. Полані[1]), тобто те, яке компанія могла б використовувати за умови активної участі людини. Отже, особа з числа персоналу компанії як елементарний носій інтелекту здатна, на наш погляд, перетворити матеріалізовані та нематеріалізовані неявні знання у формі інформаційних систем, концепцій та інструментів управління, інтелектуальних моделей (парадигм, підходів), програмного забезпечення, методичних розробок, ноу-хау, організаційної структури, маркетингових стратегій тощо у сукупність явних знань, які, інтелектуалізуючи діяльність компанії, приносять економічну вигоду. Зазначимо, що до неявних відноситься 80 % знань організації[2]. Сукупність вказаних знань утворюють щось більше за загальну суму, і це «щось» має особливу цінність і суттєво збільшує вартість компанії.

З метою підвищення капіталізації знань ряд компаній, зокрема шведська страхова компанія «Skandia» і американська хімічна корпорація «Dow Chemical», запровадили систему економічного оцінювання знань — в основному патентів і ліцензій. Телекомунікаційний гігант, фінська компанія «Nokia» особливу роль у процесі формування культури обміну знаннями відводить заохочувальним системам винагород за використання і передачі знань іншим співробітникам. Інші компанії володіють базами даних, які зберігають знання окремих працівників, деякі з них створюють бази даних, що зберігають відомості про людей, які володіють цими знаннями[3]. Таким чином керівна еліта ведучих світових компаній підтверджує важливість знання як джерела інновацій та основного фактору створення високоякісних продуктів (послуг).

У свій час авторитетний спеціаліст, гуру менеджменту П. Друкер зауважив: «Існує одна ключова компетенція, якої потребує кожна організація, — це інновація»[4]. Інновація (результат творчої праці — інтелектуальний продукт) є втіленням знання, інтелекту, породженням людського мозку,

---

[1] Полани М. Личностное знание / М. Полани. — М. : Прогресс,1985. — 344 с.

[2] *Букович У.* Управление знаниями: руководство к действию / У. Букович, Р. Уилльямс. — М. : Инфра-М, 2002. — 504 с.

[3] Uohanson U. Increasing the transparency of Investments in Intangibles [Электронний ресурс]. / U. Uohanson. — Режим доступу : www.sveiby.com.au/.

[4] *Эдвинссон Л.* Корпоративная долгота. Навигация в экономике, основанной на знаниях / Л. Эдвинссон. — М. : ИНФРА. 2005. — 248 с.

результатом духовного виробництва, основою якого є інтелектуальна творчість[1].

У контексті максимізації ринкової вартості компанії актуальності набуває комерціалізація інновацій. Досвід провідних компаній доводить, що комерційна корисність утворюється (йдеться передусім про зростання вартості компаній) на основі таких двох аспектів: по-перше, це створення «інтелектуальної вартості», інакше кажучи, інтелектуальних продуктів; по-друге — екстракція названої вартості, іншими словами, комерційне використання останньої. Створення вартості відбувається в результаті генерування найновішого знання та його трансформації в інновації з метою одержання комерційного ефекту. У цьому контексті зазначимо, що частка сукупної доданої вартості в інноваційних галузях зросла з 51 % до 60 % у Німеччині, з 45 % до 51 % у Великій Британії, та з 34 % до 42 % — у Фінляндії. У США протягом двох останніх десятиліть частка приросту ВВП за рахунок "прогресу знань", інновацій і нових технологій наближається до 90 %. Варто додати, що в умовах інтернаціоналізації інновацій ланцюг нарощування вартості (ланцюг цінності) розділено таким чином, що наукові дослідження, інновації, виробництво та створення вартості більше не зосереджуються в одній географічній локації.

Останніми роками спостерігаємо, що Україна, маючи доволі значний інноваційний потенціал, наукові школи, які за багатьма векторами фундаментальної діяльності завоювали популярність і є визнаними у всьому світі, на ринках інноваційної продукції представлена доволі вузько і фактично втратила позиції, які колись посідала. За рейтингом Індексу інновацій 2016 (The Global Innovation Index), який надає детальні показники щодо інноваційної діяльності 127 країн та економік світу, Україна посідає 56 позицію[2]. Причинами низького рівня комерціалізації інтелектуальної власності вітчизняних компаній є: відсутність відповідного досвіду у фахівців компаній; нерозвиненість ринку послуг з менеджменту та інженерно-технічного супроводу інноваційних проектів; брак власного капіталу і труднощі залучення капіталу із зовнішніх джерел у зв'язку з високим ризиком інвестицій; розрізненість наукового, виробничого і фінансового секторів; принципово різні уявлення про вартість інтелектуальної власності у правовласника та інвесторів.

Більшість вітчизняних економістів-практиків вважає, що перетворення інтелектуального продукту в товар, який придатний для виробництва та ринку, є найскладнішою стадією, яка визначає предмет взаємовідносин між твор-

---

[1] Інтелектуальна власність: креативи метафізичного пошуку / В.Д. Базилевич, В.В. Ільїн. — К. : Знання, 2008. — 687 с.

[2] The Global Innovation Index 2016–2017 [Electronic resource] / Effective Innovation Policies for Development. — Mode of access : www.globalinnovationindex.org.

цем і споживачем. Окрім того, придбати вказаний продукт можна у разі його відчуження власником через реалізацію його вартості[1]. Внаслідок цього виникає необхідність встановлення права власності на інтелектуальний продукт у нормативно-законодавчому порядку та виникає потреба у визначенні його первісної вартості з метою подальшої капіталізації. Водночас визнаймо, що проблеми ефективного використання об'єктів інтелектуальної власності тісно пов'язані з проблемою адекватної фінансової оцінки і введення у комерційний обіг результатів науково-технічної та інноваційної діяльності.

Умови нової парадигми господарювання характеризуються посиленням впливу на генерування ринкової вартості фактора клієнтського капіталу, зокрема його рушійної сили — капіталу бренда (brand equity), який охоплює сформовані компанією унікальні компетенції у сфері інтелектуального маркетингу. Принагідно зазначимо, що унікальні ключові компетенції конкретної компанії (у відповідності з концепцією Хемела і Прохалада[2]) — це глибинні, базові фактори її конкурентоспроможності.

Аналізуючи динаміку ринкової вартості відомих світових компаній, представлену у популярному виданні «Forbs», доходимо висновку про пряму залежність її змін від вартості бренда. Нині серед найцінніших брендів світу, визначених консалтинговою компанією «Brand Finance», лідирує американська транснаціональна публічна корпорація «Google». Ця інтелектуальна компанія домінує в Інтернеті з часткою ринку 64 %[3]. У 2017 р. фінансова вартість бренда корпорації «Google» становить 109,5 млрд дол США (відбулось зростання порівняно з 2016 р. на 24 %). Разом із цим, такі відомі модерні компанії, як «Apple» (вартість бренда у 2017 р. — 107,1 млрд дол; відбулось зниження порівняно з 2016 р. на 27 %); «Amazon» (106,4 млрд дол; зростання на 66 %), «AT&T» (87,0 млрд дол; зростання на 45 %), «Microsoft» (76,3 млрд дол; зростання на 13 %) продовжують займати перші позиції у переліку найдорожчих брендів. Аналітики підтверджують, що найбільше генерування вартості бренда в 2017 р. порівняно з 2016 р. забезпечила собі компанія «Amazon» (66 %)[4]. Наведені факти є

---

[1] *Бутнік-Сіверський О.Б.* Проблеми стимулювання науково-дослідної та інноваційної діяльності / О.Б. Бутнік-Сіверський // Наука та наукознавство. — 2011. — № 1. — С. 19–25. — С. 19.

[2] Prahalad C.K., Hamel G. The core competence of the corporation / C.K. Prahalad, G. Hamel // Harvard Business Review. — 1990. — Vol. 68. — №3. — P. 79–91.

[3] Najdroższe marki świata 2017 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.forbes.pl/najdrozsze-marki-swiata-top-10-najcenniejszych-marek-swiata,galeria,155662,1,1.html.

[4] Najdroższe marki świata 2017 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.forbes.pl/najdrozsze-marki-swiata-top-10-najcenniejszych-marek-swiata,galeria,155662,1,1.html.

додатковим свідченням важливості впливу клієнтського капіталу на ринкову вартість сучасних компаній.

Таким чином, загальна стратегія, яка ґрунтується на виявленні, розвитку і цілеспрямованій реалізації потенціалу ключових компетенцій, це не тільки ефективна стратегія просто успішних компаній, але й суперефективна стратегія для сучасних компаній-лідерів.

Компанії, які займають місце в авангарді, досягли успіху у формуванні інноваційної культури, яка набула характеру інтелектуально-орієнтованої й наряду з інтелектуальними здібностями людей та їхньою інноваційною якістю є головною умовою системи рушійних сил інтелектуально-інноваційного розвитку. Американський соціолог Д. Белл констатує, що «вчинки людей залежать від того, що вони думають, як відчувають, у що вірять. Навіть неусвідомлені дії відтворюють і акумулюють у собі окремі елементи культури»[1]. Підтримуючи думку науковця, вважаємо, що будь-яку компанію вирізняють не інструменти, які вона застосовує на всіх щаблях управління, а спроби зробити допитливість елементом власної інноваційної культури. Підприємці-інтелектуали повинні бути творцями так званого сучасного контексту формування вартості. Основне в такій творчості — це цілеспрямована зміна середовища діяльності співробітників і культури в компанії таким чином, щоб якісно оновлені середовище та культура буквально «взрощували і плекали інтелектуальний капітал» компанії.

З метою активізації процесів, пов’язаних з формуванням та ефективним використанням інтелектуального капіталу в контексті максимізації ринкової вартості вітчизняних компаній пропонуємо низку скоординованих заходів.

1. Вдосконалення та адаптація до європейського законодавства нормативно-правової бази у сфері інтелектуальної власності (розроблення законодавчих основ щодо врегулювання питань, які стосуються використання та правової охорони об’єктів інтелектуальної власності, майнові права щодо яких не врегульовані або не повною мірою закріплені у правовому полі (комерційна таємниця, конфіденційна інформація та ноу-хау); приєднання до міжнародних договорів у сфері інтелектуальної власності; налагодження системи державної підтримки комерціалізації результатів творчої праці.

2. Використання механізму державно-приватного партнерства, першою чергою, активізація співпраці в рамках тріумвірату “освіта-наука-виробництво” що потребують гармонійно-інтелектуалізованої взаємодії, його інтегрованість та підвищення ефективності в межах національної інноваційної мережі.

---

[1] *Пробийголова Н.В.* Особливості процесу трансформації політичної культури на постсоціалістичному просторі [Електронний ресурс] / Н.В. Пробийголова. — Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/2010_1/15.

3. Розвиток інноваційної культури, яка відтворює еталони і норми поведінки людей, розвиває систему їхніх ціннісних орієнтацій відповідно до постулатів економіки, заснованої на знаннях. Тільки завдяки безмежній потребі людського пізнання, в основі якого лежить інноваційна культура людини, колективу, суспільства загалом, їхня здатність створювати інноваційний продукт на основі найновішого знання в усіх сферах суспільного життя і людської діяльності, у сфері інтерперсональних відносин, взаємовідносин людини та природи (відображає інноваційну якість людських ресурсів), інтелектуальний капітал розвивається, отримує реальне втілення в сучасних технологіях, нових видах продукції, ідеях, структурі управління.

6.4. Корпоративні інвестиції в нагромадження людського капіталу: реалії вітчизняного менеджменту

В умовах стрімких темпів науково-технічного прогресу, зростання потреб у вдосконаленні технологій і запровадженні наукомістких і ресурсозберігаючих виробництв людський капітал стає основою успішного функціонування підприємства. Саме людина як виробник і носій нагромаджених знань та інформації, являє собою головну продуктивну силу, яка володіє високим рівнем професійної майстерності, є джерелом нових ідей та інновацій, ресурсом, який задовольняє вимоги економічного середовища, що постійно зростають.

Сьогодні практично неможливо сформувати стійкі економічні переваги лише за рахунок підвищення ефективності використання матеріальних активів. Високої ринкової вартості та ефективності діяльності, реалізації перспектив динамічного розвитку досягають ті компанії, які гнучко реагують на зміни зовнішнього середовища і перетворюють свій людський капітал на стійке джерело доходів.

Людський капітал являє собою сукупність якісних характеристик людини, колективу працівників, які цілеспрямовано використовуються в певній сфері економічної діяльності, сприяють підвищенню продуктивності праці і завдяки цьому впливають на зростання доходів. Виступаючи безпосереднім джерелом інновацій, цей унікальний ресурс є основною цінністю підприємства, пріоритетним, невичерпаним фактором виробництва, що створює додаткову вартість, забезпечує і реалізує його стратегічну місію — отримання різного роду переваг перед конкурентами.

Категорія «людський капітал» являє собою надзвичайно складне, багатогранне поняття, що включає запас здоров'я, знання, навички, здібності, освіту, мотивацію до праці, компетентність, кваліфікацію, здатність генеру-

вати нові ідеї, находити нестандартні рішення. Однак, сам запас професійних та особистісних якостей людини не є людським капіталом. Він тільки тоді перетворюється на капітал, коли починає використовуватись у виробничому процесі з метою одержання доходу.

Людський капітал формується на основі природжених якостей людини завдяки цілеспрямованим інвестиціям у його розвиток, розрахованим на тривалу перспективу. Інвестування в людину поєднує всі види витрат, що можуть бути оцінені у грошовій чи іншій формі й мають доцільний характер, тобто сприяють зростанню продуктивності праці людини й підвищенню доходів. До інвестицій у людський капітал відносять витрати на отримання загальної і спеціальної освіти, на підтримання здоров'я; затрати, що пов'язані з пошуком роботи, професійною підготовкою на виробництві, міграцією, пошуком економічно значущої інформації про ціни і заробітки.

Порівняно з інвестиціями в інші форми капіталу, інвестиції в людський капітал є найвигіднішими з точки зору як окремої людини, підприємства, так і всього суспільства в цілому, оскільки забезпечують досить значний за обсягом, тривалий за часом і інтегральний за характером економічний і соціальний ефект. Віддача від даного фактору виробництва зростає в залежності від обсягу та послідовності інвестиційних вкладень, проявляючись як на суспільному, так і індивідуальному та корпоративному рівнях.

На рівні суспільного відтворення якість людського капіталу виражається в ефективності виробництва і темпах економічного зростання. Інвестиції в людину визначають сприйняття суспільства до нових знань і технологій, створюють мотивацію для розвитку і прогресу. Безпосередньо носій людського капіталу від таких інвестицій отримує вищий заробіток — ренту з накопичених знань, компетенцій і навиків, а також задоволення від обраної професії, кращі кар'єрні перспективи та впевненість у тому, що йому гарантована зайнятість. Компанія досягає конкурентних переваг, економічного росту та високої ефективності функціонування за рахунок технологічних, управлінських і фінансових інновацій, породжуваних творчими здібностями найманих працівників.

Інвестування у людський капітал є складним і багатоетапним процесом, який починається не з моменту працевлаштування людини, а з її народження. Однак, незважаючи на те, що капіталовкладення в людину на різних етапах її життя здійснюються з різних джерел (державного, корпоративного та індивідуального), основним суб'єктом економічних відносин, що безпосередньо бере участь у процесах відтворення людського капіталу на мікрорівні, є підприємство. Залучаючи до трудової діяльності найманих працівників, юридична особа виступає основним споживачем людського капіталу — го-

ловного активного фактору розвитку і забезпечення її конкурентоспроможності.

В умовах стрімких темпів удосконалення факторів виробництва, освоєння новітньої продукції та підвищення її якості, швидкої заміни техніки і технології на нові, прогресивніші їх види, постійно зростають вимоги до персоналу, що спонукає суб'єкт підприємницької діяльності інвестувати фінансові ресурси у розвиток своїх працівників. Такі вкладення є невід'ємною складовою господарського процесу, оскільки витрати, пов'язані із оновленням і нагромадженням людських продуктивних характеристик сприяють підвищенню ефективності їх використання та максимізації доходів від економічної діяльності. При цьому визначені витрати справедливо розглядають у якості інвестицій у зв'язку із тим, що вони забезпечують зростання продуктивності і здійснюються з тим розрахунком, що будуть багаторазово компенсовані збільшеним потоком доходів у майбутньому.

Як безпосередній учасник оновлення і нагромадження людського капіталу, підприємство визначає обсяг, періодичність, достатність і напрямки вкладень таких інвестицій, враховуючи, що даний процес має бути постійним і комплексним. Незважаючи на те, що спрямування інвестицій може бути обумовлене особливостями господарської діяльності, на корпоративному рівні, вони зазвичай представлені такими групами витрат:

- збереження здоров'я, медичне обслуговування, поліпшення умов праці та життя;
- освіта, підготовка, перепідготовка та підвищення кваліфікації на виробництві, самовдосконалення працівника;
- оплата праці, матеріальна винагорода, посилення мотивації працівника до підвищення якості своєї праці;
- виховання гуманітарних складових людського капіталу, що включає вміння підтримувати нормальні стосунки, налагоджувати ділові контакти, політичну та соціальну лояльність, відповідальність людини, її корпоративність, моральність, ціннісні орієнтації;
- реалізація програм соціального захисту в контексті корпоративної відповідальності з метою створення сприятливого іміджу в очах громадянського суспільства та надання соціальних благ працівникам компанії.

Відомо, що інвестиційна привабливість людського капіталу підвищується, якщо інвестування здійснюється в усі, а не в окремі його елементи, — освіту, здоров'я, культуру. Це обумовлено тим, що всі складові даного феномену мають розвиватися і підтримувати один одного, створюючи синергетичний ефект. Однак, як справедливо зазначає більшість авторів, саме капітал здоров'я є базовою конструкцією, фундаментом людського капіталу, оскіль-

ки обумовлює можливість накопичення і використання всіх інших його компонент. Стан здоров'я визначає спроможність людини отримувати знання та продуктивно використовувати їх у процесі своєї трудової діяльності; він обумовлює якість людського капіталу наступних поколінь. З цих причин у зарубіжній бізнес-практиці капіталовкладення в підвищення професійної безпеки та збереження здоров'я працівників є пріоритетним напрямком корпоративної соціальної політики.

Багаточисельні дослідження доводять практичну користь і видимий результат від здійснюваних компаніями інвестиційних заходів даного спрямування, які забезпечують уповільнення природнього зносу людини, призводять до скорочення випадків її захворюваності, зменшують витрати, пов'язані з тимчасовою непрацездатністю та інвалідністю робітника, сприяють підвищенню продуктивності його праці і, відповідно, збільшують період ефективного функціонування людського капіталу.

За окремими даними, реалізація корпоративних програм з охорони праці і здоров'я дозволяє: на 40–50 % знизити рівень захворюваності персоналу; на 20 % зменшити кількість днів непрацездатності, на 50 % скоротити витрати, пов'язані з медичним страхуванням[1]. Крім того, такі бізнес-практики покращують корпоративний імідж і ділову репутацію господарюючого суб'єкту, створюють умови для отримання ним додаткових конкурентних переваг. У результаті спеціального огляду корпоративних програм з поліпшення здоров'я працівників, який проводився в США, було встановлено, що рівень віддачі інвестицій, вкладених в їх реалізацію, становить від 1,5 до 6,0 долл.

Оскільки західні керівники вже давно усвідомили зв'язок між станом здоров'я персоналу, запасом міцності компанії та ефективністю її функціонування, вони достатньо активно інвестують заходи, пов'язані із дотриманням правил охорони праці, техніки безпеки, реконструкції робочих місць, ліквідації шкідливих і небезпечних для здоров'я виробництв, підтримання санітарних та екологічних стандартів на робочому місці; спрямовують кошти на реалізацію програм з профілактики і відновлення здоров'я; на медичне страхування. Особливого значення набувають витрати компаній на профілактику професійних захворювань і медичне обслуговування за місцем роботи.

І хоча офіційні дані щодо обсягів таких інвестиційних вкладень на підприємствах України відсутні, сформувати відповідне уявлення про рівень їх

---

[1] *Л.С. Мазелис, А.О. Волгина, Ю.В. Разумова.* Оптимизация инвестиций в человеческий капитал бизнес-единицы при стратегическом управлении предпринимательским университетом // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. — 2011. — №4. — С. 59–64. — С. 61.

реального здійснення дозволяє нефінансова статистика. Остання свідчить, що на українських підприємствах через високу зношеність основних виробничих фондів і прагнення зменшити витрати, пов'язані з охороною здоров'я і безпекою праці, надто високим і постійно зростаючим є число зайнятих на шкідливих і небезпечних виробництвах. Їх частка у складі облікової кількості штатних працівників у 2013 р. становила 29,5 % (проти 15 % у 1995р.) і налічувала майже 3 млн людей. На 9800 підприємствах (а це 46,4 % з числа обстежених структур) виявлені умови праці, що не відповідають санітарно-гігієнічним нормам і нормам з безпеки праці. Найбільша кількість працівників, зайнятих у складних умовах, спостерігається на підприємствах з видобування вугілля (82,0 %), виробництва коксу та продуктів нафтопереробленння (58,5 %), виробництва готових металевих виробів (57,7 %)[1].

Впродовж останніх років продовжує залишатися негативною тенденція до збільшення кількості вперше виявлених профзахворювань, число яких складає 5000–7000 щорічно. Майже 17 тис. осіб щороку стають інвалідами праці, понад 300 тис. осіб одержують компенсацію за відшкодування шкоди внаслідок трудового каліцтва або професійного захворювання. З них близько 50 тис. осіб отримують компенсацію у зв'язку з втратою годувальника[2].

Показники травматизму на виробництві свідчать, що майже кожний *десятий* нещасний випадок закінчується смертельним наслідком, причому питома вага таких випадків у загальній кількості нещасних випадків на виробництві постійно зростає: з 9,0 % у 2009 році до 11,0 % — у 2013 році.

Невтішними є показники частоти травмування працівників в Україні. В 2013 році вони становили: а) коефіцієнт частоти травмування (на 1000 працюючих) — 1,3; б) коефіцієнт частоти смертельного травмування (на 100000 працюючих) — 12,7; в) коефіцієнт тяжкості травмування 37,8 у 2013 р., проти 33,7 у 2009 р.[3].

Однак наведені дані, які вражають своїми високими значеннями, ще не в повній мірі відображають реальний стан речей. Адже на тлі погіршення умов та охорони праці, низькому технічному стані обладнання, експлуатації несправних, а часто аварійних основних засобів, тенденція до зниження показників виробничого травматизму, яка відбувається при збільшенні зайня-

---

[1] Умови праці найманих працівників у 2015 році. Статистичний бюлетень. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.

[2] *А. Стовбун* Травматизм на виробництві в Україні: національний профіль протягом 2009–2013 рр. (Інформаційно-аналітична профспілкова доповідь) // Охорона праці. — 2014. — №12 — С. 83–143. — С. 83.

[3] *А. Стовбун* Травматизм на виробництві в Україні: національний профіль протягом 2009–2013 рр. (Інформаційно-аналітична профспілкова доповідь) // Охорона праці. — 2014. — №12. — С. 83–143. — С. 85.

тих на небезпечних і шкідливих виробництвах, суперечить логіці і дає підстави вважати, що значна кількість нещасних випадків на виробництві не реєструється.

Однак навіть оприлюднені дані красномовно вказують на зорієнтованість вітчизняних роботодавців виключно на фінансовий результат, можливість максимізації якого, за їх хибним переконанням, є недосяжною метою при здійсненні капіталовкладень у здоров'я та безпеку своїх працівників. Натомість життя визнає зовсім іншу істину буття, за якої «економія» на людському здоров'ї перетворюється на радикально протилежний ефект. Замість очікуваних прибутків власники підприємств несуть колосальні збитки[1] через: втрату робочого часу (а це в середньому 408,6 тис. людино-днів непрацездатності щорічно), сплату значних сум відшкодувань потерпілим і членам їх сімей (21,9 млн грн щорічно), суттєві витрати на ліквідацію виробничих аварій (7,3 млн грн)[2]. Крім того, безвідповідальне відношення до свого найцінніщого ресурсу — персоналу, негативно позначається на інвестиційній привабливості українських підприємств, їх іміджі та продукції, яку вони виготовляють.

Поряд із капіталом здоров'я, не менш важливими є корпоративні вкладення в освіту, а також у професійну підготовку та підвищення кваліфікації персоналу.

Інвестиції у професійно-технічну і вищу освіту сприяють формуванню висококваліфікованих робітників і спеціалістів. Знання, навички і уміння, здобуті під час навчання, підвищують рівень креативності та інноваційної активності працівників, їх здатність до творчості, новаторства, нестандартного мислення, які виступають найважливішим фактором позитивного впливу на продуктивність і якість праці, підвищення ефективності компанії у досягненні конкурентних переваг, забезпеченні умов її стійкого розвитку. Емпіричні дослідження показують, що за умов 10 % підвищення рівня освіти продуктивність зростає на 8,6 %, тоді як аналогічне збільшення акціонерного капіталу призводить до підвищення продуктивності лише на 3–4 %[3].

Як відомо, з часом людський капітал, аналогічно фізичному, морально зношується унаслідок застарівання знань чи зниження цінності здобутої ко-

---

[1] За висновками експертів втрати роботодавців через виробничий травматизм у багато разів перевищують вартість належних профілактичних заходів, здатних знизити нещасні випадки, попередити їх негативні наслідки і, як наслідок, зберегти корпоративний людський капітал.

[2] *А. Стовбун* Травматизм на виробництві в Україні: національний профіль протягом 2009-2013рр. (Інформаційно-аналітична профспілкова доповідь) // Охорона праці. — 2014. — №12. — С. 83–143. — С. 101.

[3] *Орлова Т.* Интеллектуальный капитал: понятия, сущность, виды // Проблемы теории и практики управления. — 2008. — №4. — С. 109–119. — С. 114.

лись освіти. У результаті цього виникає періодична потреба у додаткових інвестиціях у підвищення кваліфікації і перекваліфікацію робітників, модернізацію системи професійної підготовки, розвиток навчання протягом життя (life — long learning). Але оскільки мова йде про фазу економічної активності людини, то процес удосконалення її професійних здібностей, нагромадження нових спеціальних знань (а фактично, основних елементів її індивідуального людського капіталу), повинен бути, в першу чергу, забезпечений капіталовкладеннями з боку того економічного суб'єкту, який формує на нього ринковий попит, обумовлений потребами в інтелектуальній праці, здатній забезпечити розробку і впровадження інноваційних підходів до вирішення широкого спектру економічних завдань. Мова йде про підприємство, яке завдяки людському капіталу отримує конкурентні переваги і досягає високих показників свого розвитку. Саме тому, у країнах Європи і світі професійне навчання та підготовку кадрів здебільшого вважають компетенцією господарюючих суб'єктів, а внутрішньофірмові витрати на підготовку персоналу розглядають як довгострокові інвестиції, необхідні для майбутнього процвітання компанії.

За даними постійного дослідницького забезпечення безперервного професійного навчання на виробництві в країнах ЄС, яке системно проводиться впродовж останніх 20 років, більшість європейських компаній (а це 83 %) кожні 3–5 років надають своїм працівникам різні форми підвищення кваліфікації, витрачаючи на цей процес (за різними оцінками) від 2 до 10 % річного фонду оплати праці[1].

В Україні, економіка якої характеризується фінансово-економічною та соціальною нестабільністю, низьким рівнем впровадження сучасних технологій, відсутністю інтенсивного розвитку високотехнологічних галузей, людський капітал є недостатньо привабливим об'єктом інвестування з боку суб'єктів господарювання. Значна кількість роботодавців надає пріоритетне значення фінансовому та фізичному капіталу, оскільки переконана, що держава має забезпечувати їх кваліфікованими кадрами за кошти бюджету. Як результат, спостерігається негативна тенденція у фінансуванні професійного навчання працівників: частка витрат на оплату навчання в загальній величині витрат вітчизняних підприємств на робочу силу скорочується: з 0,3 % у 2001 р. до 0,1 % у 2014 р.[2]. Крім того, має місце низький рівень охоплення штат-

[1] Професійний розвиток персоналу у країнах Європейського Союзу: посібник / Л.П. Пуховська, А.О. Ворначев, С.О. Леу; за наук. Ред. Л.П. Пуховської. — Київ: ІПТО НАПНУ. 2015. — 176 с.

[2] Витрати на робочу силу за 2014 р.: статистичний бюлетень.[Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.

них працівників процесом оновлення і прирощення їх знань, вмінь і навичок. Впродовж багатьох років лише 10 % облікової кількості штатного персоналу підвищує свою кваліфікацію, фактична періодичність якого складає один раз на 13–15 років[1].

Серед факторів, що негативно впливають на інвестування професійного навчання та розвитку персоналу з боку вітчизняних підприємств, слід назвати:

- обрання стратегії збереження конкурентоспроможності в основному за рахунок використання дешевої робочої сили;

- ризик втрати коштів, вкладених у підвищення кваліфікації працівників через їх звільнення і перехід на інше місце роботи;

- недосконалість політики управління корпоративними витратами, яка визначає вкладення в людину в якості споживчих витрат, а тому зорієнтована на їх скорочення;

- незацікавленість самого працівника в навчанні через відсутність перспектив кар'єрного росту та відповідного компетенціям підвищення оплати праці та ін.

Детальний розгляд процесу акумуляції сили негативної спрямованості, що проявляється і діє у вигляді названих вище перешкод в інвестування розвитку корпоративного людського капіталу, дозволив визначити єдину для них першопричину, вихідним моментом якої є неусвідомлення комерційними суб'єктами унікальної природи досліджуваного феномену. Мова йде про таку його особливість, як невіддільність людського капіталу від його носія — людини.

З огляду на це, процес освоєння корпоративних інвестицій, зорієнтований на логічно високий результат у вигляді збільшення людських ресурсів, неможливий без наполегливої, складної роботи самого працівника, що навчається. Тому витрати інтелектуальної енергії, зусиль, вільного часу на здобуття додаткових знань і навиків, справедливо визначають як окремий вид вкладень у людський капітал, що здійснюється на індивідуальному (особистому) рівні. Тож справедливим є твердження, що інвестування в людський капітал може відбуватися як у вигляді фінансових ресурсів, так і певних видів людської діяльності[2]. Причому, сам факт здійснення останньої, її масштаби, тривалість і результативність визначаються не тільки вродженими здіб-

---

[1] Праця України у 2014 р.: статистичний збірник.[Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.

[2] Закономірності розвитку підприємств в умовах невизначеності економічного середовища: монографія / За заг. ред. О.В. Горняк. — Одеса: Одеський національний університет імені І.І. Мечникова, 2015 — 216 с. — С. 200.

ностями людини, а й залежать від її рішення, волевиявлення, індивідуальних інтересів, матеріальної та моральної зацікавленості.

Мотиваційна система, що лежить в основі економічної поведінки індивідуума в господарському процесі, зазвичай побудована на основі застосування стимулювання за допомогою матеріальної та нематеріальної винагороди. Формуванню системи стимулів, спрямованих на здобуття працівниками нових професійних знань і навичок, сприяє розуміння залежності оплати праці від рівня їх професіоналізму і компетенції. Лише у випадку, коли індивідуальні внески працівника в зростання свого професійного розвитку приноситимуть йому вищий трудовий дохід, вони будуть ним здійснені.

Отже з позиції сучасного фінансового менеджменту заробітна плата, як основна форма винагороди за трудовий внесок, розглядається як інвестиція в людський капітал. Справедливість такого підходу обумовлена такими обставинами.

Перша стосується економічної природи оплати праці, яка покликана забезпечувати відтворення ключового елементу продуктивних сил — людини. Адже заробітна плата є основним джерелом доходів[1], що спрямовуються на задоволення фізіологічних ф соціальних потреб самого працівника[2].

Друга полягає в необхідності інвестиційного забезпечення процесу відтворення людського капіталу в наступних поколіннях. Доходи родини, представлені в нашій країні в основному заробітною платою, формують її ресурсну базу, в результаті чого виступають чинником, що визначає матеріальну спроможність батьків до народження дітей, збереження і зміцнення їх здоров'я, духовного і культурного виховання підростаючого покоління, розвитку їх обдарувань, здібностей, здобуття ними освіти. Саме в родині закладаються основні життєві принципи, ціннісні орієнтири на розвиток, мобілізацію, ефективне використання своїх ресурсів, вольових і ділових якостей.

Третя пов'язана з економічною доцільністю інвестиційних витрат на оплату праці, рівень віддачи від яких проявляється у темпах економічного та соціального розвитку підприємства, забезпечених заохоченням висококваліфікованих працівників до продуктивнішої праці. Природа даного ефекту обумовлена неможливістю здійснення результативного корпоративного інве-

---

[1] Дані офіційної статистики про склад і структуру сукупних доходів українського населення свідчать, що їх формування відбувається в основному за рахунок заробітної плати, часка якої є низькою, а в 2014-2015 рр. мала негативну тенденцію до скорочення: у 2015 р. вона досягла свого найменшого за останні роки значення і становила 39 % проти 44,8 % у 2007 р.[5].

[2] Професійний розвиток персоналу у країнах Європейського Союзу: посібник / Л.П. Пуховська, А.О. Ворначев, С.О. Леу; за наук. ред. Л.П. Пуховської. — Київ: ІПТО НАПНУ. 2015. — 176 с.

стування в людський капітал без участі індивідуальних вкладень з боку його носіїв. Ця особливість даного інвестиційного процесу ідентифікує обох його учасників (як підприємства, так і працівника) в якості суб'єктів, які мають однаковий інтерес, пов'язаний із підвищенням віддачі на здійснені ними витрати. Зважаючи на роль, яку відіграють працівники у досягненні корпоративного успіху, можна з впевненістю заключити, що збільшення вкладень у розвиток персоналу є для них взаємовигідним.

Однак заробітна плата не лише визначає інвестиційну поведінку людини, вона є одним з основних спонукальних мотивів, що впливає на бажання працівника застосовувати непроявлений раніше інтелектуальний потенціал (скриті, ще неоприлюднені знання, вміння, творчі здібності, новаторські ініціативи) у створенні додаткової вартості — головного джерела доходів підприємства. Окрім людського ресурсу, кожен інший фактор виробництва, що, безумовно, є необхідним у процесі виготовлення товару, сам по собі нічого не генерує. Земля, заводи, обладнання, сировина та інші майнові цінності компанії, що використовуються в процесі її діяльності, лише переносять свою вартість на новий продукт.

Сказаним доводиться необхідність включення до переліку названих у літературі функцій заробітної плати (відтворювальної, стимулюючої, регулюючої) ще й капіталоутворюючої функції, що реалізується під час трансформації людського потенціалу у людський капітал і визначає інтенсивність процесу капіталізації цього унікального ресурсу.

У даному контексті під капіталізацією ми розуміємо процес перетворення незадіяного раніше людського потенціалу у капітал, обумовлений діючою на підприємстві системою матеріального стимулювання праці.

Слід зауважити, що багатогранна природа капіталізації дозволяє говорити ще й про інший її аспект, який також залежить від розміру заробітної плати і проявляється в результаті реінвестування працівником певної частини своїх трудових доходів у власний професійний розвиток[1]. Як свідчать результати емпіричних досліджень, такий її прояв відбувається лише за умов встановлення справедливого рівня винагороди за висококваліфіковану працю та його постійного підвищення.

На жаль, практика господарювання вітчизняних підприємств свідчить про несприйняття кваліфікованого персоналу в якості найціннішого ресурсу, у використанні якого приховані значні резерви. Як наслідок, інвестиції в фо-

[1] У даному випадку під капіталізацією слід розуміти інтенсивну концентрацію людського капіталу, яка досягається завдяки реінвестуванню індивідуального доходу в подальший розвиток індивідуальних людських активів, що виступають основним ресурсним забезпеченням створюваної в майбутньому додаткової вартості.

рмування людських активів (у першу чергу, мова йде про розмір заробітної плати), — розглядаються ними не як форма вкладення капіталу, що приносить дохід і сприяє економічному розвитку бізнесу, а як витрати, що зменшують масу прибутку, а тому потребують скорочення.

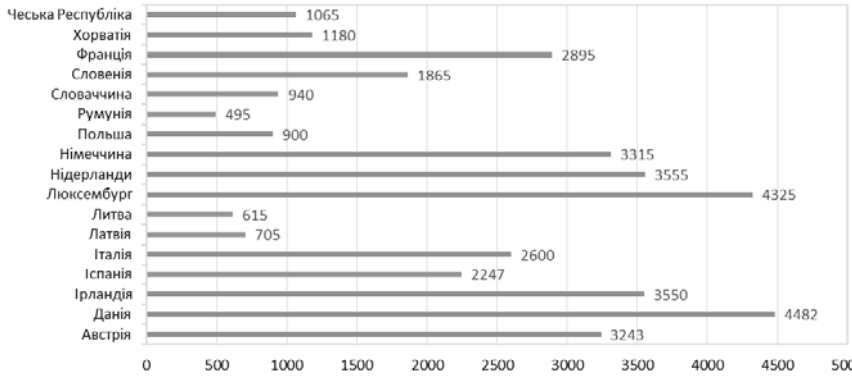


Рис. 6.4.1. Середньомісячна заробітна плата одного працівника, зайнятого повний робочий день, 2012 р., євро

Джерело: Витрати на робочу силу 2014 р. Статистичний бюлетень. — дані офіційного веб-сайту Державної служби статистики України (http://www.ukrstat.gov.ua).

У зв'язку із цим, в Україні рівень номінальної середньомісячної заробітної плати в національній валюті у 2015 році складав 3455 грн, що в доларовому еквіваленті відповідає 180 дол. США. Статистичні дані доводять, що розмір основного джерела інвестування у відтворення і розвиток людського капіталу в нашій країни залишається у 10 разів нижчим порівняно із європейськими країнами[1]. Він є найменшим навіть серед країн СНД[2].

Досить показовими у цьому контексті є реалії виконання бізнес-структурами базових принципів соціальної відповідальності, що, в першу чергу, полягають у визначенні оплати праці найманому робітнику. Проведений порівняльний аналіз середньомісячної заробітної плати працівників вітчизняних підприємств за організаційно-правовими формами їх господарювання показав, що найнижчій її рівень протягом усіх останніх років був на

[1] Середньомісячна заробітна плата в Швеції, Фінляндії, Німеччини, Данії, Австрії та інших країнах станом на 2012 р. перевищувала 2000 євро (рис. 6.4.1).

[2] За підсумками 201 5р. середня заробітна плата в Казахстані складає 565 дол., у Росії 560 дол., в Азербайджані 453 дол., у Білорусі 413 дол., Вірменії 386 дол., Молдові 245 дол., Киргизстані 206 дол..

приватних підприємствах. У 2015 році він становив лише 2564 грн, тобто 61,12 % від середнього по країні значення[1].

Відносно реальної заробітної плати, що відображає сукупність матеріальних, культурних благ і послуг, які працівник може придбати на номінальну заробітну плату, то в період 2006–2013 рр. темпи її зростання поступово уповільнювалися: з 118,3 % до 108,2 % (табл. 6.4.1). У 2014 р. він уперше за останні п'ять років навіть не досяг свого 100-відсоткового значення і становив лише 93,5 % від рівня попереднього року. У 2015 р. ця тенденція продовжилася і порівняно з 2014 р. реальна заробітна плата зменшилася на 20,2 %.

Таблиця 6.4.1

Динаміка номінальної і реальної заробітної плати та індексу споживчих цін в Україні за 2006–2015 рр., %

Рік	Темп зростання номінальної заробітної плати до відповідного попереднього року	Темп зростання реальної заробітної плати до відповідного попереднього року	Індекс споживчих цін
2006	129,2	118,3	111.6
2007	129,8	112,5	112,8
2008	133,7	106,3	125,2
2009	105,5	90,8	115,9
2010	117,6	110.2	110,4
2011	117,7	108,7	108,0
2012	114,8	114,4	100,6
2013	107,9	108,2	99,7
2014	106,0	93,5	124.9
2015	120,5	79,8	143,3

Джерело: дані офіційного веб-сайта Державної служби статистики України (http://www.ukrstat.gov.ua).

Найбільш оплачуваними в країні у 2015р. були працівники авіаційного транспорту, фінансової та страхової діяльності, сфери інформації та телекомунікацій, професійної, наукової та технічної діяльності, а серед промислових видів діяльності — працюючі на підприємствах із виробництва основних фармацевтичних продуктів і фармацевтичних препаратів, коксу та продуктів нафтопереробки, добування кам'яного та бурого вугілля: розмір оплати праці у цих видах діяльності перевищив середній по економіці в 1,4–4,4 разу.

Разом із тим рівень оплати праці в закладах охорони здоров'я залишався майже на третину нижчим за середній показник по економіці, в освіті —

[1] Праця України у 2014 р.: статистичний збірник [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.

на 25,3 % менше. У цілому 2,7 % працівників охорони здоров'я і 2,5 % освітян отримують заробітну плату в межах мінімальної. У 2014 р. ці показники становили відповідно 5,1 % і 4,2 %.

Також значно нижчою була заробітна плата працівників поштової та кур'єрської діяльності, тимчасового розміщування й організації харчування, текстильного виробництва, виробництва одягу, шкіри, виробів зі шкіри та інших матеріалів. Співвідношення рівня оплати праці в зазначених видах діяльності з середнім по економіці не перевищувало 69 %[1].

Через низький рівень доходів від зайнятості, обумовлених консервуванням вітчизняними підприємствами моделі дешевої робочої сили, трудова діяльність перестає виступати гарантом добробуту сім'ї, що негативним чином позначається на відтворенні фізіологічної основи людини, на її освітньому рівні, на створенні умов для духовного і творчого розвитку особистості, реалізації її активної економічної поведінки.

За офіційною статистикою, сьогодні в Україні кожний п'ятий працюючий — бідний. Це та частина працездатного населення, яка одержує дохід, що не дозволяє задовольнити природньо-фізіологічні, матеріальні, духовні потреби і перешкоджає відтворенню індивідуального людського капіталу. Така масштабність монетарної бідності позначається на розмірі та структурі витрат домогосподарств, у складі яких витрати на харчування є основними[2] і досягають 53,1 %[3].

Суттєво погіршує матеріальний добробут людей заборгованість з оплати їх праці, яка на 01.01.2016 року становила 1880,8 млн грн проти 1390,8 млн грн у 2010 р.[4]. Обсяг невиплаченої заробітної плати на початок січня 2016 р. дорівнював 4,4 % фонду оплати праці, нарахованого за грудень 2015 р. У регіональному розрізі найвищий рівень даного показника спостерігався у Луганській (71,9 % фонду оплати праці), Донецькій (13,4 %) і Сумській (9,1 %) областях, а найнижчим він був у Чернівецькій області (0,2 %)[5].

Наведені показники свідчать, що в Україні такий основний вид інвестицій у людський капітал, як заробітна плата, ще й досі не став достатнім ресурсом його розвитку.

Зважаючи на безпосередню залежність оплати праці від ефективності економічної діяльності, серед причин її низького рівня називають відповід-

---

[1] Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України — http://www.ukrstat.gov.ua /

[2] Цей показник є традиційним індикатором бідності: що він вищий, то біднішою є країна. У більшості європейських країн частка витрат на харчування становить 15–20 %.

[3] Бідність населення України: методолія, методика та практика аналізу: монографія / Е.М. Лібанова. — К.: КНЕУ, 2008. — С. 156.

[4] Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України — http://www.ukrstat.gov.ua /

[5] Там само.

ний їй рівень продуктивності праці. При цьому наголошують на необхідності дотримання принципу випереджаючого зростання показників виробництва і праці, проведення підвищення заробітної плати лише за результатами фінансово-господарської діяльності підприємства.

Категорично не погоджуватися з такою позицією дозволяє ідентична іншим видам капіталу природа людського капіталу, розгляд якої дозволив переконатися, що даний феномен володіє всією сукупністю структуроутворюючих ознак: здатністю до самозростання, інвестиційною природою, знаходженням у відношеннях ринкового обміну. Отриманий висновок обумовив справедливість його порівняння із основним капіталом компанії, що проводиться багатьма дослідниками з метою глибшого пізнання сутності цього унікального ресурсу[1].

Однак, коли мова йде про капіталовкладення у фізичний і людський капітал, вітчизняними теоретиками, як і практиками не враховується виявлена їх тотожність. Якщо відносно процесу нагромадження чи оновлення основних засобів зрозумілою є першочерговість інвестицій, які здійснюються в поточному часі з метою отримання економічного зиску від їх освоєння в майбутньому, то у випадку з людським капіталом, фінансове забезпечення його розвитку, у тому числі, за рахунок заробітної плати, її підвищення передбачається лише по результатам його використання. Натомість у будь-якому інвестиційному процесі, фінансовий ефект (очікувана віддача) настають завжди лише після вкладання коштів, незважаючи на специфіку обраного для цього об’єкту.

На помилковість традиційно існуючого у вітчизняній практиці підходу щодо встановлення та виплати матеріальної винагороди виключно по факту виконання трудової діяльності, вказують не лише отримані нами результати теоретичного дослідження, а й бізнес-практика багатьох іноземних компаній, які досягли всесвітнього визнання як лідери технологічного прогресу. Там оплата праці здійснюється не за критерієм поточної виробітки, а з урахуванням загальної компетенції працівника, його потенційних можливостей.

Так, наприклад, у підприємницькому секторі Японії справедливо вважають, що зростання заробітної плати, яке відбувається за результатами ефективності праці, не може стати джерелом трудового ентузіазму. Представник бізнес-еліти Японії, засновник і керівник провідної японської фірми по виробництву електроніки «Омрон електронікс» К. Татеісі наголошував, що «…принести успіх справі може лише підвищення оплати праці, яке здійснюється не як винагорода за гарну роботу, а як стимул для її покращення»[2].

---

[1] Экономика, основанная на знаниях: учебное пособие / Под ред. д.э.н., проф. А.Л. Гапоненко. — М.: РАГС, 2006. — С. 92.

[2] *К. Татеиси*. Вечный дух предпринимательства. — К.: Укринтур, 1992. — С. 155.

OMRON Corporation — велика японська корпорація з виробництва електроніки, один зі світових лідерів у виробництві засобів автоматизації технологічних процесів, що заснована у 1933 році К. Татеісі. Сьогодні компанія здійснює діяльність у 36 країнах світу і має річний оборот від продажу більш 5,5 млн дол.[1]

Примітно, що аналогічного висновку (ще в 20-ті роки минулого століття) дійшли фахівці, які за дорученням англійського уряду досліджували фактори, що сприяли процвітанню американської промисловості після першої світової війни. Вони з'ясували, що ключовою причиною стрімкого зростання доходів і прибутків компаній стала висока заробітна плата промислових працівників, що сприяла підвищенню купівельної спроможності населення.

Натомість в Україні більшість суб'єктів господарювання є неконкурентоспроможними, мають низький науково-технічний рівень, високу зношеність матеріальних активів, збитки та дефіцит фінансових ресурсів. Такі результати господарювання вітчизняних бізнес-структур переконують, що недооцінка праці не лише не забезпечує працівнику необхідних умов для нормального відтворення його робочої сили, вона є фактором руйнівної дії, спрямованої на підприємство.

Справа в тому, що перевищення реальної вартості робочої сили над її ціною перестає бути спонукальним мотивом до цілеспрямованої, ініціативної та творчої діяльності людини; призводить до гальмування розвитку інтелектуальної праці та зменшення її участі в виробничих процесах. Бідність працюючого не дає змоги продовжувати навчання, систематично підвищувати свій професійних рівень, унаслідок чого відбувається скорочення інтелектуального капіталу компанії[2] і він перестає бути ресурсом для реалізації різного роду інновацій, а також ефективним організаційно-управлінським інструментом її розвитку, який більшою мірою, ніж фізичний капітал, впливає на формування кінцевих фінансових результатів діяльності.

6.5. Корпоративне управління: поведінковий аспект

Переважна більшість класичних фінансових теорій спираються на припущення про раціональну поведінку інвестора на ринку, а саме:

- використання учасниками ринку однакової і доступної всім релевантної інформації;

---

[1] OMRON Corporation [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://ru.wikipedia.org/wiki/Omron.

[2] На рівні компанії сукупний людський капітал її працівників визначає категорією інтелектуального капіталу, який окрім індивідуального людського капіталу кожного робітника включає різні форми нематеріальних активів, що фіксують знання та професійні навички.

- використання однакових методів обробки інформації і отримання однакових кількісних оцінок щодо одного і того ж ринкового активу;

- наявність у інвесторів одних і тих же цілей (максимально можливий дохід при заданому рівні ризику) і однакового горизонту планування;

- в умовах невизначеності дії інвесторів відповідають принципу максимізації очікуваної корисності.

Описані припущення побудовані на основі гіпотези про економічну людину (лат. homo economicus), тобто людину поведінка якої визначається лише факторами економічної природи і є повністю раціональною. Така людина повністю володіє інформацією щодо ситуації на ринку, а також високим рівнем теоретичних і практичних знань. Приймаючи рішення, людина економічна використовує всю наявну інформацію та приймає єдине правильне рішення. Авторами концепції homo economicus традиційно вважаються економісти класичної школи, а саме: У. Петі, А. Сміт, Д. Рікардо та інші. Очевидно, що в епоху бурхливого розвитку інформаційних технологій людина просто фізично не здатна обробити всю повноту доступної їй інформації, а отже, концепції homo economicus є утопічною.

Численні дослідження людської поведінки у сфері фінансів, зокрема праці М. Аллє, Д. Аріелі, Б. Барбера, Г. Беккера, М. Вебера, Д. Канемана, Х. Мінскі, Т. Оберлехнера, Т. Одіна, Дж.Р. Ріттера, О. Свенсона, М. Стетмена, А. Тверскі, Р. Шиллера дають підстави вважати, що рух ринкових цін і поведінка ринку в цілому не можуть бути описані класичними фінансовими теоріями і моделями з достатнім ступенем вірогідності. Причина полягає в тому, що поведінка інвесторів на ринку не є раціональною, тобто не відповідає припущенням, що лежать в основі даних теорій.

Одним з перших вдалих прикладів, що показав недосконалість припущення про раціональну поведінку індивіда вважається так званий «парадокс Аллє»[1]. У 1952 р. під час конференції присвяченої проблемам ризик-менеджменту французький економіст М. Аллє запропонував учасникам, серед яких були майбутні нобелівські лауреати П. Самуельсон та М. Фрідман, задачу на вибір однієї перспективи з кожної із двох пар:

Перспектива А: 4000 з імовірністю 0,8 та 0 з імовірністю 0,2.

Перспектива Б: 3000 з імовірністю 1.

У цій парі приблизно 80 % опитуваних обрало перспективу Б, у той час як математичне очікування є вищим для перспективи А, тобто якби усі опитувані мислили раціонально, то з точки зору теорії граничної корисності 100 % респондентів обрало би перспективу А.

[1] Allais M. Le comportment de l'homme rationel devant le risque, critique des postulats et exiomes de l'ecole Americaine // Econometrica. — Vol. 21. — P. 503–546.

У другій, очевиднішій парі, пропонувались такі варіанти:

Перспектива В: 4000 з імовірністю 0,2 і 0 з імовірністю 0,8.

Перспектива Г: 3000 з імовірністю 0,25 і 0 з імовірністю 0,75.

За таких варіантів 68 % опитуваних обрало перспективу В, що вже відповідало теорії граничної корисності. Однак, сукупно ці перспективи порушують одну з фундаментальних аксіом теорії граничної корисності.

Згодом, у 1979 р. психологи Д. Канеман та А. Тверскі в рамках своєї теорії перспектив (Prospect Theory) обґрунтували причини прийняття таких парадоксальних рішень, довівши на прикладі чисельних експериментів, що людям властиво перевищувати корисність перспектив відомих напевно по (наприклад, перспектива Б) відношенню до перспектив що мають імовірнісний характер, ефект упевненості (certainty effect)[1]. Іншими словами, індивід схильний обирати синицю в руці, ніж журавля в небі, ігноруючи математичне очікування даних перспектив. Серед інших постулатів даної теорії варто виділити такі:

- люди надають більшого значення втратам, ніж придбанням, навіть якщо їх величина однакова;
- індивіди схильні завищувати маленькі ймовірності і занижувати середні і великі ймовірності досягнення значущих для себе результатів;
- ставлення людей до ризику сильно залежить від формулювання задачі вибору.

Дослідження різноманітних ринкових ситуацій і одержання досить великої кількості прикладів, що підтверджують ірраціональну природу людської діяльності, в тому числі і в фінансово-інвестиційній сфері, призвели до виникнення нового напряму фінансової науки — поведінкові фінанси, ключем до визначення яких є взаємозв'язок фінансів, психології та соціології, рис. 6.5.1.

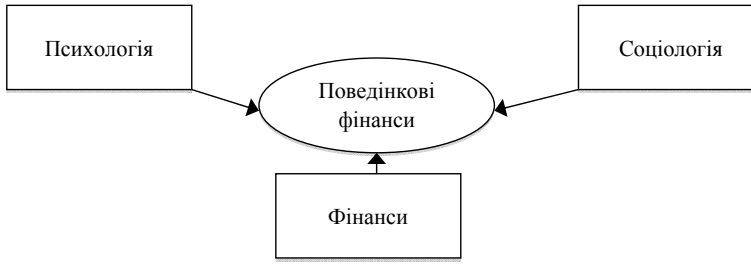


Рис. 6.5.1. Витоки поведінкових фінансів[2]

[1] Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk // Econometrica. — 1979. — № 47 (2). — P. 263–291.

[2] Victor Ricciardi and Helen K. Simon. What is Behavioral Finance? // Business, Education and Technology Journal, Fall 2003, P. 1-9. — P.2

Як бачимо, поведінкові фінанси мають досить широкий спектр дослідження, протягом останніх десятиліть психологами, соціологами та фінансистами проведено сотні емпіричних досліджень поведінки індивіду за різних умов та обґрунтовано причини такої поведінки.

Більшість досліджень у сфері біхевіористичних фінансів найчастіше проектується на поведінку індивідуального інвестора, що, на перший погляд, не має прямого відношення до корпоративного сектору економіки, однак, кожне підприємство — це комбінація індивідів (власники, топ-менеджери, керівники структурних підрозділів, рядові співробітники, міноритарні акціонери тощо), що діють відповідно до власних інтересів.

О.О. Терещенко, описуючи зв'язок біхевіористичних і корпоративних фінансів зазначає, що їх зміст розкривається такою їх дефініцією: напрям фінансів, який досліджує вплив інформації на поведінку учасників ринку капіталів за різних рамкових умов з метою прогнозування поведінки учасників фінансових відносин та управління нею. Таким чином, біхевіористичні фінанси зосереджені на дослідженні поведінки учасників ринку капіталів. Однак, вартість активів на ринку здебільшого є результатом фінансово-господарської діяльності окремих компаній. На наш погляд, закономірності, характерні для поведінки учасників ринку капіталів, значною мірою можна використати і для вивчення фінансових відносин на рівні підприємств. Ідеться, зокрема, про такі закономірності, як зайва самовпевненість та ілюзія управління ситуацією; переоцінка можливостей свого впливу на майбутню ситуацію; евристичні помилки та небажання їх визнавати; ефект стадної поведінки (небажання брати відповідальність на себе та приймати самостійні рішення); когнітивний дисонанс (недооцінка важливої інформації через зацикленість на існуючих поточних прогнозах); недооцінка можливостей конкурентів. З огляду на зазначене вважаємо за доцільне виокремити біхевіористичні корпоративні фінанси як окремий підрозділ біхевіористичних фінансів, котрий вивчає процеси прийняття фінансових рішень на корпоративному рівні з урахуванням психологічних і ментальних особливостей учасників фінансових відносин[1]. На нашу думку, дане твердження є цілком слушним, більше того у вітчизняних реаліях вплив поведінкових фінансів на корпоративному рівні є значно більшим, ніж на ринку капіталів, у силу малорозвиненості останнього.

Загалом, корпоративні фінанси прагнуть пояснити фінансові контракти і реальну інвестиційну поведінку, які виникають у результаті взаємодії менеджерів та інвесторів. Повне пояснення корпоративних фінансів вимагає пра-

[1] *Терещенко О.О.* Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів / О.О. Терещенко // Фінанси України. — 2011. — № 10. — С. 104–116. — С. 106.

вильного розуміння переконань і уподобань двох різних видів агентів. Більшість досліджень в області корпоративних фінансів засновані на припущеннях, що ці переконання і уподобання є цілком раціональним. Агенти повинні розробити неупереджені прогнози стосовно майбутніх подій і використовувати їх для прийняття рішень, які найкращим чином будуть слугувати їх власним інтересам. У практичному плані це означає, що менеджери спираються на твердження, що ринки капіталів є ефективними, із значенням ціни яка раціонально відображає суспільну інформацію про фундаментальні цінності. Крім того, інвестори вважають, що менеджери будуть діяти виходячи з власних інтересів, раціонально реагуючи на стимули корпоративного контролю, а також інших механізмів управління.

Поведінкові фінанси мають важливе значення для практики корпоративних фінансів, адже вони безпосередньо впливають на більшість фінансово-господарських рішень. Для зручності викладення матеріалу варто виділити ключові позиції корпоративних фінансів де вплив біхевіористичної складової є найбільшим:

1) ризик-менеджмент;

2) відносини принципал-агент;

3) планування та прогнозування;

4. інвестування.

Врахування суб'єктивізму при оцінці ризиків, а особливо в процесі їх ідентифікації є важливим, оскільки на даному етапі закладається основа всього процесу управління ризиками і помилки можуть суттєво вплинути на основні показники діяльності компанії. Особливо це стосується фінансових ризиків, оскільки вони мають здатність масштабуватися, тобто, на відміну від інших видів ризику їх вплив не може бути обмежений фізично.

В основі більшості помилок у прийнятті рішень в умовах невизначеності лежать так звані «ментальні пастки» — це «накатані» і звичні шляхи, за якими болісно і безрезультатно рухається наша думка[1]. Іншими словами життєвий досвід та інтуїція не дають індивідам сфокусуватися виключно на аспектах що стосуються підприємства.

Виділимо основні ментальні пастки, що характерні процесу ідентифікації фінансових ризиків[2]:

- проектування власного фінансового досвіду експертів на діяльність підприємства;

---

[1] *Кукла А.* Ментальные ловушки: глупости, которые делают разумные люди, чтобы испортить себе жизнь / А.Кукла. — Москва : Альпина Паблишер, 2014. — 146 с. — С. 22.

[2] *Скакальський Ю.С.* Біхевіористичний аспект ідентифікації фінансових ризиків підприємств / Ю.С. Скакальський // Фінансове забезпечення діяльності суб'єктів господарювання: зб. матеріалів IV всеукр. наук.-практ. конф. — Кременчук, 2016. — С. 34–37.

- недооцінка негативних явищ, що стали звичними;
- боргова асиметрія, тобто завищення впливу дебіторської заборгованості та заниження кредиторської;
- орієнтація на минулі події заважає бачити нові загрози та можливості;
- впевненість у підконтрольності певних видів ризиків заважає їх об'єктивній оцінці;
- недооцінка ризиків, що обіцяють значні вигоди в майбутньому.

Зазначені ментальні пастки в тому чи іншому прояві є характерними для більшості людей і зустрічаються не тільки при ідентифікації фінансових ризиків, а й практично в будь-якій ситуації, що пов'язана з невизначеністю.

Зокрема, критичний аналіз індивідуальних робіт студентів магістратури ДВНЗ «Київський національний університет імені Вадима Гетьмана» з дисциплін «Контролінг ризиків» та «Управління фінансовими ризиками», виконаних у період 2015–2017 рр., показав, що при виявленні потенційних ризиків підприємств понад 90 % студентів відносить валютні ризики обраних підприємств до категорії критичних, навіть якщо дані суб'єкти господарювання не проводять зовнішньоекономічної діяльності. Отримані дані ілюструють проектування власного негативного досвіду, пов'язаного з девальвацією національної валюти, на свої експертні оцінки.

У процесі ідентифікації фінансових ризиків нами пропонується використання комбінації раціонального та поведінкового підходів з метою максимального наближення отриманих прогнозів до реальності, а саме проведення корекції карти ризиків підприємства після виявлення ментальних пасток. Важливо, щоб дана процедура проводилась відокремленим підрозділом, або працівником, який безпосередньо не задіяний ц процесі прийняття ризикових рішень, що дозволить не лише уникнути більшості ментальних пасток, але й мінімізувати вплив конфлікту інтересів «принципал-агент». Крім того, за можливості, необхідно перевіряти, отриману експертним шляхом, ймовірність настання тієї чи іншої ризикової події, використовуючи всі наявні статистичні дані.

Врахування поведінкового аспекту при ідентифікації фінансових ризиків підприємств дозволяє: зосередитись на основних факторах ризику, уникнути зайвої іммобілізації фінансових ресурсів на управління другорядними ризиками та підвищити ефективність ризик-менеджменту підприємства.

Наступним блоком взаємодії біхевіористичних і корпоративних фінансів є відносини «принципал-агент», що виникають у процесі делегування повноважень діяти в своїх інтересах одним учасником фінансових відносин (принципалом) іншому (агенту). Класична зв'язка принципал-агент, зазвичай, це акціонер-найманий менеджер, виникла із розвитком корпоративної влас-

ності, коли спеціалізація управлінської роботи призвела до усунення акціонерів від безпосереднього управління корпораціями. Проблема тут полягає в тому, що найманий менеджер у силу своїх психологічних особливостей діє не лише на благо компанії, але й дуже часто в своїх власних інтересах, що зазвичай призводить до викривлення інформації, маніпуляцій з даними та супроводжується додатковими втратами для компанії. Така поведінка окремих агентів називається опортуністичною і пояснюється двома ключовими обставинами: асиметричним розподілом інформації та конфліктом цілей, що зумовлений різними преференціями індивідів.

Такий конфлікт інтересів є характерним не лише для власників підприємства і його топ-менеджменту. Приклади відносин «принципал-агент» із високим потенціалом конфлікту інтересів наведено у табл. 6.5.1.

Таблиця 6.5.1

Класифікація типів відносин «принципал-агент» із високим потенціалом конфлікту інтересів

Принципал	**Агент**
Власники підприємства	Топ-менеджмент
Топ-менеджмент	Керівництво структурними підрозділами
Менеджмент	Персонал
Кредитори	Менеджмент, власники
Клієнти, замовники	Підприємство
Дрібні акціонери	Крупні акціонери
Страхові компанії	Підприємство

Джерело:[1]

На нашу думку, проблема партнерської взаємодії учасників бізнесу особливо актуальна для України — не тільки через загальновідомі корпоративні конфлікти і нерозвиненості системних обмежувачів опортунізму (фондового ринку, правових інститутів), а й тому, що високий рівень опортунізму гальмує професіоналізацію менеджменту. Так як українським підприємствам невигідно демонструвати свою прибутковість, вони інформаційно-непрозорі; у цих умовах кваліфікований менеджер здатний заробити надприбутки за рахунок власників бізнесу. У результаті власники не бажають відмовлятися від ролі топ-менеджерів, хоча за своєю природою підприємець і менеджер — різні психологічні типи, і вимоги до них різняться.

Серед основних передумов опортуністичних дій традиційно виділяють:

1.із зростанням розподілу праці і відділенням власності від управління загострюється проблема знеособлення відповідальності за кінцевий резуль-

[1] *Терещенко О.О.* Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів / О.О. Терещенко // Фінанси України. — 2011. — № 10. — С. 104–116. — С. 107.

тат; усунення власників від керівництва компаніями веде до появи підприємств, які живуть своїм життям, як ніби не належать нікому;

2.опортуністична поведінка залежить від характеру розподілу інформації між учасниками бізнесу. У разі, якщо одна зі сторін знає більше (інформаційна асиметрія), вона набуває стимул до опортунізму[1].

З метою мінімізації втрат підприємства, спричинених опортуністичною поведінкою агентів традиційно використовують інструменти контролінгу поведінки:

- скринінг (screening), або фільтрація, — виявлення прихованих характеристик об'єкта до проведення операції (оцінка кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, аналіз кваліфікації тощо);
- метод само селекції, коли агенту, менеджеру, продавцю, клієнту пропонується прийняти ряд рішень на вибір (наприклад, щодо курсу емісії, розміру винагороди, бюджету витрат тощо). Вибором тієї чи іншої альтернативи агент виказує свої справжні преференції і властивості;
- система стимулювання і мотивації — додаткова оплата, бонуси, знижки, які стимулюють агента до виконання договірних зобов'язань;
- адміністративні методи — контроль і відповідальність (внутрішній і зовнішній аудит);
- система спеціальних сигналів — сигнали, що свідчать про позитивні характеристики агента. Способи подання сигналів: зв'язки з інвесторами, інформація на сайті, дипломи, сертифікати якості тощо[2].

Ще одним блоком взаємодії біхевіористичних ф корпоративних фінансів є прогнозування та планування майбутніх грошових потоків.

Однією з основних проблем сучасного фінансового менеджменту є коректна оцінка майбутніх грошових потоків. Більшість існуючих методів фінансового прогнозування базується на ретроспективному аналізі даних (казуальне прогнозування, екстраполяція, метод ковзної середньої тощо), або на експертних оцінках (опитування, метод Делфі, мозковий штурм, метод нейронних мереж тощо). Зважаючи на постійні зміни зовнішнього та внутрішнього середовища репрезентативність історичних даних, як бази прогнозування викликають серйозні сумніви. Крім того, кількісні методи прогнозування грошових потоків практично неможливо застосовувати для нових інвестиційних проектів або стартапів. Таким чином у розпорядженні підприємства залишаються лише якісні методи оцінювання майбутніх гро-

---

[1] Контроллинг в бизнесе. Методологические и практические основы построения контроллинга в организациях / А.М. Карминский, Н.И. Оленев, А.Г. Примак, С.Г. Фалько. — М.: Финансы и статистика, 2010. — 256 с. — С. 22.

[2] *Терещенко О.О.* Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів / О.О. Терещенко // Фінанси України. — 2011. — № 10. — С. 104–116. — С. 109.

шових потоків, переважна більшість яких базується на визначенні ймовірності настання того чи того сценарію. Традиційно оцінка ймовірності здійснюється експертним шляхом, тобто, опираючись на суб'єктивне бачення майбутнього одним спеціалістом чи групою експертів.

Іншими словами, вся різноманітність методів фінансового прогнозування майбутніх грошових потоків в Україні, через відсутність репрезентативних статистичних даних зводиться до евристики, тобто методів аналізу економічних явищ і процесів, прийняття рішень, які базуються на інтуїції, винахідливості, аналогіях, власному досвіді тощо[1].

Життєвий досвід, сила звички та інтуїція, які досить часто допомагають людині в житті можуть спотворювати її експертні оцінки та впливати на коректність оцінки майбутніх грошових потоків. Зокрема, надмірна самовпевненість (overconfidence). Умовно дану ментальну пастку можна розділити на дві складові:

1. оптимістичне відхилення (optimistic bias) — підсвідоме завищення рівня власних навичок і вмінь. Так, за результатами емпіричних досліджень О. Свенсона 82 % усіх водіїв, включаючи учнів, вважають, що їх навик є вищим за середній рівень[2];
2. ілюзія контролю (illusion of control) — підсвідоме перевищення рівня контрольованості ситуації пов'язаної з випадковими подіями. Дана ментальна пастка відмінно проілюстрована у психологічних експериментах Е. Лангера[3].

Уникати описаних ментальних пасток пропонується шляхом проведення альтернативної оцінки прогнозованих грошових потоків проекту без залучення його авторів. На нашу думку, це значно знизить ймовірність потрапляння до даних ментальних пасток, оскільки експерти «зі сторони» на відміну від авторів проекту не мають емоційного зв'язку з ним і здатні холоднокровно оцінити ймовірність настання тих чи інших подій.

Крім того, варто відзначити, що важливим чинником впливу на якість прогнозування майбутніх грошових потоків є наявність у експертів певних стереотипів, які заважають правильно оцінити ймовірність і спотворюють сприйняття суті проекту, характеристика основних з них наведено у таблиці 6.5.2.

---

[1] *Мочерний С.В., Ларіна Я.С., Устенко О.А., Юрій С.І.* Економічний енциклопедичний словник: У 2 т. Т.1 / За ред. С.В. Мочерного. — Львів: Світ, 2005. — 616 с. — С. 178.

[2] Svenson, O. Are We Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers? Acta Psychologia, Vol. 47, pp. 143-148. Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.researchgate.net/publication/. — P. 145

[3] Langer, E. The Illusion of Control. Journal of Personality and Social Psychology, Vol.32, pp. 311-328 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://nuovoeutile.it/wp-content/uploads/2014/10/ Langer1975_IllusionofControl.pdf

Таблиця 6.5. 2

Характеристика типових евристичних помилок

Евристичний фактор	Опис	Приклад
Доступність	При прийнятті рішень люди покладаються на інформацію, що зберігається в пам'яті	На питання, що, на ваш погляд, є більш частою причиною смерті, інсульт або вбивство, більшість респондентів вибирають вбивство, хоча статистично від інсультів вмирають у 11 разів частіше. Більшість людей при відповіді покладаються на свою пам'ять, інформація про вбивства є набагато більш доступною
«Помилка гравця» і «закон малих чисел»	«Помилка гравця» полягає у некоректному застосуванні закону великих чисел. Справа в тому, що закон великих чисел і використання середніх значень не застосовні в малих вибірках	При підкиданні монети п'ять разів поспіль випадала решка. Яка ймовірність того, що на шостий раз випаде орел? Якщо монета є ідеальною, то ймовірність дорівнює ½. Проте більшість людей припускає, що решка і орел повинні випадати приблизно однакову кількість разів, і, якщо вже п'ять разів випадала решка, то на шостий раз, швидше за все, випаде орел
Ефект якоря	При формуванні оцінок люди часто починають з первісного, ймовірно, випадкового значення і потім поступово його модифікують	Продавці автомобілів (або ріелтори) часто намагаються спочатку показати клієнту більш дорогий товар, поступово підходячи до більш дешевого. Клієнт в такій ситуації вважає цей товар більш вигідним, так як машинально порівнює його ціну з першим товаром, якорем

Джерело: складено автором

Ще одним фундаментальним блоком взаємодії біхевіористичних і корпоративних фінансів є процес прийняття інвестиційних рішень. На жаль, вітчизняний фондовий ринок є мало розвинутим, тому даний аспект приходиться розглядати виключно у теоретичній площині, опираючись на дослідження провідних західних економістів.

З теоретичної точки зору досить цікавим є дослідження Р. Талера та В. ДеБондта[1], які взяли котирування акцій на Нью-Йоркській фондовій біржі за період з січня 1926 р. по грудень 1982 р. і поділили їх на дві підгрупи: «виграшні» та «програшні». Класифікація була проведена на основі дохідності за останні три роки, так 10 % акцій з найвищою дохідністю склали портфель «виграшних акцій», а 10 % з найгіршою дохідністю — «програшних». Потім автори, протягом наступних трьох років, спостерігали за поведінкою даних портфелів і виявили, що з часом «виграшні акції» стали «програшними» і навпаки.

[1] Werner F. M. De Bondt and Richard Thaler // The Journal of Finance Vol. 40. — No. 3; Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association. – Dallas, Texas, December 28-30. — 1984 (Jul., 1985). — P. 793–805 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.jstor.org/stable/2327804?seq=1#page_scan_tab_contents

Виявилось, що портфель «програшних акцій» протягом наступних 36 місяців генерував середню кумулятивну дохідність на 19,6 % більшу за середньоринкову, а портфель «виграшних акцій» — на 5 % нижчу за середню дохідність на ринку. Пізніше дане явище отримало назву гіперреакції (overreaction), даний ефект здається парадоксальним, але це тільки на перший погляд. Очевидно, що акції з портфелю «виграшних» є привабливими для інвесторів і користуються значним попитом і в результаті стають переоціненими і навпаки.

На жаль, для вітчизняного фондового ринку проведення подібного експерименту є неможливим не тільки через його недорозвинутість, але й через брак статистики. Саме тому не будемо зупинятись на описі даного блоку детальніше.

Підсумовуючи, варто зазначити, що в основі прийнятих людьми рішень, які мають відношення до грошей і всього, що можна представити в грошовому еквіваленті, лежить ірраціональна поведінка, деякі прояви якої зумовлені емоційними реакціями, а деякі виникають унаслідок помилок судження.

Отже, приймаючи фінансові рішення або оцінюючи ефективність операцій, пов'язаних із залученням або вкладенням капіталу, необхідно враховувати поведінкові фактори саме в аспекті ірраціональної поведінки економічних суб'єктів. На рис. 6.5.2 представлено основні напрями усунення такої ірраціональності в контексті описаних вище блоків корпоративних фінансів.

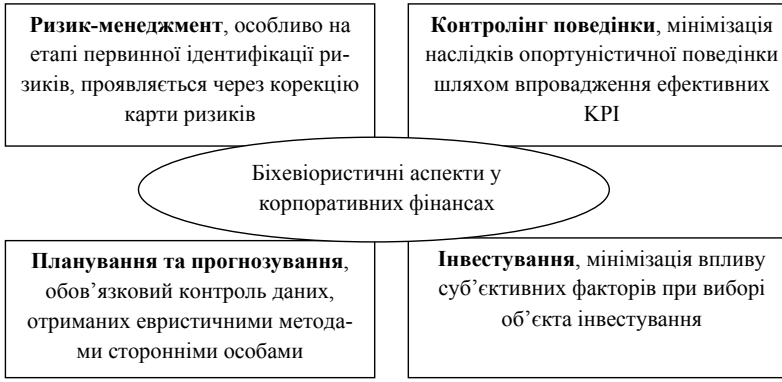


Рис. 6.5.2. Блок-схема взаємодії біхевіористичних і корпоративних фінансів

Джерело: складно автором

На рис. 6.5.2 схематично зображено основні точки дотику біхевіористичних і корпоративних фінансів, проте, цей перелік є далеко не повним, адже суб'єктивізм зустрічається практично в кожному фінансово-господарському рішенні, яке приймається на підприємстві.

Описані ментальні пастки, що характерні для планування та прогнозування грошових потоків підприємства, є характерними і для фінансового аналізу, і для вартісно-орієнтованого управління.

Що стосується ризик-менеджменту, то в сучасних умовах кожне рішення пов'язане з невизначеністю, а отже і з ризиком, відповідно і механізми уникнення ірраціональності схожі.

Те саме можна сказати і про контролінг поведінки, який стає все популярнішим, особливо в контексті антикризового фінансового управління підприємством.

Висновки до розділу 6

Обрання ефективної моделі корпоративного управління є стратегічним завданням для забезпечення конкурентоспроможності підприємства, а недостатня увага до питань корпоративного управління може спровокувати послаблення конкурентних переваг корпорації та призвести до дезорганізації виробництва.

Сучасному етапові розвитку корпоративного управління властива поступова зміна парадигми у бік гуманістичної орієнтації, а саме посилення соціальної складової.

Глобалізація у сфері корпоративного управління проявляється в тому, що відбувається реформа системи корпоративного управління, в процесі якої уряди та громадськість більшості країн намагаються якомога краще опрацювати норми корпоративного управління і застосовувати кращі риси. З цією метою у 1998 році Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) спільно із Світовим банком, Міжнародним валютним фондом та іншими міжнародними організаціями ініційовано глобальну програму створення універсальних стандартів і норм корпоративного управління спрямовану на поліпшення національних систем корпоративного управління.

Запровадження кодексів створює передумови для етичнішого управління компанією, проте можуть виникати окремі негативні наслідки цього процесу — удосконалення кодексів на практиці може призвести до надмірної регламентації діяльності керівництва та менеджменту компанії, що знижує схильність до ризиків при розробці та виконанні корпоративної стратегії.

Для кожної країни характерна своя власна модель корпоративного управління, риси якої обумовлені історичними факторами розвитку, економічними, правовими й соціальними особливостями. Моделі відрізняються за складом учасників корпоративних відносин, законодавчою базою, що регулює їхні взаємовідносини, вимогами до розкриття інформації тощо. Проте наявність різних моделей корпоративного управління не знімає існування таких спільних проблем, як: забезпечення інтересів дрібних інвесторів; суперечності між коротко- та довгостроковими інтересами власників; конфлікт між

виконавчими та контролюючими органами управління корпорацій; суперечності між різними групами інвесторів тощо.

На світовому ринку найміцніні позиції та високу конкурентоспроможність мають компанії, в основі яких є сімейна корпоративна модель управління, що обумовлено органічним поєднанням корпоративних цінностей із сімейними, більшою гнучкістю та креативністю, орієнтацією на довгострокову перспективу.

Вітчизняна модель корпоративного управління має інтегрований характер, вона включає як елементи з англо-американської моделі (розпорошеність акціонерного капіталу, трирівневе управління товариством, важливість ролі головного керівника), німецької (нерозвинений фондовий ринок), і з японської (тенденції до зростання концентрації власності). Більше того, серед великих корпорацій України досить поширеною є сімейна модель управління, за якої ключовими учасниками є ФПГ і банки, управління здійснюється афілійованими особами, відсутній серйозний вплив індивідуальних інвесторів на справи корпорації.

Система корпоративного управління в Україні вимагає реформування, на основі співпраці між власниками корпорацій, менеджментом, державою та громадськістю, з встановленням відповідного балансу між повноваженнями та відповідальністю кожної із сторін. З цією метою в Україні необхідно сформувати принципово нову модель корпоративного управління, яка в умовах посилення конкуренції сприяла б підвищенню ефективності вітчизняного корпоративного сектору, покращенню інвестиційного клімату. Умови нової парадигми господарювання характеризуються посиленням впливу на генерування ринкової вартості компанії фактора клієнтського капіталу, зокрема його рушійної сили — капіталу бренда, який охоплює сформовані компанією унікальні компетенції у сфері інтелектуального маркетингу.

З метою активізації процесів, пов’язаних з формуванням та ефективним використанням інтелектуального капіталу в контексті максимізації ринкової вартості вітчизняних компаній, необхідними вбачається низка скоординованих заходів: удосконалення та адаптація до європейського законодавства нормативно-правової бази у сфері інтелектуальної власності; використання механізму державно-приватного партнерства; розвиток інноваційної культури.

У той же час, стрімкий розвиток технологій призводить до зростання дистанції у рівні знань і вмінь між власниками та найманими працівниками, що підвищує ризики інформаційної асиметрії та створює «ілюзію контролю». Тому, однією з надважливих сучасних тенденцій корпоративного управління є врахування поведінкових особливостей людини, а саме ірраціональної складової в процесі прийняття фінансових рішень.

У контексті біхевіористичних фінансів важливим є не лише усунення негативного впливу ірраціональної поведінки на діяльність корпорації, але й пошук шляхів використання особливостей людської поведінки як драйвера вартості компанії.

Довідка про авторів

1. Алексін Г.О., аспірант, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
2. Бабяк Н.Д., к.е.н., професор, професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
3. Багацька К.В., к.е.н., доцент, доцент кафедри фінансів, Національний університет харчових технологій
4. Борищук А.В., магістрант фінансово-економічного факультету ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
5. Буряченко А.Є., д.е.н., професор кафедри фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
6. Грицино О.М., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
7. Дребіт Г.М., аспірантка кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
8. Зимовець В. В., д.е.н., старший науковий співробітник, зав. відділу фінансів реального сектора ДУ «Інститут економіки і прогнозування НАН України»
9. Зінькевич Т.О., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
10. Іващенко А.І., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
11. Корнилюк А.В., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
12. Краснова І.В., к.е.н., доцент, професор кафедри менеджменту банківської діяльності ДВНЗ «Київський національний економічній університет імені Вадима Гетьмана»
13. Куліш Г.П., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

14. Лактіонова О.А., д.е.н., доцент кафедри фінансів та банківської справи, Донецький національний університет ім. Василя Стуса

15. Лозова Г.М., к.е.н., доцент, доцент кафедри економічної теорії, макро- та мікроекономіки, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

16. Максименко А.В., к.е.н, доцент кафедри міжнародного обліку і аудиту ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

17. Мельник К.В., к.е.н., старший викладач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана»

18. Надієвець Л. М., к.е.н., викладач кафедри фінансів, обліку та аудиту Хмельницького кооперативного торговельно-економічного інституту

19. Наконечна А. С., асистент кафедри фінансів та банківської справи Донецький національний університет ім. Василя Стуса

20. Островська Г.Й., к.е.н., доцент кафедри менеджменту інноваційної діяльності та підприємництва, Тернопільський національний політехнічний університет імені Івана Пулюя

21. Островська О.А., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

22. Павлюк Т. С., бухгалтер-ревізор, ТОВ «Ерфольг унд Генау аудит»

23. Поддєрьогін А.М., к.е.н., професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

24. Поліщук Є.А., д.е.н., доцент, доцент кафедри інвестиційної діяльності ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

25. Потій В.З. к.е.н., професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

26. Приймак В.М., к.е.н., доцент, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

27. Примостка Л.О., д.е.н., професор, завідувач кафедрою менеджменту банківської діяльності ДВНЗ «Київський національний економічній університет імені Вадима Гетьмана»

28. Притуляк Н.М., доцент, к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

29. Романишин В.О., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

30. Свириденко О.О., аспірант державного науково-дослідного інституту інформатизації та моделювання економіки Міністерства економічного розвитку та торгівлі

31. Свідерська І.М., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

32. Сибірянська Ю.В., к.е.н., доцент доцент кафедри фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

33. Силантьєв С.О., к.т.н, доцент, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

34. Скакальський Ю.С., к.е.н., старший викладач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний університет імені Вадима Гетьмана»

35. Солодка О.О., к.е.н., доцент, доцент кафедри фінансів, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

36. Сус Т.Й., докторант, к.е.н., доцент кафедри Фінансів, Прикарпатський національний університет ім. В. Стефаника

37. Терещенко О.О., професор, д.е.н., завідувач кафедрою корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

38. Томнюк Т.Л., к.е.н., доцент кафедри фінансів, Чернівецький торговельно-економічний інститут Київського національного торговельно-економічного університету

39. Ушеренко С.В., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

40. фон Будау О.Г., к.е.н., с.н.с., доцент кафедри теорії та методики професійної підготовки Національний педагогічний університет імені М.П. Драгоманова

41. Чеберяко О.В., д.і.н., к.е.н., професор, доцент кафедри фінансів, Київський національний університет імені Тараса Шевченка

42. Чепка В.В., к.е.н., доцент кафедри корпоративних фінансів і контролінгу ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»

Список використаних джерел

1. Агафонова М.Ю. Большой экономический словарь: 19000 терминов / М.Ю. Агафонова, А.Н. Азрилиян, О.М. Азрилиян. – М.: Институт новой экономики, 1997. – 864с.
2. Андрєєва Г.І. Історичні аспекти формування строкового ринку (ринку похідних цінних паперів) і його роль в економіці країни: наукове видання / Г.І. Андрєєва // Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України»: збірник наукових праць. — Вип.29. — Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ». — 2010. — С.23-31.
3. Бабчинська О.І. Державне регулювання корпоративного сектора в Україні : сучасний стан та напрями вдосконалення / О.І.Бабчинська // Вісник Хмельницького національного університету 2015, № 1.- С. 216 — 220.
4. Багацька К.В. Ринкова капіталізація компаній: світові та вітчизняні тенденції / К.В. Багацька, Б.І. Пюро // Облік і фінанси. — 2017. — № 1. — с.112-119.
5. Баденхаузен К. Сколько стоят бренды Apple, Microsoft, Google, Facebook и других крупнейших компаний мира. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.forbes.ru/kompanii-photogallery/288451-samye-dorogie-brendy-mira-2015-reiting-forbes?photo=20
6. Базельський комітет з питань банківського нагляду — Режим доступу : http:/www.bis.org/pub/bcbs107.htm
7. Бек У. Что такое глобализация? Ошибки глобализма — ответы на глобализацию // Ульрих Бек / Пер. с нем. А.Григорьева и В. Седельника; Общая редакция и послесл. А. Филиппова. — М.: Прогресс-Традиция, 2001. — 304 с.
8. Бідність населення України: методолія, методика та практика аналізу: монографія / Е.М. Лібанова. — К.: КНЕУ, 2008.
9. Білорус О. Глобалістика — нова синтетична наука [Електронний ресурс] / О. Білорус, В. Власов // Вісник Національної академії наук України. — 2010. — № 3. — С. 17–26. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http:// nbuv.gov.ua/j-pdf/vnanu_2010_3_3.pdf.
10. Біржовий список // Офіційний сайт фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://pfts.ua/stock-exchange-pfts/list-pfts
11. Блейклі Е. Дж. Планування місцевого економічного розвитку. Теорія і практика / Е. Дж. Блейклі. — Вид. 2-ге ; [пер. з англ. Анжели Кам'янець]. — Л. : Літопис, 2002. — С. 81.
12. Бриль І.В. Формування та використання нематеріальних активів підприємств для підвищення їх капіталізації : наукова доповідь / І.В. Бриль // Національна академія наук України. Інститут економіки промисловості. — К., 2015. — 71 с.
13. Букович У. Управление знаниями: руководство к действию / У. Букович, Р. Уилльямс. — М. : Инфра-М, 2002. — 504 с.
14. Буряченко А.Є. Матрична структура фінансового потенціалу та її вплив на соціально-економічний розвиток регіонів / А.Є. Буряченко //Ринок цінних паперів України. — 2016. — № 1-2. — С. 3-19.
15. Бутнік-Сіверський О.Б. Проблеми стимулювання науково-дослідної та інноваційної діяльності / О.Б. Бутнік-Сіверський // Наука та наукознавство. — 2011. — № 1. — С. 19–25.
16. Валков А.А. Управление рисками в коммерческом банке.- М.: Омега — Л, 2012.– 160с.
17. Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента / Дж. Ван Хорн, Дж. Вахович; [пер с. англ.] — [12-е изд..]. — М. : ООО Вильямс, 2006. –. 1232с.; Volkart R. Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. — Zürich: Versus. — 2003; Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen: Corporate Finance. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA. — 2005.
18. Вартанова Е. Л. Медиаэкономика в информационном обществе / Е. Л. Вартанова. — М. : Информационное общество., 2005. — № 1. — С. 40–44.
19. Васильєва Т. А. Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи і ринку інноваційного інвестування / Т. А. Васильєва // Вісник СумДУ. — Серія «Економіка». — 2008. –№ 1. — С. 168-175.
20. Васильченко Г. В. Глобалізація економіки і місцевий економічний розвиток / Г. В. Васильченко, С. М. Васильченко // Вісник Прикарпатського університету. Серія : Економіка. — 2015. — Вип. 11. — С. 45-49. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Vpu_Ekon_2015_11_10.

21. Витрати на робочу силу за 2014 р.: статистичний бюлетень.[Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.
22. Владимир О. Роль банківських установ у фінансуванні інноваційного розвитку економіки України / О. Владимир // Соціально-економічні проблеми і держава. — 2013. — Вип. 2(9). — С. 34-43.
23. Геєць В. Спеціальні економічні зони: «чорні діри» чи точки економічного зростання? / В. Геєць, В.Семиноженко // Дзеркало тижня. — 2006. — № 44. [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/spetsialni_ekonomichni_zoni_chorni_diri_chi_tochki_ekonomichnogo_zrostannya.html
24. Геєць І. О. Особливості формування сучасного стану корпоративного сектора економіки України// Економіка. Фінанси. Право. — 2009. — № 5.
25. Головченко Д., Дорошко М. Гібридна війна Росії проти України: історико-політичне дослідження.-К.: "Ніка-Центр, 2016.-184 с.
26. Гонта І. Кредитування малого та середнього бізнесу в Україні: бути чи не бути? [Електронний ресурс] // Інформаційний портал ЦКП Інформ. — 01.11.2016.– Режим доступу: http://ckp.in.ua/analytics/13431
27. Господарський кодекс України [Електронний ресурс] : Закон України від 16.01.2003 № 436-IV. — Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15
28. Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV. [Електронний ресурс] // Верховна Рада України: [сайт]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15
29. Господарський кодекс України: Закон України від 16.01.2003 № 436-IV, стаття 120 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15.
30. Грішнова О.А. Нагромадження людського, інтелектуального і соціального капіталу підприємства як основна форма його капіталізації / О.А. Грішнова // Вісник Донецького університету економіки та права. — 2011. — № 1. — С. 10–13.
31. Грошово-кредитна та фінансова статистика. Електронний ресурс. Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=53028995
32. Гусєв В.В. Інноваційна активність підприємств, як об'єкт державного регулювання їх сталого розвитку / В.В. Гусєв // Науково-практичний журнал «Інвестиції: практика та досвід». — 2008. — № 20. — С.29-34
33. Гусєв В.О. Державна інноваційна політика : методологія формування та впровадження : монографія / В.О. Гусєв. — Донецьк : Юго-Восток, 2011. — 624 с.
34. Дарькин С.М. Тихоокеанская Россия: стратегия, экономика, безопасность / С.М. Дарькин// — М. : Дело, 2007. — 440 с.
35. Дейч Т.Л. Африка в стратегии Китая / Т.Л. Дейч. — М.: Институт Африки РАН. 2008. — 326 с.
36. Дела семейные: особенности семейного бизнеса. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ceo.ru/news/business/effectivnost/dela-semejnye-osobennosti-semejnogo-biznesaf
37. Дементьева А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России // Право и управление. XXI век. — 2008. — № 8.
38. Державна політика стабілізації фінансів підприємств: монографія/ [А.І.Даниленко,В.В.Зимовець, О.М.Кошик та ін]; за ред. чл.-кор. НАН України А.І.Даниленка.; НАН України. К.- Ін-т екон. та прогнозув., 2011.- с. 37.
39. Дзюба І. М. Україна перед сфінксом майбутнього / І. М. Дзюба // Український історичний журнал. — 2002. — № 3. — С. 3–22.
40. Димитриади Г.Г. Риски управления банком СПб.: ЛКИ, 2010 — 240с.
41. Директиви Європейського Парламенту та Ради № 2014/65/ЄС від 15.05.2014 про ринки фінансових інструментів (MiFID II) 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065
42. Дідківська Л. І. Державне регулювання економіки [Електронний ресурс] / Л. І. Дідківська. — Режим доступу : http://www.library.if.ua/book/72/5235/html.
43. Ділові очікування підприємств України. II квартал 2017 р. Електронний ресурс. Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51836133
44. Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва [Текст] : статистичний збірник — 2015 / За редакцією М. С. Кузнєцової. — Державна служба статистики України. — 2016. — 513 с.
45. Дод Е.В. Движение капитала и его особенности в реальном секторе российской экономики: дис. к.э.н: 08.00.01 / Дод Е.В. — Саратов, 2007. — 183с.

46. Долгопятова Т.Г. Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки / Т. Г. Долгопятова // Известия УрГЕУ. — 2016. № 4(66). — С. 30 — 39.
47. Дрозденко В. Інновації в епоху глобалізації [Електронний ресурс] \ В. Дрозденко. Інституту світової економіки і міжнародних відносин НАН України. \\ http://iweir.org.ua
48. Ермасова Н.Б. Риск менеджмент организации М.: Научная книга, 2011. — 120с
49. Євтушевський В. А. Корпоративне управління: підручник / В. А. Євтушевський. — К.:Знання, 2006. — 406 с.
50. Єріна А. М. Статистичне моделювання та прогнозування : [підруч.] / А. М. Єріна, Д. Л. Єрін. — К. : КНЕУ, 2014. — 348 с.
51. Єріна А.М. Міжнародні рейтинги: статистичні аспекти обчислення та застосування. Частина 1. Індекси економічної свободи та глобальної конкурентоспроможності / А.М. Єріна // Статистика України. — 2016. — № 3. — С. 56-64.
52. Заєць Т.О. Корпоративні структури в умовах економічної нестабільності / Т.О. Заєць // Вісник Хмельницького національного університету, 2009. — №3, Т. 2. — С.199-202.
53. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 № 514-VI. // Верховна Рада України: [сайт]. — [Електронний ресурс]. Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/514-17
54. Закон України "Про господарські товариства" від 19 вересня 1991 р. // Верховна Рада України: [сайт]. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12
55. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР. // Верховна Рада України: [сайт]. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80
56. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23.02.2006 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15
57. Закон України «Про акціонерні товариства» №514-VI від 17.09.2008 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступ : http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17
58. Закономірності розвитку підприємств в умовах невизначеності економічного середовища: монографія / За заг. ред. О.В. Горняк. — Одеса: «Одеський національний університет імені І.І. Мечникова», 2015 — 216с.
59. Захожай В.Б. Аналіз ринку банківських послуг/ В.Б. Захожай, С.С. Герасименко, Н.А. Головач, Т.О. Терещенко та ін. Навч. посібник для студ. вищ. навч. закл.- К.: МАУП, 2006.-188 с.
60. Звіт про фінансову стабільність [Електронний ресурс] // Національний банк України. — Вип. 1. — Червень, 2016. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=32241744
61. Зимовець В. В. Деформована фінансова модель ведення бізнесу в Україні: інституційний / В. В. Зимовець // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: Зб. матеріалів І Всеукр. Наук.-практ. конференції. — 2016. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf.
62. Зимовець В. В. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки/ В. В. Зимовець, О. О. Терещенко //Фінанси України. — 2015. — № 9. — С. 78-95.
63. Зимовець В. В. Кредитоспроможність підприємств корпоративного сектору: тенденції, проблеми, перспективи [Електронний ресурс] / В. В. Зимовець, Н. М. Шелудько. — 2017. — Режим доступу до ресурсу: http://ir.kneu.edu.ua/bitstream/2010/22024/1/378-380.pdf.
64. Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку.- Київ: Ін-т економіки і прогнозувння НАН України — 2010.- с.81
65. Зимовець В.В., Шелудько Н.М. Кредитоспроможність підприємств корпоративного сектору: тенденції, проблеми, перспективи // Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку: Зб. матеріалів І Міжнар. наук.-практ. Конференції [Електронний ресурс]. — К. : КНЕУ, 2017. — 455 с. — С.378.
66. Зовнішній борг України.- URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36693539
67. Индексы развития государств мира [Текст]: справочник / О.Т. Гаспарян, Р.У. Камалова, Е.А. Кочешкова и др.; под ред. Ю.А. Нисневича; Нац. исслед. Ун-т «Высшая школа экономики». — М.: Изд. Дом Высшей школы экономики, 2014. — 247 с.
68. Иноземцев В.Л. В защиту глобализации. Как новая всемирная экономика помогает и богатым и бедным. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.globalaffairs.ru/3-04
69. Иноземцев В.Л. К социодинамике хозяйственных систем. Эскиз экономической истории XX века / В.Л. Иноземцев, Е.С. Кузнецова // Свободная мысль-XXI. — 2001. — № 1. — С. 14–36.
70. Іващенко О.А. Поляризація й нерівномірність економічного розвитку як домінуюча ознака сучасного етапу глобалізації / О.А. Іващенко, Н.В. Резнікова // Інвестиції: практика та досвід. —

2016. — № 4. — С. 7-12. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1190/1/Ivashchenko%20O.%20Invest_2016_4.pdf

71. Іващенко О.А. Проблема економічного розвитку та зростання в контексті подолання глобальних асиметрій /О.А. Іващенко, Н.В. Резнікова // Вісник ОНУ імені І. І. Мечникова. — 2016. — Т. 21, Вип. 1.- С. 55-59. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://194.44.12.92:8080/jspui/bitstream/123456789/1462/1/%D0%98%D0%B2%D0%B0%D1%89%D0%B5%D0%BD%D0%BA%D0%BE_%D0%9E%D0%B4%D0%B5%D1%81%D1%81%D0%B0_2016.pdf

72. Ігнатьєва І. А. Корпоративне управління: підручник / І. А. Ігнатьєва, О. І. Гарафонова. — Київ : Центр навчальної літератури, 2013. — 600 с.

73. Індекс глобальної конкурентоспроможності. Комплексні індекси / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://goo.gl/jS7gJF

74. Індекс інвестиційної привабливості України став найвищим за шість років // Європейська правда [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.eurointegration.com.ua/news/2017/07/3/7067975/

75. Індекс інфляції [Електронний ресурс] // Фінансовий портал «Мінфін». — Режим доступу : http://index.minfin.com.ua/index/infl/?2016

76. Індекс процвітання / Матеріал з Вікіпедії — вільної енциклопедії. https://goo.gl/YRZjPt

77. Інтелектуальна власність: креативи метафізичного пошуку / В.Д. Базилевич, В.В. Ільїн. — К. : Знання, 2008. — 687 с.

78. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2016 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // https://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics

79. Когут І., Стадний Є. Бюджет освіти та науки 2017: що пропонує уряд? \\ https://cedos.org.ua/uk/osvita/biudzhet-osvity-ta-nauky-2017-shcho-proponuie-uriad

80. Комарова О.А. Пріоритетні напрямки розвитку випереджаючої освіти *в* Україні / О.А. Комарова // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. — 2015. — Вип. 27. — С. 138–148.

81. Консолідована фінансова звітність ПАТ «Укрзалізниця». [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.uz.gov.ua/about/investors/financial_statements/

82. Контроллинг в бизнесе. Методологические и практические основы построения контроллинга в организациях / А.М. Карминский, Н.И. Оленев, А.Г. Примак, С.Г. Фалько. М.: «Финансы и статистика», 2010. — 256 с

83. Концепція розвитку національної інноваційної системи, схвалено розпорядженням Кабінету Міністрів України від 17.06.2009 р. N 680-р / . [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www. kmu.gov.ua

84. Корнилюк А.В. Аналіз розвитку теорій структури капіталу підприємств / А.В. Корнилюк // Культура народов Причерноморья. — 2011. — № 205. — С. 47-50

85. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки [Текст] / А. І. Крисоватий,В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С. 11-12.

86. Корпоративное управление. Владельцы, директора и работники акционерного общества / Пер. с англ. — М.: Джон Уайли энд Санз, 1996.-68 с.

87. Корпоративный финансовый менеджмент: [учеб.-практич. пособие] / М.А. Лимитовский, Е.Н. Лобанова, В.Б. Минасян, В.П. Паламарчук . — М.: Юрайт, 2014. — 990 с. — С. 33-44.

88. Корпорация в системе общественного производства: монография / Л. И. Дмитриченко, Т. С. Чунихина, Л. А. Дмитриченко, А. Н. Химченко — Донецк: ООО «Східний видавничий дім», 2010. — 184 с.

89. Кочетков Г.Б., Супян В.Б. Корпорация: американская модель. — СПб.: Питер, 2005.- с. 35-36.

90. Крисоватий А. І. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки / А. І. Крисоватий, В. М. Федосов, Н. С. Рязанова // Фінанси України. — 2013. — № 9. — С. 7–27.

91. Кукла А. Ментальные ловушки: глупости, которые делают разумные люди, чтобы испортить себе жизнь / А.Кукла. — Москва : Альпина Паблишер, 2014. — 146 с.

92. Кураков Л.П. Экономика и управление, финансы и право: словарь-справочник / Л.П. Кураков, В.Л. Кураков, А.Л. Кураков. – М.: Вуз и школа, 2004. – 1288с.

93. Куценко Т. М. Зарубіжний досвід створення системи фінансування інновацій / Т. М. Куценко // Зовнішня торгівля: право, економіка, фінанси. — 2013. — №2. — С. 123-129.

94. Лебідь О. Ю. Побудова економіко-математичних моделей міжнародного руху капіталу в Україні / О.Ю. Лебідь // Міжнародний журнал інноваційних технологій в економіці. — 2016. — № 4(6). — с.32-37

95. Леонович Л.И., Петрушина В.М. Управление рисками в банковской деятельности М.: Дикта, 2012 — 136.
96. Лисовский С. Конец аналогового мира: индустрия 4.0, или что принесет с собой четвертая промышленная революция — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://theoryandpractice.ru/posts/14610-konets-analogovogo-mira-industriya-4-0-ili-chto-prineset-s-soboy-chetvertaya-promyshlennaya-revolyutsiya
97. Мазелис Л.С., Волгина А.О., Разумова Ю.В. Оптимизация инвестиций в человеческий капитал бизнес-единицы при стратегическом управлении предпринимательским университетом // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление — 2011 — №4. — С.59-64.
98. МакМаллін К. Місцевий економічний розвиток — це постійна синергія дій бізнес-спільноти, влади, громадянського суспільства та наукових кіл / Кент МаМаллін // — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://pleddg.org.ua/ua/2016/kent-makmallin/
99. Мальська М. П., Мандюк Н. Л., Занько Ю. С. Корпоративне управління: теорія та практика. Підручник. — К.: Центр учбової літератури, 2012. — 360 с.
100. Мануков С. 4-я промышленная революция в Давосе — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://expert.ru/2016/01/21/chetvertaya-promyishlennaya-revolyutsiya
101. Марчук В. П. Міжнародний рух капіталу та зовнішній борг в умовах трансформації національної економіки України / В.П. Марчук // Фінансовий простір. — 2014. — № 2 (14) — с. 81-90
102. Матеріали інформаційного сайту Ernst &Young / IPO insights Comparing global stock exchanges // [Electronic resource]. — Mode of access: http://www.ey.com/gl/en/services/strategic-growth-markets/strategic-growth-markets_ipo_comparing-stock-exchanges
103. Міжнародні фінанси / О.І. Рогач, А.С. Філіпенко, Т.С. Шемет, Н.Д. Амалян, С.Я. Боринець, Б.А. Бузинар, А.В. Буквич, І.В. Бураковський, Г.Б. Бурляй, В.А. Вергун. — К.: Либідь, 2003. — 784 с.
104. Міщенко В. Базель ІІІ: нові підходи до регулювання банківського сектору/ В.Міщенко, А. Незнамова // Вісник НБУ. — 2011. — січень — С. 4-9.
105. Мочерний С.В., Ларіна Я.С., Устенко О.А., Юрій С.І. Економічний енциклопедичний словник: У 2 т. Т.1 / За ред. С.В. Мочерного. — Львів: Світ, 2005. — 616 с.
106. Назимко К. Рейтинг інвестиційної привабливості: Україна котиться вниз. Що чиновникам варто терміново зробити / К. Назимко [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://forbes.net.ua/ua/opinions/1421796-rejting-investicijnoyiprivablivosti-ukrayina-kotitsya-vniz.
107. Наконечна А.С. Динамічні характеристики фінансової архітектури суб'єктів господарювання в умовах ділових циклів /А.С. Наконечна // Финансы, учет, банки. — 2016. — № 1(21). — С. 265–275.
108. Наукова та інноваційна діяльність в Україні: статистичний збірник / відп. за випуск О.О. Кармазіна. — К. : Держстат України, 2016. — 255 с.
109. Наукова та науково-технічна діяльність в Україні у 2015 році : статистичний збірник. / [Електронний ресурс] — Режим доступу : http://ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.
110. Оганян Г. Міжнародний досвід застосування похідних фінансових інструментів у корпоративному управлінні / Г. Оганян, О.М. Сохацька // Вісник ТАНГ. — 2002. — Випуск 7/2. — С.18-23.
111. Орлова Т. Интеллектуальный капитал: понятия, сущность, виды // Проблемы теории и практики управления. — 2008. — №4.- С.109-119.
112. Основні показники діяльності банків України: Національний банк України. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: // https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442&cat_id=347985
113. Основні структурні показники діяльності підприємств за їх розмірами [Електронний ресурс] // Державна служба статистики України. — Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua
114. Офіційний сайт Державного експортно-імпортного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.eximb.com.
115. Офіційний сайт Державної служби статистики України // http://www.ukrstat.gov.ua.
116. Офіційний сайт Комісії по уніфікувації законів США [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.uniformlaws.org/shared/docs/prudent%20investor/upia_final_94.pdf.
117. Офіційний сайт Національного банку України // http://www.bank.gov.ua.
118. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // http://www.nssmc.gov.ua.
119. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://www.nfp.gov.ua.
120. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.uaib.com.ua.

121. Пальчевич Г. Т. Джерела фінансового забезпечення інноваційної діяльності та механізми їх залучення / Г. Т. Пальчевич // Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. — 2010. — № 18, Ч. 2 — С. 23-28.
122. Патентно-інформаційні фонди. Український інститут інтелектуальної власності [Електронний ресурс] // Режим доступу до ресурсу: http://www.uipv.org
123. Перес К. Технологические революции и финансовый капитал: динамика пузырей и периодов процветания / К. Перес. пер. с. англ. — М.: Дело, 2011. — 231 с.
124. Петрас Дж. Аромат імперіалізму / Дж. Петрас // Економічний часопис. — 2002. — №3. — С.9-15. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.soskin.info/ea/2002/10/20021001.html
125. Полани М. Личностное знание / М. Полани. — М. : Прогресс, 1985. — 344 с.
126. Портер М. Международная конкуренция / М. Портер. — М. : Международные отношения, 1993. — 580 с.
127. Поручник А., Сімонова М. Інституалізація міжнародного інвестування в умовах глобалізації [Електронний ресурс] : монографія / А. Поручник, М. Сімонова. — К.: КНЕУ, 2015. — 324 с.
128. Постанова НБУ № 351 «Про затвердження Положення про визначення банками України розміру кредитного ризику за активними банківськими операціями» від 2016 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0351500-16
129. Праця України у 2014 р.: статистичний збірник. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.
130. Приймак В. Концептуальні основи системної методології управління: теоретичний аспект / В. Приймак. // Вісник КНТЕУ. — 2001. — №3. — С. 45–53.
131. Примостка Л.О. Роль і функції строкового ринку в економічній системі / Л.О. Примостка, О.В. Береславська // Вісник НБУ. — 2012. — №8. — С.16-17.
132. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти: монографія / Л.О. Примостка. — К.: КНЕУ, 2001. — 263с.
133. Пріоритети державної політики сприяння посиленню фінансової стійкості суб'єктів підприємництва. [Електронний ресурс].- Режим доступу до ресурсу: Аналітична записка. — http://www.niss.gov.ua/articles/238/
134. Про діяльність установ трудового пенсійного забезпечення та нагляд за ними : Директива 2003/41/ЕС Європейського Парламенту і Ради від 3 червня 2003 р.
135. Про міжнародний факторинг: Конвенція УНІДРУА від 28.05.1988 р. (чинна) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://portal.rada.gov.ua.
136. Пробийголова Н.В. Особливості процесу трансформації політичної культури на постсоціалістичному просторі / Н.В. Пробийголова. — [Електронний ресурс]. Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/2010_1/15.
137. Прогнозування та хеджування фінансових ризиків: монографія / За ред. проф. Л. О. Примостки. — К. : КНЕУ. 2014. — 424с.
138. Професійний розвиток персоналу у країнах Європейського Союзу: посібник / Л.П. Пуховська, А.О. Ворначев, С.О. Леу; за наук. Ред. Л.П. Пуховської. — Київ: ІПТО НАПНУ. 2015. — 176с.
139. Процентні ставки за кредитами та депозитами [Електронний ресурс] // Офіційний сайт НБУ. — Режим доступу : https://bank.gov.ua/files/4-Financial_markets.xls
140. Путівник у світі бізнес-фінансів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.prostobiz.ua.
141. Пушкарчук І. Проблеми капіталізації вітчизняних підприємств в умовах глобалізації. — [Електронний ресурс].- Режим доступу до ресурсу: http://sophus.at.ua/publ/2016_10_28_kampodilsk/sekcija_section_3_2016_10_28/problemi_kapitalizaciji_vitchiznjanikh_pidpriemstv_v_umovakh_globalizaciji/131-1-0-2110
142. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 512с.
143. Рекомендації ОЕСР щодо управління пенсійними фондами : прийняті Радою ОЕСР 28 квітня 2005 року. Проект USAID розвитку ринків капіталу [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://pension.kiev.ua/files/oecd_pf_gov_ua.pdf.
144. Річна фінансова звітність підприємства ПРАТ "ВФ Україна" за 2014-2016рр. [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://smida.gov.ua.
145. Річний звіт — 2016: Національний банк України [Електронний ресурс] // Національний банк України. — Режим доступу: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=49064031

146. Річний звіт НКЦПФР за 2015р. [Електронний ресурс: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1473066406.pdf]

147. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження порядку реєстрації випуску опціонних сертифікатів та проспекту їх емісії» від 16.06.2009 року №572. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0916-09.

148. Росецька Ю. Б. Конкуренція як механізм переливу капіталу / Ю. Б. Росецька // Конкуренція. Вісник Антимонопольного комітету України. — 2012. — № 1 (44). — с. 33-39

149. Саблук П. Т. Процеси міжнародного руху капіталів та участь у них України / П. Т. Саблук, К. Пріб // Економіка України. — 2008. — №8 — с.56-68.

150. Сенчагов В.К., Губин Б.В. Современные системы развития финансовой системы в условиях глобализации/ В.К. Сенчагов, Б.В. Губин // Современные технологии управления. — №9 (57). — [Електронний ресурс]. — Режим доступа: http://sovman.ru/article/5705/

151. Силантьєв С.О. Післякризові проблеми ризик-нейтрального визначення цін и хеджу похідних фінансових інструментів // Наук. зб. КНЕУ. Корпоративні фінанси : проблеми та перспективи інноваційного розвитку [Електронний ресурс] : зб. матеріалів I Міжнародної наук.-практ. конф., 21 червня 2017 р. — К.: КНЕУ, 2017. — с. 85-86.

152. Силантьєв С.О. Інституціональні основи післякризової зміни класичної парадигми визначення цін похідних фінансових інструментів / С.О. Силантьєв // Фінансова система України : проблеми та перспективи розвитку в умовах трансформації соціально-економічних відносин : Міжнар. наук.-практ. конф., 16–18 травня 2013 р. — Севастополь. : СІБС УАБС НБУ, 2013. — С. 267–268.

153. Силантьєв С.О. Міжнародна практика використання похідних фінансових інструментів : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2017. — 399 с.

154. Силантьєв С.О. Післякризова трансформація парадигми визначення ціни похідних фінансових інструментів / С.О. Силантьєв // Стратегія розвитку України в умовах глобальної інтеграції : VII Міжнар. наук.-практ. конф., 17–21 грудня 2013 р. — Севастополь. : СІБС УАБС НБУ, 2013. — С. 37–39.

155. Силантьєв С.О. Похідні фінансові інструменти : теоретичні та прикладні аспекти : монографія / С.О. Силантьєв. — К. : КНЕУ, 2012. — 310 с.

156. Ситуація у банківській сфері кредитування станом на 2017 рік [Електронний ресурс] // 06 березень 2017 — Режим доступу до ресурсу: https://www.money24.ua/ua/situatsiya-v-bankovskoj-sfere-kreditovaniya-na-2017-god.

157. Сичова Л. Пруденційний нагляд та інвестування пенсійних накопичень [Електронний ресурс] / Л. Сичова, Л. Михайлов. — Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/sdu/099.htm.

158. Скакальський Ю.С. Біхевіористичний аспект ідентифікації фінансових ризиків підприємств / Ю.С. Скакальський // Фінансове забезпечення діяльності суб'єктів господарювання: зб. матеріалів IV всеукр. наук.-практ. конф. — Кременчук, 2016. — С.34-37.

159. Сколько стоил Украине банковский кризис — НБУ.- URL:http://psm7.com/news/skolko-stoil-ukraine-bankovskij-krizis-nbu.html

160. Смаль В.В. Сучасні світові тенденції міжнародного руху капіталу / В. В. Смаль // Науковий часопис НПУ імені М.П. Драгоманова. Серія 4. — 2015. Вип. 19 (33). — с.172-181.

161. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: монографія / О.М. Сохацька. — Тернопіль: Карт-бланш, 2002. — 454с.

162. Сохацька О.М. Фінансовий інжинірінг: навчальний посібник / О.М. Сохацька, Л.В. Гаврилюк-Єнсен, В.М. Олейко та інші [за ред. О.М. Сохацької]. — К.: Кондор, 2011. — 660с.

163. Сохацька О.М. Фундаментальний та технічний аналіз цін товарних та фінансових ринків: навчальний посібник / О.М. Сохацька, І.В. Роговська-Іщук. — К.: Кондор, 2014. — 305с.

164. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: історія, сучасність, перспективі становлення в Україні: монографія / О.М. Сохацька. — Тернопіль: Економічна думка, 1999. — 408с.

165. Стовбун А. Травматизм на виробництві в Україні: національний профіль протягом 2009-2013рр. (Інформаційно-аналітична профспілкова доповідь) // Охорона праці. — 2014. — №12. — С.83-143.

166. Стратегія сталого розвитку "Україна — 2020", схвалено Указом Президента України від 12.01.2015р. №5/2015. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : www.president.gov.ua

167. Студінський В.А. Економічна поведінка в трансформаційній економіці: Курс лекцій. — К.: Видавництво «Фенікс», 2010. — 264 с. — С. 91.

168. Сусіденко В. Т. Сучасна сутність і архітектоніка податкового регулювання розвитку суспільства / В. Т. Сусіденко, А. О. Нікітішин // Актуальні проблеми економіки. — 2012. — № 1. — С. 234-242. — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ape_2012_1_31

169. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій.: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — С.216.
170. Талер Р., Санстейн К. Поштовх: як допомогти людям зробити правильний вибір. — К.: Наш формат, 2017. — 312.
171. Татеиси К. Вечный дух предпринимательства. — К.: Укринтур, 1992.
172. Теория организации: Учеб.: [Для вузов по экон. спец.] / Б. З. Мильнер. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2002. — 477 с.
173. Терещенко О.О. Контролінг поведінки в концепції біхевіористичних фінансів / О.О. Терещенко // Фінанси України. — 2011. — № 10. — С. 104–116.
174. Тулубяк В. С. Державне регулювання в сфері пенсійного забезпечення : суть та необхідність здійснення / В. С. Тулубяк // Економіка та держава. — 2010. — № 5. — С. 76–79.
175. Тэпман Л.Н. Риски в економике. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 343с.
176. Україна піднялася на три пункти у рейтингу Doing Business-2017 [Електронний ресурс] // Економічна правда. — 25.10.2016. — Режим доступу : http://www.epravda.com.ua/news/2016/10/25/608951/
177. Умови праці найманих працівників у 2015 році. Статистичний бюлетень. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/ — Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.
178. Учасники ринку // Офіційний сайт Державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://smida.gov.ua/
179. Ушеренко С.В. Инновационное предпринимательство в контексте стратегии устойчивого розвития Украины / С.В. Ушеренко // Proceedings of the Conference «Economy and management: modern transformation in the age of globalization» (March 2017, Klaipeda, Lithuania), Part I. — P. 97-100.
180. Филина Ф.Н. Риск-менеджмент / Ф.Н. Филина. — М.: Гросс Медиа: РОСБУХ, 2008. — 232 с.
181. Финансовые инструменты / [под ред. Ф. Фабоцци; пер. с англ. Е. Востриковой, Д. Ковалевского, М. Орлова]. – М.: Эксмо, 2010. – 864с.
182. Фінанси підприємств. /За наук. ред. проф. А.М. Поддєрьогіна. — 5-те вид. — К.:КНЕУ, 2004. — 546 с.
183. Фінанси: курс для фінансистів: навч. посіб. [Електронний ресурс] / За ред. В. Оспіщева. — К., 2008. — 567 с. — Режим доступу: http://libfree.com/152242868_finansifinansoviy_rinok.html#681
184. Фінансовий менеджмент : підручник / [А.М. Поддєрьогін, Н.Д.Бабяк та ін.]; кер. кол. авт. проф. А. М. Поддєрьогін. — 2-ге вид., перероб. — Київ : КНЕУ, 2017. — 534 с.
185. Фінансові результати до оподаткування за видами економічної діяльності з розподілом на великі та середні підприємства за січень-березень 2017 року. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/- Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України.
186. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : у 3 т. Т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління / Ін-т економіки та прогнозування НАН України ; за ред. А. І. Даниленка. -- К. : Фенікс. -- 2008. — С. 25..
187. Фролова Н. Б. Порівняльний аналіз факторів ухилення від сплати податків в Україні та США / Н. Б. Фролова // Економіка і прогнозування. — 2014. — № 3. — С. 148-156.
188. Хусаінов Р.В. Глобалізація інноваційної сфери економіки: фактори, стан та наслідки для України / Р.В. Хусаінов // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент» . — 2015. — Вип. 10. — С. 94 — 98. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://vestnik-econom.mgu.od.ua/journal/2015/10-2015/21.pdf
189. Цай Т.Н., Крабовой П.Г., Марахаджа Вассам Сайел. — Конкуренция и управление рисками в условиях рынка — М.: АЛАНС, 1997. — 287с.
190. Цибульський В.О. Конкурентоспроможність України в контексті глобалізації світової економіки / В.О. Цибульський // Економіка. Управління. Інновації. — 2013. — № 1. — Режим доступу: file:///Users/Alla/Downloads/eui_2013_1_65%20(1).pdf
191. Частный и семейный бизнес в России: вызовы и факторы роста сегодня и завтра. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.pwc.ru/ru/private-companies/family-business/assets/pfbs_report_rus_final.pdf
192. Червінська О. С. Аналіз податкового навантаження в Україні та шляхи його оптимізації / О. С. Червінська, О. В. Коваль // Науковий вісник НЛТУ України. — 2014. — Вип. 24.6. — С. 307-313. — Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/nvnltu_2014_24
193. Черненко С.М. Корпоративний сектор: сучасний стан та проблеми становлення / С. М. Черненко. // Ефективна економіка. — 2011. — № 9. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2011_9_10

194. Чумаков А.Н. Глобализация. Контуры целостного мира : моногр. / А.Н. Чумаков. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Проспект, 2009. — 356 с.
195. Чухно А.А. Інституціонально-інформаційна економіка : підруч. / А.А. Чухно, П.М. Леоненко, П.І. Юхименко; за ред. акад. НАН України А.А. Чухна. — К. : Знання, 2010. — 687 с.
196. Шавшуков В.М. Движение капитала в глобальной экономике / В.М. Шавшуков // Мировая экономика и международные экономические отношения. — 2014. — № 7(116). — с.119-125.
197. Шевченко Л.С. Фінансування вищої освіти: диверсифікація джерел / Л.С. Шевченко. [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://nauka.juracademy.kharkov.ua/download/el_zbirnik/2.2013/31.pdf.
198. Шевченко П.М. Влияние глобализации на движение капитала в российской экономике. автореферат. дис. к.е.н. 08.00.01. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.dissercat.com/content/vliyanie-globalizatsii-na-dvizhenie-kapitala-v-rossiiskoi-ekonomike
199. Щорічний рейтинг газети "Financial Times". [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.ft.com/content/1fda5794-169f-11e5-b07f-00144feabdc0.
200. Эдвинссон Л. Корпоративная долгота. Навигация в экономике, основанной на знаниях / Л. Эдвинссон. — М. : ИНФРА. 2005. — 248 с.
201. Экономика, основанная на знаниях: учебное пособие / Под ред. д.э.н., проф. А.Л. Гапоненко. — М.: РАГС, 2006.
202. Юзеева В.В. Особенности движения капитала в условиях глобализации / Юзеева В.В. // Вестник Челябинского государственного университета. Экономика. вып. 49. — 2015. — № 11 (366). — с. 121–129.
203. Юнусов Л.А. Международное движение капитала в глобальной экономике / Л.А. Юнусов // Аудит и финансовый анализ. — 2008. — №3. — с.1-20
204. Якість кредитних портфелів банків продовжує погіршуватися [Електронний ресурс] // Центр економічних досліджень та прогнозування "Фінансовий пульс" — Режим доступу до ресурсу: http://finpuls.com/ua/banking/reviews/news/YAkst-kreditnih-portfelv-bankv-prodovzhu-pogrshuvatisya.htm.
205. Яременко О.Р. Костильова О.М. Проблемні кредити банків: визначення сутності та тенденції їх розвитку в умовах банківської кризи, 2016. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://global-national.in.ua/archive/10-2016/187.pdf
206. A confidence crisis?. Restoring trust in financial services. — URL: http://www.smf.co.uk/wp-content/uploads/2011/07/.
207. Admati A. The Bankers' New Clothes : What's Wrong with Banking and What to Do about It / A. Admati, M. Hellwig. — Princeton : Princeton University Press, 2013. — 416 p.
208. Allais M. Le comportment de l'homme rationel devant le risque, critique des postulats et exiomes de l'ecole Americaine // Econometrica. — Vol. 21. — P. 503-546.
209. Allen F. Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth / F. Allen, G. Yago. — N. Y. : Prentice Hall International Editions, 2010. — 256 p.
210. Arora N. Counterparty credit risk and the credit default swap market / M. Arora, P. Gandhi, F.F. Longstaff // Journal of Financial Economics. — 2012. — Vol. 103, № 2. — P. 280–293.
211. Arrow K. J. The Economics of Agency, in: Principals and Agents: The Structure of Business, Boston, 1985. — p. 37-51.
212. Artus P. Behaviour of companies in the United States and the euro zone Flash economics. Ecomomic research. October 2016 — № 1090– URL: www.research.natixis.com/ GlobalResearch-Web/Main/GlobalResearch/GetDocument/RYY9LocM8lbr_cg-KrHJMQ==
213. Arvanitis A. Credit: The Complete Guide to Pricing, Hedging and Risk Management / A. Arvanitis, J. Gregory. — London : Risk Book, 2001. — 439 p.
214. Australia Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Australia -Overview.
215. Baker, H.K. &Martin, G.S.. (2011). Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice.
216. Balsmeier B. Ownership Concentration, Institutional Development and Firm Performance in Central and Eastern Europe: B. Balsmeier, D. Czarnitzki // [Electronic resource]. — Mode of access: ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp10096.pdf
217. Bancel, Franck and Mittoo, Usha R., The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=299172 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.299172

218. Bank for International Settlements [Electronic resource] : official site. — Access mode : www.bis.org.
219. Bank for international settlements [Електронний ресурс: https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=6%7C32]
220. Baruch Lev Baruch Lev Intangibles: Management, Measurement, and Reporting. Brookings Institution Press, June 1, 2001. 231 p.
221. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: RevisedFramework (Updated November 2007) //http://www.bis.org/publ/bcbs118.htm
222. BDO IBC Overall ranking [Electronic resource]. — Access mode: https://www.bdo-ibc.com/index/global-comparison/ overall-index/.
223. Bessis Joel. Risk Management in Banking. — Second edition. — Chichester, England: John Wiley & Sons Ltd, 2003. — 792 p
224. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. – 1973. – №81. – P.637-659.
225. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / F. Black, M. Scholes // Journal of Political Economy. — 1973. — № 81, May–June. — P. 637–654.
226. Bouchaud J-P. Theory of Financial Risk and Derivative Pricing : From Statistical Physics to Risk Management / J-P. Bouchaud, M. Potters. — Cambridge : Cambridge University Press, 2009. — 400 p.
227. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. Principles of Corporate Finance, Eleventh Global Edition, The McGraw-Hill Education, 2013 — p. 1; Ross, S. A. et al. Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition, The McGraw-Hill Companies, 2002, 915p., p.36.
228. Brigo D. Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding : With Pricing Cases For All Asset Classes / Brigo D., Morini M., Pallavicini A. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2013. — 464 p.
229. Canabarro E. Counterparty Credit Risk / Canabarro E. — London : Risk Book, 2010. — 356 p.
230. Canada Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Canada -Overview.
231. Canadian International Income Tax Rules [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://www.nrcan.gc.ca/mining-materials/taxation/8880.
232. Cesari G. Modelling, Pricing and Hedging Counterparty Credit Exposure: A Technical Guide / [G. Cesari, J. Aquilina, N. Charpillon etc.]. — Berlin ; Heidelberg ; New York : Springer-Verlag, 2009. — 256 p.
233. Chen, C.-J. and C.-M. J. Yu (2011): "FDI, Export, and Capital Structure — An Agency Theory Perspective", Management International Review, Vol.51, pp. 295-320
234. China Highlights 2015 [Електронний ресурс] // Deloitte. — 2016. — Режим доступу до ресурсу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/Tax/Chinese%20Services%20Group/dttl-tax-chinahighlights-2015.pdf
235. China Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/China -Overview.
236. China's move to improve its' international taxation policies by virtue of G20 tax reform. // News Flash PwC. — 2015. — №16. — С. 1–4.
237. Choudhry M. The Credit Default Swap Basis / Choudhry M. — N. Y. : Bloomberg Press, 2006. — 226 p.
238. Corporate tax rates. KPMG [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html
239. Cossin D. Advanced credit risk analysis / D. Cossin, H. Pirotte. – Chichester: John Wiley & Sons, 2001.
240. Council directive 90/435/eec of 23 july 1990// OJ. — 1990. — L.225 — p.6-9.
241. Cross-border VAT [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://europa.eu/youreurope/business/vat-customs/cross-border/index_en.html.
242. Da Silva A. S. Campaign finance and corporate governance: the case of Brazil / A. S. Da Silva, F. M. Graminho // Corporate Ownership & Control. — 2006. — № 3(2). — P. 125 — 136.
243. Damodaran on-line: Home Page — [Електронний ресурс]. –Режим доступу: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
244. Damodaran, A.: Corporate Finance, Theory and Practice. — New York. — 1997. — p. 3.
245. DataBank: World Development Indicators. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source
246. Davis, E. Philip & Stone, Mark R., 2004. "Corporate financial structure and financial stability," Journal of Financial Stability, Elsevier, vol. 1(1), pages 65-91

247. De Carlo S., ZajacB. The World's Biggest Companies. [Electronic resource]. — Mode of access: forbes.com/2008/04/02/worlds-largest-companies-biz-2000global08cx_sd_0402global_land.html.
248. De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. — [Електрон. ресурс].- URL: http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf
249. Deloitte Corporate Tax Rates 2016 [Електронний ресурс] –Режимдоступу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global /Documents/Tax/dttl-tax-corporate-tax-rates.pdf
250. Demirguc-Kunt, Asli&Maksimovic, Vojislav, 1999. "Institutions, financial markets, and firm debt maturity," Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 54(3), pages 295-336
251. Die Zukunft des CFO im Mittelstand// http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/Mittelstand/Die-Zukunft-des-CFO-im-Mittelstand.pdf
252. Ding C. Derivatives Pricing and Risk Analytics : Industrializing Derivatives Markets / Ding C. — Report XCelent Awards 2013. — N. Y. : Oliver Wyman Inc., 2013. — 36 p.
253. Doing business in the USA: A guide to the key tax issues [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers. — 2014. — Режим доступу до ресурсу: http://www.pwc.com/us/en/tax-services/publications/assets/doing-business-in-the-us-2014.pdf.
254. Duffie D. Modeling Term Structures of Defaultable Bonds / D. Duffie, K. Singleton // Review of Financial Studies. – 1999. – №12. – P.687-720.
255. Edvinsson L. Skandia Navigator / L. Edvinsson. [Electronic resource]. — Mode of access: http: // www.intellectualcapital.se.
256. Emons B. The End of the Risk Free Rate : Investing When Structural Forces Change Government Debt / Emons B. — New York ; Chicago : McGraw-Hill Inc., 2013. — 224 p.
257. European competitiveness report 2003 SEC (2003) Commission staff working document. Luxemburg, 2003. — [Electronic resource]. — Mode of access : ec.europa.eu/DocsRoom/documents/3020/attachments/1 /transl a
258. Excise Movement and Control System [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/business/excise-duties-alcohol-tobacco-energy/excise-movement-control-system_en
259. Fabozzi F. Finance: capital markets, financial management and investment management / F. Fabozzi, P. Peterson, P. Drake. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2009. – 833p.
260. Fabozzi F. Financial instruments / F. Fabozzi. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2002. – 862p.
261. Fabozzi F. Interest Rate and Credit Risk / F. Fabozzi, S. Mann, M. Choudhry. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 2003. – 533p.
262. Fabozzi F.J. Investment Management: A Science to Teach or an Art to Learn? / Fabozzi F.J., Focardi S.M., Jonas C. — Charlotte : CFA Institute , 2014. — 126 p.
263. Fama, E., and K.R. French, 2002, "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", Review of Financial Studies 15, 1-33. URL: http://epge.fgv.br/we/MD/FinancasCorporativas/2006?action=AttachFile&do=get&target=famafrench02.pdf
264. Foreign Account Tax Compliance Act [Електронний ресурс] // Internal Revenue Service — Режим доступу до ресурсу: https://www.irs.gov /businesses/corporations/foreign-account-tax-compliance-act-fatca.
265. Frank, M. Z. and V. K. Goyal (2003): "Testing the pecking order theory of capital structure", Journal of Financial Economics, Vol. 67, pp. 217- 248.
266. Global Capital Markets 2017: Mastering the Value Migration [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.bcg.com/publications /2017/financial-institutions-global-capital-markets-2017-mastering-value-migration.aspx
267. Global Entrepreneurship Index 2016 / Zoltán J. Ács, László Szerb, Erkko Autio, The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, D.C., USA. — https://thegedi.org/2016-global-entrepreneurship-index
268. Global Investment Monitor. — URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ webdiaeia2016d2_en.pdf.
269. Global Top 100 Companies by market capitalization. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ publications /assets /global-top-100-companies-2016.pdf
270. Global Trends 2025 — a Transformed World. [Electronic resource]. — Mode of access : http://www.neweconomyindex.org.

271. Gorga E. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries /E. Gorga // Northwestern Journal of International Law & Business. — 2009. — № 29(2). — P. 439 — 454.
272. Green A. XVA : Credit, Funding and Capital Valuation Adjustments / A. Green. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2016. — 536 p.
273. Gregory J. Counterparty Credit Risk : The new challenge for global financial markets / J. Gregory. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2009. — 448 p.
274. Gregory J. Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment : A Continuing Challenge for Global Financial Markets / J. Gregory. — 2nd ed. — Chichester : John Wiley & Sons Ltd., 2012. — 480 p.
275. Guerrilla MBA. The core content of an Ivy League MBA [Електронний ресурс] \\ http://www.clickok.org
276. Gutenberg E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, die Finanzen, 8. Aufl., Berlin. — 1987. — S.3.
277. Harvey, Campbell&Graham, John. (2002). How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?. Journal of Applied Corporate Finance. 15. 8-23.
278. Herrington M. A Call to rewrite the fundamentals of international taxation: The OECD BEPS Action Plan / M. Herrington, C. Lowel. // International Transfer Pricing Journal. — 2013. — №6. — С. 4–5.
279. Hong Kong Highlights 2016 [Електронний ресурс] // Deloitte. — 2016. — Режим доступу до ресурсу: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ global/Documents/Tax/dttl-tax-hongkonghighlights-2016.pdf.
280. Hong Kong Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Hong Kong -Overview.
281. How does the current system of international taxation work?. Tax Policy Center. [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/how-does-current-system-international-taxation-work
282. Hull J.C. Options, Futures, and Other Derivatives. Global Edition / J.C. Hull, University of Toronto. – London: Pearson Education Limited, 2014. – 892p.
283. Hull J.C. Solutions Manual. Options, Futures, and Other Derivatives. Global Edition / J.C. Hull. – London: Pearson Education Limited, 2012. – 257p.
284. Hull J. Valuing Derivatives : Funding Value Adjustment and Fair Value / J. Hull, A. White // Financial Analysts Journal. — 2014. — Vol. 70, № 3. — P. 46–56.
285. IFRS. Global Standards for the world economy. [Електронний ресурс: http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Financial-Instruments-A-Replacement-of-IAS-39-Financial-Instruments-Recognitio/Documents/IFRS-9-Project-Summary-July-2014.pdf]
286. Indirect Tax in 2016 A review of global indirect tax developments and issues. [Електронний ресурс] — Режим доступу: — http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-indirect-tax-developments-in-2016/%24FILE/ey-indirect-tax-developments-in-2016.pdf
287. Indirect Tax in 2016. A review of global indirect tax developments and issues. [Електронний ресурс] — Режим доступу: — http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-indirect-tax-developments-in-2016/%24FILE/ey-indirect-tax-developments-in-2016.pdf
288. Inland Revenue Department [Електронний ресурс] // The Government of Hong Kong Special Administrative Region — Режим доступу до ресурсу: http://www.ird.gov.hk/eng/ppr/are.htm
289. International Debt Statistics 2017. — URL: http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/region/LMY
290. International Swaps and Derivatives Association (ISDA) [Electronic resource]. — Access mode : http://www.isda.org.
291. International Taxation: Executive Brief [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://www.mccarthy.ca/pubs/ International_Taxation_Executive_Brief.pdf.
292. Ivashchenko A. Comparative analysis of some EU member states and EU associated countries to identify the phenomenon of business development in post-socialist countries / A. Ivashchenko, N. Orlova // Economic Annals XXI. — 2017. — Vol. 163 (1-2(1)). — P. 22-25.
293. Japan Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries /wwts.nsf/ID/Japan -Overview.
294. John Hagel III , Spider versus Spider, — McKinsey Quarterly, 1996, No.1i., p.5-6
295. Kabanov Y. Markets with Transaction Costs. Mathematical Theory / Y. Kabanov, M. Safarin. — Berlin ; Heidelberg : Springer-Verlag, 2009. — 294 p.
296. Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk // Econometrica. — 1979. — № 47 (2). — P. 263-291.

297. Kahneman D., Tversky A. Prospecttheory: An analysis of decision under risk // Econometrica — 1979. — № 47(2). — p.263–291.
298. Kenyon C. Discounting, Libor, CVA and Funding : Interest Rate and Credit Pricing / C. Kenyon, R. Stamm. — N. Y. : Palgrave Macmillan, 2012. — 256 p.
299. Keynes J. A Tract on Monetary Reform / J. Keynes. — London: MACMILLAN AND CO., LIMITED ST. MARTIN'S STREET, 1924. — 220p.
300. Keynes J. The Economic Consequences of the Peace / J. Keynes. — 1920. [Electronic resource]. — Access mode: http://oll.libertyfund.org/titles/keynes-the-economic-consequences-of-the-peace.
301. Keynes J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money / J.M. Keynes. – United Kingdom: Palgrave Macmillan, 1936. – 472p. [Electronic resource]. — Access mode: https://www.marxists.org/reference/subject/economics/keynes/general-theory.
302. Kijima M. A Multi-Quality Model of Interest Rates / M. Kijima, K. Tanaka, T. Wong // Quantitative Finance. — 2008. — Vol. 9, № 2. — P. 133–145.
303. Kroszner R.S. Reforming U.S. Financial Markets : Reflections Before and Beyond Dodd-Frank / Kroszner R.S., Shiller R.J. — Cambridge ; Massachusetts ; London : MIT Press, 2011. — 171 p.
304. Kühnhausen, Fabian; Stieber, Harald W. (2014) : Determinants of Capital Structure in Non-Financial Companies, Munich Discussion Paper, No. 2014-38,
305. Lando D. Credit Risk Modeling: Theory and Application / Lando D. — Princeton : Princeton University Press, 2004. — 329 p.
306. Langer, E. The Illusion of Control. Journal of Personality and Social Psychology, Vol.32, pp. 311-328. [Electronic resource]. — Mode of access : http://nuovoeutile.it/wp-content/uploads/2014/10/Langer1975_IllusionofControl.pdf
307. Laws & Regulations on Setting Up Business in Japan [Електронний ресурс] // Japan External Trade Organization — Режим доступу до ресурсу: https://www.jetro.go.jp/en/invest/setting_up/laws/section3/page3.html.
308. Leif Edvinsson Corporate Longitude: What you need to know to navigate the knowledge economy. Financial Times Prentice Hall (July 15, 2002). 224 p.
309. Lev B. The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. Paper presented at the United States SEC Symposium on Financial Accounting and Reporting of Intangible Assets. / B. Lev, Washington, DC : 1996.
310. Lisboa, Inês (2017). "Capital structure of exporter SMEs during the financial crisis : evidence from Portugal". European Journal of Management Studies, 22(1):25-49
311. Lohse T. Do Transfer Prices Laws Limit International Income Shifting? Evidence from European Multinationals / T. Lohse, N. Riedel. // Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper. — 2013. — 30 c.
312. Marchica, M.-T. and Mura, R., ' Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity', Financial Management, Vol. 39(4), 2010, pp. 1339–65.
313. Mayer Martin. The Dangers of Derivatives / Martin Mayer // The Wall Street Journal. – May 20. – 1999.
314. Mayo A. The Human Value of the Enterprise : Valuing People As Assets — Monitoring, Measuring, Managing / A. Mayo. — London : Nicholas Brealey Publishing, 2001. — 250 p.
315. Mercurio F. Modern Libor Market Models : Using Different Curves for Projecting Rates and for Discounting / F. Mercurio // International Journal of Theoretical and Applied Finance. — 2010. — Vol. 13, № 1. — P. 113–137.
316. Merton R.C. Theory of Rational Option Pricing / R.C. Merton // Bell Journal of Economics and Management Science. — 1973. — № 4, Spring. — P. 141–183.
317. Methodology and computation of Global Competitive index / Retrieved from: https://goo.gl/rgh77K
318. Mexico Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/Mexico -Overview.
319. Miller M.H. Financial Innovation : The Last Twenty Years and the Next / M.H. Miller // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 1986. — Vol. 21, December. — P. 459–471.
320. Modigliani, F.; Miller, M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. // American Economic Review. — № 48. — 1958. — pp. 2
321. Mostafa, H. T., & Boregowda, S. (2014). A Brief Review of Capital Structure Theories. Research Journal of Recent Sciences, 3(10), 113 –118.URL: http://www.isca.in/rjrs/archive/v3/i10/19.ISCA-RJRS-2013-772.pdf

322. Myers S. The capital structure puzzle // Journal of Finance.1984.- № 39, pp. 575-592. — [Електронний ресурс].- Режим доступу до ресурсу: http://ecsocman.hse.ru/data/851/126/1231/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf.
323. Najdroższe marki świata 2017 [Electronic resource]. — Mode of access : http://www.forbes.pl/najdrozsze-marki-swiata-top-10-najcenniejszych-marek-swiata,galeria,155662,1,1.html.
324. Nerudova D. Financial Transaction Tax: Can it be sufficient resource of EU budget when introduced through enhanced cooperation? / D. Nerudova, V. Dvorakova. // Procedia Economics and Finance. — 2014. — №12. — C. 453 — 461.
325. OECD Consumption tax trends [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm
326. OECD EconomicSurveys: Italy 2017. Електронний ресурс. Режим доступу:http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-italy-2017_eco_surveys-ita-2017-en
327. Official web-page The Legatum Prosperity Index / Retrieved from: http://www.prosperity.com/rankings
328. OMRON Corporation [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://ru.wikipedia.org/wiki/Omron
329. Paul W. Die Rolle des Finanzchefs eines industriellen Unternehmen in krisenbedrohter Zeit // Corporate Finance. — 2012.- No. 7. — S. 367-373.
330. Paying Taxes [Електронний ресурс] // World Bank Group and PwC. — 2017. — Режим доступу до ресурсу: http://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes/pdf/pwc-paying-taxes-2017.pdf.
331. Piterbarg V. Funding beyond discounting: collateral agreements and derivative pricing / V. Piterbarg // Risk Magazine. — 2010. — P. 97–102.
332. Prahalad C.K., Hamel G. The core competence of the corporation / C.K. Prahalad, G. Hamel. Harvard Business Review. — 1990. — Vol. 68. — №3. — P. 79–91.
333. Proper for the emerging markets indebtedness (eguity to total liabilities ratio) in 2013 stated from 0,8 (CSE coutries) to 1,2 (PRC): Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets. Global Financial Stability Report. IMF. October 2015. URL: http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf
334. Pryimak V. Prerequisites of business-awareness which is knowledge oriented /V. Pryimak // International scientific practical seminar 'Ukraine-EU-CZECH republic current status and future trends'. Prague. — 2011. — C. 118–122.
335. Pykhtin M. A Guide to Modeling Counterparty Credit Risk / M. Pykhtin, S. Zhu // GARP Risk Review. — 2007. — July/August. — P. 16–22.
336. Regulatory Capital Rules: Regulatory Capital, Implementation of Basel III, Capital Adequacy, Transition Provisions, Prompt Corrective Action, Standardized Approach for Risk-weighted Assets, Market Discipline and Disclosure Requirements, Advanced Approaches Risk-Based Capital Rule, and Market Risk Capital Rule. — Washington D.C. : FRS, 2013. — 972 p.
337. Reifner U. CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV / [Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.]. — Brussels : Europen Parliament, 2011. — 115 p.
338. Roach B. Taxes in the United States: History, Fairness, and Current Political Issues / Brian Roach. // Global Development And Environment Institute. — 2010. — 34 c.
339. Rybova J. The Share of Excise Taxes on Consumption Expenditure of Consumers in the European Union / Jamila Rybova. // Procedia Economics and Finance. — 2015. — №25. — C. 590–597.
340. S- Corporations. Internal Revenue Service. [Електронний ресурс] — Режим доступу:https://www.irs.gov/businesses/small-businesses-self-employed/s-corporations
341. Sargent T. and Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // Quarterly Review, FRB of Minneapolis, fall 1981 [Reprinted in Rational Expectations and Inflation. — 2 nd Edition NY: Harper Collins College Publishers 1993].
342. Scholes M. Global Financial Markets, Derivative Securities, and Systemic Risks / M. Scholes // Journal of Risk and Uncertainty. – №12. – 1996. – C.271-286.
343. Sharpe W.E., Alexander G.J. Investments. 4th edition, Englewood Cliffs, 1990. — p.217.
344. Shiller R.J. Irrational Exuberance / Shiller R.J. — 3rd ed. — Princeton ; Oxford : Princeton University Press, 2015. — 392 p.
345. Simon Kuznets & Elizabeth Jenks Capital Formation, Saving, and Financing: Definitions and Relations [Електронний ресурс] // Capital in the American Economy: Its Formation and Financing. — National Bureau of Economic Research, Inc., 1961. — URL: http://www.nber.org/chapters/c1444.pdf/- p.15

346. Statistics OECD [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=REV.
347. Statistics of European Union [Електронний ресурс] — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/eurostat/data/database.
348. Stocks: Most Active [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://finance.yahoo.com/most-active
349. Strait M. Futures Markets: Modelling, Managing and Monitoring Futures Trading / M. Strait. – London: Rinehart, 1983. – 115p.
350. Strengthening the resilience of the banking sector — Режим доступу : http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf
351. Svenson, O. Are We Less Risky and More Skillful than Our Fellow Drivers? Acta Psychologia, Vol. 47, pp. 143-148. [Electronic resource]. — Mode of access : https://www.researchgate.net/publication/222465512_Are_We_All_Less_Risky_and_More_Skillful_than_our_Fellow_Drivers
352. Tarullo D. Financial regulation in the wake of the crisis. Speech at the Peterson Institute for International Economics. Washington DC. 8 june 2009 — Режим доступу : http://www.bis.org/review/r090611d.pdf
353. Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB (2013) : Corporate finance and economic activity in the euro area: Structural issues report 2013, ECB Occasional Paper, No. 151
354. Tax Reforms in EU member states [Електронний ресурс] // Publications Office of the European Union. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip008_en.pdf — 128 с.
355. Taxation in the EU [Електронний ресурс] // Communication department of the European Commission. — 2015. — Режим доступу до ресурсу: https://europa.eu/european-union/topics/taxation_en.
356. Taxation of foreign source income in selected countries, 2008. — (Report of Advisory Panel on Canada's System of International Taxation). — 78 с.
357. Taxation trends in the European Union: Data for the EU Member States Iceland and Norway. 2015 edition [Електронний ресурс] / European Commission.–Режим доступу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2015/report.pdf
358. The Financial Development Report [Electronic resource] // World Economic Forum, 2016. — 420 p. — Access mode: http://www3.weforum. org/docs /WEF_Financial Development Report_2016.pdf
359. The Futures Industry Association, Report on trading volume in the global listed derivatives markets . [Електронний ресурс] — Режим доступу: https://fia.org/articles/2016-fia-annual-volume-survey-global-futures-and-options-volume-reaches-record-level
360. The Global Competitiveness Index 2015-2016 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/
361. The Global Competitiveness Report 2015-2016 / Klaus Schwab, World Economic Forum. Retrieved from: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf
362. The Global Innovation Index 2016–2017 / Effective Innovation Policies for Development. [Electronic resource]. — Mode of access : www.globalinnovationindex.org.
363. The Legatum Prosperity Index, 2015 / Legatum Institute. — 41 p. — Retrieved from: https://goo.gl/PrCUQK
364. The Legatum Prosperity Index, 2016. Methodology Report / Legatum Institute. — 56 p. — Retrieved from: https://goo.gl/eY8qRv
365. Thomsett M.C. The Little Book Project Management / M.C. Thomsett. – New York: AMACOM Amerikan Management Association, 2010. – 272p.
366. Thomsett M.C. Winning with Stocks: The Smart Way to Pick Investments, Manage Your Portfolio, and Maximize Profits / M.C. Thomsett. – New York: AMACOM Amerikan Management Association, 2008. – 253p.
367. United States Tax Summaries [Електронний ресурс] // PriceWaterhouseCoopers — Режим доступу до ресурсу: http://taxsummaries.pwc.com/uk/taxsummaries/wwts.nsf/ID/United-States-Overview.
368. Uohanson U. Increasing the transparency of Investments in Intangibles / U. Uohanson. [Electronic resource]. — Mode of access : www.sveiby.com.au/.
369. VAT Rates applied in the Member States of the European Union. [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf.
370. Victor Ricciardi and Helen K. Simon //"What is Behavioral Finance?"// Business, Education and Technology Journal, Fall 2003, P.1-9.

371. Volkart R. Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition. — Zürich: Versus. — 2003; Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen: Corporate Finance. 8th Edition. McGraw-Hill, Boston MA. — 2005.

372. Werner F. M. De Bondt and Richard Thaler The Journal of Finance Vol. 40, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting American Finance Association, Dallas, Texas, December 28-30, 1984 (Jul., 1985), pp. 793-805 [Electronic resource]. — Mode of access : https://www.jstor.org/stable/2327804?seq=1#page_scan_tab_contents

373. WFE/IOMA Derivatives Market Survey 2016 [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://www.world-exchanges.org/files/statistics/pdf/2016%20IOMA%20Survey%20-%20Final%20report.pdf

374. What are the major federal excise taxes, and how much money do they raise [Електронний ресурс] // Tax Policy Center — Режим доступу до ресурсу: http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/what-are-major-federal-excise-taxes-and-how-much-money-do-they-raise.

375. World Economic Forum Global Competitive Index. Retrieved from: http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index/competitiveness-rankings/

376. World federation of exchanges. [Електронний ресурс: https://www.world-exchanges.org/home/]

377. World Investment Report 2016: Investor Nationality: Policy Challenges [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://unctad.org/en/ PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

378. World Investment Report 2017: Investment and the Digital economy [Електронний ресурс] — Режим доступу: http://unctad.org/en/ PublicationsLibrary/ wir2017_en.pdf

Наукове видання

ТЕРЕЩЕНКО Олег Олександрович
БАБЯК Наталія Дмитрівна
ІВАЩЕНКО Алла Іванівна та ін.

ІННОВАЦІЙНИЙ РОЗВИТОК КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ: ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

Монографія

За загальною редакцією
доктора економічних наук, професора *О. Терещенка*

Видано в авторській редакції

Художник обкладинки *Є. Мироненко*
Коректор *І. Савлук*
Верстка *О. Федосенко*

Підп. до друку 30.10.2017. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 28,82.
Обл.-вид. арк. 32,81. Наклад 300 пр. Зам. 17-5396.

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44
E-mail: publish@kneu.kiev.ua