

Державний торговельно-економічний університет

**КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ В УМОВАХ
ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ**

Монографія

Київ 2023

**Розповсюдження і тиражування без офіційного дозволу ДТЕУ
заборонено**

УДК 334.72:336.1]:339.92
К 66

Автори: Г. В. Блакита, д-р екон. наук, проф. (передмова, 1.1); Г. В. Ситник, д-р екон. наук, проф. (1.2, 3.2, 4.3); І. В. Височин, д-р екон. наук, проф. (1.2); О. С. Богма, д-р екон. наук, проф. (4.1); В. Г. Андрєєва, канд. екон. наук, доц. (2.2); К. В. Багацька, канд. екон. наук, доц. (1.1, 1.3); О. І. Кондратюк, канд. екон. наук, доц. (3.4); О. А. Пурденко, канд. екон. наук, доц. (3.1); Г. В. Сілакова, канд. екон. наук, доц. (3.3); І. В. Стояненко, канд. екон. наук, доц. (2.1); Т. В. Жук, канд. екон. наук (1.2); Т. В. Пашкуда, канд. екон. наук, ст. викл. (1.4); В. М. Стратійчук, канд. екон. наук (1.2, 4.2); І. С. Олесенко, канд. екон. наук (1.2, 3.2, 4.3); В. В. Адаменко, ст. викл. (2.3).

Рецензенти: О. Б. Бутнік-Сіверський, д-р екон. наук, проф., завідувач кафедри економіки, обліку та фінансів інституту післядипломної освіти Національного університету харчових технологій;
Л. Б. Долінський, д-р екон. наук, проф. кафедри фінансів Національного університету «Києво-могилянська академія»;
Т. В. Канева, д-р екон. наук, декан факультету фінансів та обліку Державного торговельно-економічного університету;
І. В. Федулова, д-р екон. наук, проф., професор кафедри менеджменту Державного торговельно-економічного університету

*Рекомендовано до друку вченою радою
Державного торговельно-економічного університету
(протокол № 1 від 02 лютого 2022 р.)*

Корпоративні фінанси в умовах глобальних викликів :
К 66 монографія / Г. В. Блакита, Г. В. Ситник, І. В. Височин
та ін. – Київ : Держ. торг.-екон. ун-т, 2023. – 288 с.
ISBN 978-966-918-098-8
DOI: 10.31617/m.knute.2023-247

Монографія присвячена удосконаленню теоретичних основ та практичних інструментів корпоративних фінансів в умовах посилення системних викликів. Розкрито еволюцію наукової думки у сфері корпоративних фінансів, досліджено провідні наукові концепції й підходи та чинники впливу на корпоративні фінанси. Досліджено стан і результати діяльності корпорацій України. Запропоновано адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами. Розкрито сутність та роль фінансової безпеки корпорацій як чинника стратегічного успіху.

Призначено для науковців, викладачів, студентів, а також широкого кола фахівців, які вивчають питання адаптації корпоративних фінансів до глобальних викликів.

УДК 334.72:336.1]:339.92

ISBN 978-966-918-098-8

© Блакита Г. В., Ситник Г. В., Височин І. В.,
Богма О. С., Андрєєва В. Г., Багацька К. В.,
Кондратюк О. І., Пурденко О. А.,
Сілакова Г. В., Стояненко І. В., Жук Т. В.,
Пашкуда Т. В., Стратійчук В. М.,
Олесенко І. С., Адаменко В. В., 2023
© Державний торговельно-економічний
університет, 2023

ЗМІСТ

Передмова	5
------------------------	----------

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

6

1.1. Розвиток сучасних теорій корпоративних фінансів в умовах глобальних флуктуацій	6
1.2. Стейкхолдерський підхід в управлінні корпоративними фінансами	24
1.3. Вартісно-орієнтоване управління корпоративними фінансами	48
1.4. Система зовнішніх і внутрішніх чинників впливу на управління фінансами корпорацій	68

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

77

2.1. Аналіз фінансових результатів діяльності нефінансових корпорацій України.....	77
2.2. Інтегральна модель діагностики фінансово-майнового стану корпоративних підприємств.....	91
2.3. Аналіз активності корпорацій України на фінансовому ринку	105

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

129

3.1. Інноваційні методи та інструменти управління корпоративними фінансами.....	129
3.2. Модель оптимізації структури поточних зобов'язань підприємства	145

3.3. Структура капіталу як фундаментальна проблема корпоративних фінансів.....	155
3.4. Концепція управління корпоративними фінансовими ризиками.....	174
Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху	196
4.1. Розвиток системи забезпечення фінансової безпеки корпорацій.....	196
4.2. Політика фінансування оборотних активів як складова загальної стратегії фінансування корпорації у сфері торгівлі	235
4.3. Контроль платоспроможності підприємства у системі запобігання банкрутства.....	253
Список використаних джерел	265

ПЕРЕДМОВА

У сучасних умовах поширення глобальних економічних трендів та посилення глобальних викликів стабільно працюючий корпоративний сектор економіки дозволяє країні своєчасно протистояти загрозам зовнішнього середовища, забезпечувати конкурентоспроможність і можливість стійкого економічного розвитку у довгостроковій перспективі, формувати додану вартість та сприяти розвитку фінансового ринку, що актуалізує дослідження проблем адаптації корпоративних фінансів до глобальних викликів.

Монографія складається з чотирьох розділів, у яких обґрунтовано теоретичні засади та прикладні аспекти адаптації корпоративних фінансів до глобальних викликів. У першому розділі розкрито теоретико-методологічні основи функціонування системи корпоративних фінансів підприємств нефінансового сектора, у тому числі засади вартісно-орієнтованого управління та стейкхолдерського підходу. У другому розділі проаналізовано сучасний фінансовий стан українських корпорацій та їхню активність на вітчизняному фондовому ринку. У третьому розділі обґрунтовуються адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами з акцентом на підприємства сфери торгівлі. Зокрема, досліджуються інноваційні методи управління корпоративними фінансами, обґрунтовуються інструменти управління структурою капіталу, пропонується концепція управління корпоративними фінансовими ризиками. Четвертий розділ присвячено актуальним питанням фінансової безпеки корпоративного сектора, зокрема, політиці фінансування та контролю платоспроможності.

Монографію призначено для науковців, викладачів, студентів, а також широкого кола фахівців, які зацікавлені у вирішенні проблем адаптації корпоративних фінансів до глобальних викликів.

Розділ 1

ЕВОЛЮЦІЯ ТЕОРЕТИЧНИХ КОНЦЕПЦІЙ УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМИ ФІНАНСАМИ

1.1. Розвиток сучасних теорій корпоративних фінансів в умовах глобальних флуктуацій

Корпоративні фінанси, які донедавна розглядалися українськими науковцями як другорядна сфера фінансової системи країни, наразі повертають своє значення як «первинного донора фінансових ресурсів для секторів публічних та особистих фінансів, адже саме у корпоративному секторі створюється 90% доходів у процесі виробництва ринкових товарів та послуг» [136] в теоретичних і прикладних дослідженнях.

Саме тому вивчення теоретичної бази корпоративних фінансів є вагомим складовим елементом успішного розвитку цього наукового та освітнього напрямку в українських університетах.

Визнаючи той факт, що нині не існує єдиної загальноприйнятої теорії корпоративних фінансів, усе ж можна виокремити та описати деякі впливові теорії у цій царині.

Сучасна теорія корпоративних фінансів бере свій початок з 50-х років ХХ ст. До цього часу підручники з корпоративних фінансів, передусім американські, як підкреслює М. Дженсен [175, с. 1], містили багато інституційних деталей, але поряд з існуванням великої кількості розрізнених теорій їм бракувало цілісної системи наукових поглядів. Перші провідні дослідження у цій сфері намагалися дати пояснення того, як фірми формують структуру капіталу для фінансування

інвестицій. Праці вчених більше орієнтувалися на дослідження життєвого циклу корпорації від народження до банкрутства, фокусувалися переважно на питаннях нормативного регулювання діяльності корпорацій. Основними науковими проблемами були оптимізація інвестицій, фінансування та дивідендна політика, але мало уваги приділялося впливу на цю політику окремих осіб і визначенню економічної природи встановлення рівноваги на фінансових ринках. Провідна праця Грема і Додда 1951 року з аналізу цінних паперів була зосереджена на виборі привабливих акцій шляхом їхньої оцінки на основі аналізу активів, прибутку, дивідендів тощо. Приділялося мало уваги питанням, якими методами ці акції формуються в інвестиційний портфель, або які сталі універсальні методики аналізу допоможуть інвестору правильно обирати недооцінені акції на фондовому ринку в умовах жорсткої конкуренції.

У 1950-х роках в розвинених країнах почали відбуватися фундаментальні зміни у фінансах. Традиційні для економіки аналітичні методи та прийоми почали застосовуватися до проблем у сфері фінансів, що спричинило суттєві трансформації і виникнення нових теорій. Зокрема, увага науковців змістилася з питань: «Якою має бути політика щодо інвестицій, фінансування чи дивідендів?» до питань: «Яким чином альтернативні інвестиційні, фінансові чи дивідендні політики впливають на вартість компанії?». Саме ця зміна наукових акцентів сформувала підґрунтя до розробки наукових основ сучасних корпоративних фінансів [174, с. 2].

Як зазначають М. Дженсен та К. Сміт [175, с. 4], сучасні теорії корпоративних фінансів базуються на теоріях фінансової економіки, які також сформувалися у другій половині ХХ століття. Це наступні теорії:

1. Теорія ефективного ринку – Самуельсон (1965), Манделброт (1966), Фама (1970, 1976) та інші – аналіз рівноважної поведінки зміни цін протягом часу на спекулятивних ринках.

2. Портфельна теорія Г. Марковіца (1952; 1959) – аналіз оптимальних процедур вибору цінних паперів для інвестиційного портфеля.

3. Теорія ціноутворення капітальних активів Трейнора (1961), У. Шарпа та Лінтнера (1965) – аналіз ціноутворюючих факторів на активи в умовах невизначеності.

4. Теорія ціноутворення опціонів Блека та Шоулза (1973) – аналіз ціноутворюючих факторів на потенційні платіжні вимоги, такі як опціони на купівлю й корпоративні облигації.

5. Агентська теорія Спенза і Зекхаузера (1971), Росса (1973), Дженсена та Меклінга (1976) – аналіз контролю за стимулами до конфліктів у договірних відносинах.

Зауважимо, що на відміну від М. Дженсена та К. Сміта, окремі зарубіжні й українські дослідники відносять останню теорію безпосередньо до теорій корпоративних фінансів. Зокрема, у працях науковців [14, 45, 58, 105, 106, 136, 164, 179, 205] агентська теорія розглядається як одна з основних теорій корпоративних фінансів, а не як теоретична база розвитку цих теорій. Причиною такої позиції є те, що праця Дженсена та Меклінга 1976 р. присвячена теорії структури капіталу, яка залишається центральною науковою проблемою корпоративних фінансів.

Також важливим теоретичним напрямом розвитку теоретико-методологічної бази корпоративних фінансів є теорія чистої приведеної вартості (*netpresentvalue*). Так, у 1951 р. у книзі «Капітальне бюджетування» Дін рекомендує фірмі приймати інвестиційні рішення, орієнтуючись на ринок капіталу з позиції вартості капіталу фірми, приймаючи кожен проєкт із внутрішньою нормою прибутку (*internalrateofreturn* – *IRR*), що перевищує цю ринкову вартість капіталу. Згодом Лорі і Севідж (1955) та Гіршлайфер (1958) спираються на попередній аналіз Фішера (1907; 1930) і Лутца (1951), щоб проаналізувати недоліки внутрішньої норми дохідності як критерію прийняття рішень. Вони пропонують в якості основного критерію прийняття інвестиційних рішень показник чистої теперішньої вартості (*netpresentvalue* – *NPV*). Правило чистої теперішньої вартості передбачає дисконтувати грошові потоки проєкту за ринковою вартістю капіталу і приймати усі

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

проекти з позитивною NPV. Аналіз інвестиційних рішень фірми був добре зрозумілим тоді і вивчається нині в теорії інвестування, корпоративних фінансів, фінансовому менеджменті тощо [174].

Як уже зазначалося вище, провідною науковою проблемою корпоративних фінансів є проблема структури капіталу. Перші наукові дискусії у цій царині корпоративних фінансів розпочалися з теорії Модільяні та Міллера (1958). Вони сформулювали дві тези, які стали предметом широкого наукового обговорення до сьогодні:

- ринкова вартість фірми не залежить від її структури капіталу);
- фінансовий леверидж фірми не впливає на її середньозважену вартість капіталу.

Ці тези працювали лише за умов заздальгідь визначених припущень, характерних для ідеальної ситуації (відсутність витрат на банкрутство, відсутність податку на прибуток підприємств, наявність досконалого ринку капіталів тощо).

Крім інших положень теорії, які могли викликати критику, ці дві запропоновані (і згодом перевірені) тези становили відправну точку у створенні сучасних корпоративних фінансів. Отже, фінансова теорія започаткувала нові та масштабні зміни і, визнаючи існування спільних вимірів, наступними напрямками теоретичних досліджень у цій галузі стали:

- теорія компромісу (trade off theory);
- теорія «порядку клювання» (pecking order theory);
- теорія агентських відносин (agency theory);
- теорії, що пов'язують структуру капіталу та ринки факторів виробництва;
- теорія моменту ринкового вибору (market timing theory) [216].

Теорія компромісу також відома як теорія балансу між вартістю банкрутства і податковими вигодами від позикового капіталу, виникла після критики на адресу постулатів теорії Модільяні та Міллера. Нові змінні, введені в дослідження, включали: податок на прибуток підприємств, відрахування процентних витрат та витрати на банкрутство. Теорія

підкреслює роль вигід від податкового щита, що впливають із боргового фінансування. Теорія компромісу передбачає два наступних уточнення:

– для фірми з позиковим капіталом процентні витрати розглядаються як витрати, що вираховуються з оподаткованого прибутку. Збільшення фінансового важеля, за обставин, за яких фірма не може скористатися вирахуванням відсоткових витрат, може компенсуватися перевагами від податкового щита. З іншого боку, фірми з більш високим рівнем фінансового важеля, більше схильні до ризику фінансових негараздів (тобто ризику банкрутства). До певного граничного рівня заборгованості такі ризики залишаються незначними, проте подальше зростання боргового навантаження може значно збільшити ризик банкрутства;

– ціна фінансових негараздів полягає у збитках, понесених компанією, що була визнана банкрутом, або зіткнулася із серйозними проблемами, такими як зниження продажів, зниження виробничих потужностей або розпродаж активів нижче балансової вартості. Такі ситуації спричиняють необхідність несення додаткових витрат:

а) прямих (юридичні й адміністративні витрати, витрати, пов'язані з обслуговуванням застарілих основних засобів);

б) непрямих (як результат неефективного менеджменту, наслідком якого стало негативне ставлення інвесторів, постачальників та клієнтів).

З метою порятунку фірми прийняті рішення мають лише короткостроковий позитивний вплив (реалізація активів нижче їхньої балансової вартості – залучення грошових коштів; скорочення виробничих витрат без урахування наслідків для якості продукції); у довгостроковій перспективі такі рішення призводять до зниження ринкової вартості фірми.

Класичну версію теорії компромісу сформулювали А. Краус та Р.Х. Ліценбергер (1973). Теорія стверджує, що оптимальний рівень боргового навантаження відображає компроміс між податковими вигодами від позикового капіталу та витратами на фінансові труднощі (банкрутство). Прихильники цієї

теорії показали, що протягом певного періоду (наприклад, одного року) ринкова вартість фірми, котра використовує позиковий капітал, дорівнює ринковій вартості фірми без позикового капіталу, до якої додається теперішня вартість боргу за вирахуванням нинішньої вартості витрат на банкрутство. Ця формула зазнала незначних трансформацій і наразі використовується як один з підходів до оцінки ринкової вартості компаній.

Згодом С. Майєрс (1984) зазначив, що фірма, яка працює за припущеннями теорії компромісу, встановлює цільовий коефіцієнт фінансового важеля, котрого вона прагне досягти (і відповідно прагне до цільової/оптимальної структури капіталу). Цей цільовий коефіцієнт боргового навантаження можна визначити, збалансувавши обтяжливі витрати на банкрутство з податковими відрахуваннями від процентних платежів [181].

Подальший внесок у розвиток теорії зробив Дж. Скотт (1977), який показав: зростання боргового навантаження збільшує ризик банкрутства та фінансових проблем і стверджував, що ця теорія є прийнятною до великих фірм, здатних приносити більші прибутки. З іншого боку, Р. Петтіт та Р. Сінгер (1985) стверджували: теорія компромісу застосовується меншим чином до невеликих фірм, які навряд чи матимуть значний прибуток. Отже, наведені автори показали, що постулати теорії компромісу є справедливими саме для корпоративного сектора економіки.

У продовженні дослідження щодо максимізації вартості фірми шляхом нарощування боргового фінансування з'явилися дві сурогатні теорії: статична теорія компромісу та динамічна теорія компромісу. Перша теорія, наведена у праці Бредлі та Майєрса (1984) постулює, що фірми збільшують свої важелі впливу до того моменту, коли корисність додаткової одиниці боргу дорівнює вартості боргу, включаючи витрати, понесені через зростаючу ймовірність банкрутства (пов'язаних із зростанням рівня боргу). У результаті фірми прагнуть досягти оптимальної статичної точки, відомої як структура цільового капіталу [181].

Друга сурогатна теорія допускає, що структура капіталу з часом коригується залежно від змін екзогенних та ендогенних факторів. Ключове значення мають науково-дослідницькі роботи, які зосереджені на:

а) виборі динамічної структури капіталу за наявності трансакційних витрат (Фішер та інші, 1989);

б) розробці динамічної моделі на основі методу умовних вимог (Джу та інші, 2005);

в) урахування раптових коливань ринкової вартості доходів акцій (Лірі і Робертс, 2005);

г) коригуванні розміру інвестиційних проєктів відповідно до джерела фінансування – внутрішнього чи зовнішнього фінансування (Бріс та Велч, 2007).

Узагальнюючи результати досліджень у цій галузі, М. Франк та В. Гоял (2005) вказують, що цільовий коефіцієнт фінансового важеля може бути досягнутим у дві фази:

а) стадія статичного компромісу, протягом якої фірма працює за припущеннями теорії компромісу певний період часу, наприклад, один рік;

б) фаза динамічного компромісу, яка дозволяє послідовно проводити коригувальні кроки для того, щоб фірма поступово рухалася до цільового коефіцієнта заборгованості [205].

Сучасні дослідження теорії компромісу передбачають: фірма буде збільшувати боргове фінансування до того моменту, коли гранична вартість вигоди від податкового щита врівноважується збільшенням теперішньої вартості витрат на банкрутство [181].

Агентська теорія, розроблена М. Дженсеном та В. Меклінгом у 1976 році, ґрунтувалася на припущенні, що описані раніше теорії неправдоподібні на теоретичному рівні, до того ж їх неможливо протестувати емпіричним шляхом. Нове бачення, яке є в основі цього дослідження, стверджує: між акціонерами та менеджерами існують агентські відносини; тобто менеджери, які є агентами акціонерів, зобов'язані діяти в інтересах акціонерів. Однак інтереси менеджерів та акціонерів не завжди співпадають, і менеджери можуть зосередитися на цілому ряді

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

особистих вигід (більша компенсація, додаткові стимули, безпека роботи, сек'юритизація активів тощо). Хоча акціонери можуть стримувати такі трансфери вартості (запровадивши механізми нагляду, моніторингу і контролю), абсолютний моніторинг керівництва залишається недосяжним ідеалом. Більш того, такі механізми породжують низку пов'язаних з цим витрат (так звані агентські витрати), які не тільки спричиняють зменшення доходів фірми, але й впливають на її структуру капіталу. Отже, Дженсен і Меклінг показали, що оптимальна структура капіталу є результатом компромісу між вигодами від дисциплінування менеджерів і агентськими витратами у контексті зростаючого боргового фінансування (оскільки акціонери несуть додаткові ризики) [174, 179, 205].

Подальші дослідження, проведені М. Харрісом та А. Равіном (1990), підкреслили, що розбіжності інтересів менеджерів та акціонерів також можуть виникати через розбіжності щодо рішення продовжувати чи ні поточну діяльність фірми. Автори показали: якщо акціонери (та кредитори) обирають ліквідацію фірми, коли грошових потоків більше не вистачає, менеджери завжди обирають продовження діяльності фірми. Таким чином, дослідники показали, що:

– фінансовий важіль позитивно корелює з вартістю фірми, ймовірністю дефолту, вільним грошовим потоком та репутацією керівника;

– фінансовий важіль негативно корелює із розширеннями можливостей зростання та ймовірністю реорганізації після дефолту.

Крім того, аналізуючи це питання з точки зору розміру фірми, було показано, що у випадку малих підприємств конфліктні інтереси власників і кредиторів можуть бути особливо серйозними; це пов'язано з тим, що більшість менеджерів невеликих фірм водночас є власниками цих фірм (що означає нульові або дуже низькі агентські витрати). У таких ситуаціях кредитори можуть вимагати додаткового забезпечення позик (Анг, 1992). У результаті цього структура

активів фірми досліджується у прямій кореляції з витратами, спричиненими можливими фінансовими труднощами; якщо фірма інвестує переважно в матеріальні активи (земля та основні засоби), потенційні витрати, понесені через фінансові проблеми, будуть нижчими; навпаки, фірма, зосереджена переважно на інвестиціях у нематеріальні активи, буде нести більші витрати, спричинені потенційними фінансовими труднощами.

Інший напрям досліджень зосереджується на тому, що структура капіталу визначається конфліктами між інтересами внутрішніх інвесторів фірми та інтересами зовнішніх інвесторів (Штульц, 1990), оскільки менеджери вирішують інвестувати усі наявні внутрішні кошти, перекладаючи боргове фінансування на другорядну роль.

Пізніші дослідження, котрі розглядали фірму як неоднорідну сукупність інтересів, показали, що джерелом агентських конфліктів є поділ управління та фінансів, а також власності й контролю відповідно. З цієї точки зору, на структуру капіталу суттєво впливають існуючі у компанії механізми корпоративного управління. Хоча більшість досліджень у цій галузі вивчали агентські відносини у розвинених країнах, окремі дослідження були спрямовані на країни, що розвиваються, та країни перехідного періоду, у яких, як було показано, механізми корпоративного управління практично відсутні [205, с. 282].

Теорію «порядку кльовання» можна простежити до досліджень Дональдсона (1961), який стверджував, що порядок джерел фінансування має пріоритет над їхньою вагою (це твердження ґрунтувалося на вичерпному дослідженні того, як американські фірми обирають джерело фінансування капіталу). Традиційний варіант теорії ґрунтується на припущенні, що фірма не може встановити цільове співвідношення боргу до вартості. Майєрс (1984) представляє розширену версію теорії, де асиметрична інформація, доступна менеджерам та інвесторам, спричиняє додаткові витрати і визначає порядок вибору джерел у фінансуванні нових проєктів.

Пізніше ця теорія була розроблена як альтернатива теорії компромісу (Майєрс і Майлуф, 1984). Надання переваги внутрішньому фінансуванню, за яким слідує боргове фінансування, а емісія власного капіталу тільки у крайньому випадку, є так званий *pecking* – порядок фінансування нових проєктів, оскільки фірми повертаються до самофінансування в умовах асиметричної інформації. Новизна теорії полягає у включенні такого фактора як асиметрія інформації, оскільки менеджери, а не сторонні інвестори, мають переважний доступ до інформації про стан фірми. Припущення, що знаходяться в основі архітектури цієї теорії, наступні: ринки капіталу ідеальні; немає транзакційних витрат; ринкова вартість акцій залежить від наявної на ринку інформації; фірма має інвестиційні можливості, для яких вона повинна вибрати фінансові ресурси. Виходячи із цих припущень, теорія стверджує: фірма надасть перевагу внутрішньому фінансуванню і що, у разі необхідності використання зовнішніх ресурсів, вона обиратиме відповідні методи фінансування залежно від рівня ризику.

Припускаючи, що інвестори не знають фактичної вартості активів та можливостей розвитку фірми, стверджується: вони не можуть точно оцінити акції, випущені фірмою для фінансування її нових інвестицій. Точніше, якщо компанії зобов'язуються фінансувати нові інвестиційні проєкти шляхом випуску акцій, оцінки на ціни цих акцій можуть бути настільки високими, що нові інвестори отримають більший прибуток, ніж чиста теперішня вартість цього проєкту, що призведе до чистих збитків для існуючих акціонерів; отже, навіть якщо чиста теперішня вартість проєкту є позитивною, проєкт не буде прийнято. Недофінансування можна уникнути, використовуючи інші ресурси, які не зазнають різкого знецінення на ринку (наприклад, внутрішні фонди, безризикові позики і навіть відносно ризикові позики).

Отже, згідно з теорією «порядку клювання», фірма вважає за краще фінансувати свої інвестиції спочатку за рахунок внутрішніх ресурсів, потім за рахунок позикового капіталу з низьким ризиком і, лише у крайньому випадку, за рахунок емісії власного капіталу (акцій).

М. Тудосе у результаті ретельного вивчення моделей, запроваджених теорією «порядку клювання» (виходячи з цілей, які ставить перед собою керівництво), розділила дослідження у рамках цієї теорії на дві групи:

а) теорії, орієнтовані або на максимізацію багатства певних інсайдерів фірми (наприклад, поточних акціонерів) (Майєрс і Майлуф, 1984; Нараянан, 1988), або на максимізацію загального багатства фірми (опосередковано на користь певних партнерів фірми) (Майєрс, 2001);

б) теорії, спрямовані на зниження контрактних витрат з метою максимізації вартості фірми (Корнелл і Шапіро, 1987; Фама, 1990; Вільямсон, 1988) [205, с. 283].

Подальші дослідження (Халов і Хайдер, 2006) показали: більші за розміром фірми стикаються з меншими витратами так званого «несприятливого відбору», ніж дрібні фірми. Доводячи, що менші фірми менш прозорі, М. Псіллакі (1995) показав: вони мають тенденцію нести більші витрати через асиметрію інформації. Більше того, виходячи з припущення, що розмір фірми визначається на основі фінансової звітності, яку вона подає регулярно, Р. Петтіт та Р. Сінгер (1985) стверджували, що менші підприємства стикаються з більшою асиметрією інформації.

Останніми роками Дж. Чен (2004) та Н. Делкур (2007) розробили нову теорію «порядку клювання», орієнтовану на розвинену економіку, яка стверджує, що, фінансуючи свої інвестиції, суб'єкти господарювання вдаються до нерозподіленого прибутку, емітованого власного капіталу та, у крайньому випадку, довгострокового боргу.

Теорії, основані на зв'язках між структурою капіталу та стратегією фірми, ґрунтуються на двох класах моделей, які розраховують структуру капіталу на основі детермінантів організації фірми та промислової стратегії. Перша модель розглядає зв'язок між структурою капіталу та стратегією зростання на ринку товарів і послуг. Друга модель використовує зв'язок між структурою капіталу та характеристиками вхідних і вихідних даних у процесі виробництва.

Цей підхід ґрунтується на впливі боргу на стратегічні змінні й на відносинах між постачальниками та споживачами. Стратегічними змінними є ціна і кількість. Стратегія фірми встановлюється таким чином, щоб впливати на ставлення конкурентів. Отже, структура капіталу впливає на стратегію та результативність будь-якого бізнесу у контексті ринкової рівноваги. Що стосується особливостей виробничого процесу, структура капіталу може впливати на наявність певного товару чи послуги і на процес переговорів між менеджерами та постачальниками.

Дж.А. Брандер і Т.Р. Льюїс (1986) показують: в умовах конкурентної економіки олігополії спокушаються брати більше боргів, ніж монополії. Дж. Глейзер (1989) підтверджує цей висновок і підкреслює, що позиковий капітал має тенденцію бути довгостроковим. Крім того, було показано: мовчазна змова сприяє зменшенню боргу та боргової спроможності і зростає відповідно до еластичності попиту.

З теоретичної точки зору, моделі, засновані на організаційних та промислових міркуваннях, дають надзвичайно цікаві результати для обґрунтування вибору структури капіталу. Ці моделі описують зв'язки між структурою капіталу і характеристиками пропозиції, попиту та впливом конкуренції у секторі чи галузі. Основні результати дебатів з цих питань виявили, що фінансовий важіль збільшується:

- коли продукт, виготовлений фірмою, не є унікальним і не потребує спеціальних знань (Тітман, 1984; Тітман та Вессельс, 1988);
- з еластичністю попиту на товар (Максимович, 1988);
- коли робітники мають неспецифічні навички (Саріг, 1998);
- коли фірми не орієнтовані на репутацію виробника високоякісної продукції [205].

Теорії, що пов'язують *структуру капіталу фірми та ринки факторів виробництва* включили у дослідження нові вимірники: роль нефінансових зацікавлених сторін у розробці структури корпоративних фінансів («теорія зацікавлених сторін»), організацію виробництва і стратегічне управління

фірмами. А. Істайтіє та Дж.М. Родрігес-Фернандес (2006) підкреслили наявність взаємного впливу між факторами виробництва та фінансовими рішеннями корпорацій; обидва автори також наголошували на зв'язках між структурою капіталу і ступенем промислової концентрації (тобто горизонтальною/вертикальною інтеграцією), а також між структурою капіталу й політикою конкуренції.

Теоретичні дослідження у цій галузі також показали, що існують конфлікти інтересів не тільки між інсайдерами фірми (наприклад, менеджерами та акціонерами), а й між сторонніми агентами (такими як конкуренти і споживачі).

М. Кампелло (2003) попереджає: лише деякі теоретичні формулювання були досліджені емпірично, і їхнє безпосереднє тестування є складним завданням, оскільки важко встановити, чи вплинули рішення про фінансування фірми на якісь зміни у сфері конкуренції. Припускаючи, що тривалість, масштаби та наслідки макроекономічних потрясінь не можуть бути повністю передбачені учасниками ринку, М. Кампелло проаналізував чутливість збільшення продажів до зміни важелів впливу різних галузей промисловості. Він зробив висновок: структура капіталу може вплинути на результати діяльності фірми на товарних ринках, оскільки методи фінансування накладають свій відбиток на конкурентоспроможність фірм.

Теорії, що ґрунтуються на зв'язках між структурою капіталу фірм та ринком корпоративного контролю. Взаємозв'язок між структурою капіталу та діяльністю у сфері злиттів і поглинань досліджувався у декількох працях. Результати досліджень показали, що діючі менеджери можуть маніпулювати публічною пропозицією і впливати на ймовірність успіху пропозиції про поглинання, впливаючи на частку власного капіталу, яку вони мають у фірмі (Харріс та Равів, 1988). У тій мірі, в якій менеджери поглинаючої компанії та фірми-цілі мають різні компетенції, вартість (ціна) фірми-цілі залежить від рівня опору діючого керівника у відповідь на спробу поглинання. Частка власного капіталу діючого менеджера у цільовій фірмі визначає його поведінку у таких трьох ситуаціях:

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

- компанія-ініціатор легко поглинає компанію-ціль;
- компанія-ініціатор встановлює та закріплює контроль над ціллю;
- пропозиція про поглинання підлягає голосуванню пасивних інвесторів.

Отже, діючий менеджер має збалансувати прибуток від допущення спроби поглинання та особисті понесені збитки, якщо компанія-ініціатор придбає контроль над фірмою-ціллю. Інтереси діючого менеджера визначаються його часткою у власному капіталі фірми, а, отже, опосередковано структурою капіталу фірми, яку представляє цей менеджер. Вивчення компромісу також було у центрі уваги аналізу структури капіталу.

Р. Штульц (1988) досліджував здатність акціонерів впливати на результат пропозиції про поглинання, змінюючи частки компанії-ініціатора у капіталі компанії-цілі. Зокрема, коли частка власного капіталу, що належить менеджерам ініціатора, зростає, премія за поглинання також зростає, але ймовірність успіху спроби поглинання падає. Оскільки більша частка менеджерів ініціатора у власному капіталі фірми-цілі збільшує контрольну премію та зменшує ймовірність успіху спроби поглинання, Р. Штульц показує: фірма-ціль представляє оптимальне співвідношення боргу та власного капіталу, що дозволяє максимізувати вартість акцій, які належать стороннім інвесторам. Автор зауважує, що премія за поглинання позитивно пов'язана з коефіцієнтом фінансового важеля.

Узагальнюючі висновки щодо зв'язків структури капіталу та ринку корпоративного контролю запропоновані М. Тодосе [205, с. 285], а саме:

- а) переважна більшість фірм-цілей збільшує частку боргу, а не частку власного капіталу; це призводить до збільшення вартості власного капіталу на фондовому ринку;
- б) фірми-цілі, які зазнали невдалої пропозиції щодо поглинання, звітують про більший борг, ніж фірми-цілі, котрі здійснили успішну спробу поглинання;

в) премія за поглинання зростає зі збільшенням частки боргу у капіталі фірми-цілі. Ці висновки спираються на моделі, які використовують вплив короткострокових змінних на структуру капіталу після оголошення пропозицій про поглинання.

Теорія моменту ринкового вибору розвивається віднедавна і посилається на практику фірм випускати акції за високою ціною та викуповувати їх за нижчою ціною. Теорія ґрунтується на припущенні, що менеджери приймають своє рішення про фінансування відповідно до умов на ринках капіталу. Якщо умови на ринку несприятливі, менеджери можуть розглянути можливість затримки інвестицій. Такі умови взагалі виключають думку про існування цільової структури капіталу. Швидше, структура корпоративного капіталу постає як сукупність зусиль менеджерів щодо синхронізації їхніх дій з ринком капіталу (Baker and Wurgler, 2002). Співвідношення між ринковою і балансовою вартістю власного капіталу було використано для оцінки можливостей моментів ринкового вибору. Висновок дослідження полягає у тому, що фірми емітують більше власного капіталу, ніж боргу тоді, коли ринкова вартість власного капіталу висока. Це створює довгостроковий позитивний вплив на структуру капіталу.

Емісія власного капіталу у той момент, коли ринкова ціна власного капіталу є високою, більше характерна для фірм без боргового навантаження; навпаки, компанії з борговим навантаженням випускають акції тоді, коли їхня ринкова вартість низька. Теорія відводить важливу роль менеджерам, які мають приурочити фінансову поведінку фірми до ситуації на ринку, щоб діяти в інтересах існуючих акціонерів шляхом випуску переоцінених цінних паперів для нових акціонерів (Ховакімян та інші, 2001; Хуанг і Ріттер, 2005). Відмовляючись від своїх попередніх висновків, Ховакімян (2006) показав, що у довгостроковій перспективі моменти вибору на ринку не мають значного впливу на структуру капіталу фірм [205].

Отже, наведений ретроспективний опис розвитку основних теорій корпоративних фінансів показав, що центральною

дискусійною проблемою залишається проблема фінансування компаній, а саме: вибір видів джерел фінансування та пропорцій між різними джерелами. Більшість сформульованих до цього часу теорій створили аналітичні рамки для обґрунтування, розуміння і реалізації політики структури капіталу фірм. Однак розроблені теорії мають певні обмеження, які створюють труднощі для подальших досліджень і переживають різноманітні широкі дискусії, а ключові концепції фінансування знову з'являються у нових формах.

Так, українська наукова спільнота протягом останніх років також приділяє увагу критичній оцінці теорій фінансування, а також аналізу практик фінансування вітчизняних компаній. Можливості тестування зарубіжних теорій корпоративних фінансів і адаптація їх до українських реалій ускладнюється через наступні причини:

- відсутність розвинутого активного фондового ринку: український фондовий ринок активно працював лише декілька років періоду незалежності України і після кризи 2008 року повноцінного відновлення ринку так і не сталося;
- падіння обсягів кредитування банками реального сектору економіки, яке спостерігається з 2014 року;
- тривалий період формування належних практик корпоративного управління в Україні, що ускладнює проведення емпіричних досліджень агентських відносин у динаміці;
- низька активність і недостатня прозорість ринку злиття й поглинання;
- закритість донедавна інформації про фінансову звітність неакціонерних компаній;
- відсутність інформаційно-аналітичних порталів (подібних до Bloomberg, YahooFinance тощо), де б оприлюднювалася інформація про ринкові фінансові індикатори;
- тривала обмеженість доступу вчених до провідних наукових досліджень у цій сфері (українські науковці отримали широкі можливості доступу до провідних наукових досліджень з початком поширення політики «відкритого доступу» із середини 2000-х рр.).

Попри наведені фактори, що ускладнюють проведення наукових досліджень у галузі корпоративних фінансів, зазначимо: вітчизняні науковці внесли вагомий вклад у розвиток теоретичної бази корпоративних фінансів відповідно до українських реалій.

Перш за все, це найвагомий вклад фундатора української наукової школи фінансового менеджменту І.О. Бланка [11–16], який у своїх працях виклав фундаментальну теоретичну базу корпоративних фінансів, але не як окремого наукового напрямку, а у складі теорії фінансів підприємств, інвестиційного та фінансового менеджменту. Необхідно зазначити, що відокремлення наукових досліджень сфери корпоративних фінансів, як і виникнення відповідних дисциплін, а згодом і освітніх програм у провідних університетах, розпочалося близько 10 років тому. Так, на необхідності виокремлення корпоративних фінансів як специфічної площини наукових досліджень з огляду на потужну світову роль і вплив ТНК на світову економіку наголошували А.І. Крисоватий, В.М. Федосов і Н.С. Рязанова [61]. В.В. Зимовець та О.О. Терещенко [45], підкреслюючи як суспільне значення корпорацій, так і інноваційний фактор сучасних досліджень у цій сфері, вивчили питання розвитку української наукової думки у галузі корпоративних фінансів та підкреслили необхідність заміни навчальної дисципліни «фінанси підприємства» на «корпоративні фінанси». Важливим вкладом науковців є уточнення категоріально-понятійного апарату корпоративних фінансів, а також опис їхніх принципів, функції та інформаційного забезпечення. Уточнення сутності корпоративних фінансів як складної інтегрованої підсистеми фінансового менеджменту з дослідженням розвитку теоретичної бази останнього наведено у праці Г.В. Блакити та Г.В. Ситник [10].

Поряд зі з'ясуванням сутнісних особливостей корпоративних фінансів, багато українських науковців вивчали теоретичні і практичні аспекти структури капіталу та методи й детермінанти фінансування українських підприємств, зокрема В. Геєць, А. Даниленко, В. Зимовець, О. Терещенко, А. Гриценко, С. Захарін, О. Бандурка, В. Столяров, О. Петровська, І. Романів, К. Багацька та інші.

Зокрема, І. Романів [105, с. 48] зазначає, що в українській науковій думці «Відбувається поступова переорієнтація із макроекономічного аналізу валового нагромадження основного капіталу на рівень суб'єкта господарювання... Робляться спроби розробити механізм визначення оптимальної структури капіталу вітчизняних підприємств, зокрема, на основі витратного підходу. Отже, більшість вітчизняних вчених-економістів є прихильниками концепції «правої частини балансу», тобто вважають, що між структурою капіталу та показниками ефективності підприємства існує безпосередній зв'язок».

Г.В. Блакита та Г.В. Ситник у результаті «дослідження фінансового стану підприємств України та практики управління корпоративними фінансами встановили його недостатню ефективність і результативність, обмеженість використовуваного інструментарію, орієнтацію менеджменту на прибуток, а не на ринкову вартість, фокусування на оперативних фінансових завданнях та відсутність фінансової стратегії, реалізацію агресивних фінансових політик, що має негативні фінансові наслідки: падіння платоспроможності, фінансової стійкості, рентабельності власного капіталу тощо» [10, с. 27].

Грунтовні дослідження практики фінансування українських підприємств наведені у наукових працях В.В. Зимовця зі співавторами [44, 45, 136]. Так, у роботі [44] досліджено балансову капіталізацію і структуру капіталу реального сектора економіки і встановлено, що «Процес нагромадження капіталу в реальному секторі економіки України є деформованим за структурою, його динаміка не створює основи для розвитку і генерує значні системні ризики для стабільності фінансової системи країни» [44, с. 19]. Ця деформація полягає у тому, що домінуючим джерелом фінансування активів українських підприємств протягом тривалого періоду часу є поточні зобов'язання, які представлені переважно кредиторською заборгованістю, тобто боргами, котрі можна назвати умовно безкоштовними. «Одним із проявів поширення в Україні непрозорих та схемних каналів фінансування бізнесу є аномально висока частка інших зобов'язань у сукупному борзі

підприємств, яка упродовж 2007–2017 рр. коливалася у діапазоні 40–55% (більша частина таких зобов'язань є квазіборгами, фактично це – незареєстрований власний капітал)» [136, с. 285]. У формуванні власного капіталу українських корпорацій вкладений капітал домінує над накопиченим, тобто частка внутрішніх джерел фінансування є незначною, що суперечить теоріям «peckingorder». При цьому дослідниками підкреслюється перманентний дефіцит власного капіталу в українських компаній, і поряд з цим саме власний капітал протягом останнього десятиліття є основним джерелом капітальних інвестицій нефінансових корпорацій, як показано у праці [159]. «У результаті поширення практик тінізації плати за капітал виникає хронічний дефіцит власного капіталу у сектора нефінансових корпорацій на агрегованому рівні, адже вилучений капітал лише частково повертається на підприємства через канали тіньового інвестування. За таких обставин постає питання пошуку додаткових стимулів для заохочення інвестицій та реінвестицій, серед яких найдієвішими є податкові» [136, с. 286].

Таким чином, емпіричні дослідження практик формування капіталу українськими нефінансовими корпораціями поряд з вивченням і систематизацією теоретичного базису, сформованого зарубіжною фінансовою наукою, створюють сприятливі передумови для уточнення теоретичних постулатів корпоративних фінансових теорій у країні з транзитивною економікою та розробки ефективних практик формування структури капіталу українських підприємств.

1.2. Стейкхолдерський підхід в управлінні корпоративними фінансами

Ефективне функціонування підприємства є необхідною умовою його існування та розвитку в ринковій економіці. Традиційними і найбільш популярними у практиці вимірниками ефективності підприємства є показник ринкової вартості

підприємства, прибуток на одну просту акцію, що відповідає домінуючій довгий час акціонерній моделі управління. Зміна умов господарювання, підходів до організації бізнесу та загалом суспільні трансформації призводять до перегляду моделей управління підприємством у цілому та вимірювання їхньої ефективності зокрема й обумовлюють жвавий дискурс з цього приводу у науковому середовищі.

З виходом у світ відомої праці Е. Фрімена «Стратегічний менеджмент: стейкхолдерський підхід» (1984) [171] та її розвитку у працях багатьох науковців зі стратегічного менеджменту [162, 167, 173, 187, 188, 189] почалася жвава дискусія між прихильниками акціонерного та стейкхолдерського підходу [178, 198, 210]. Принциповим аргументом, який прихильники акціонерної теорії висувують на користь необхідності максимізації вартості для акціонерів, є теза про незахищеність їхніх фінансових інтересів контрактами на відміну від інших стейкхолдерів: акціонери несуть усі залишкові ризики, відповідно претендують на залишковий дохід. Відтак, захищені контрактами стейкхолдери мають працювати на максимізацію залишкового доходу на одну просту акцію. Натомість, прихильники стейкхолдерського підходу вказують на неможливість стійкого розвитку відкритої соціально-економічної системи, якою є підприємство, орієнтуючись на фінансові інтереси лише однієї зацікавленої сторони, оскільки це протирічить базовим законам існування таких систем.

Водночас, наразі констатуються суттєві трансформації і прояви кризових явищ сучасного капіталізму, розвиток якого переважно ґрунтувався саме на постулатах акціонерної теорії [185, 192], що підводять до думки про необхідність зміни парадигми та усталених моделей управління підприємством. Цей дискурс уже виходить за межі суто теоретичного на рівень політичних та бізнес-еліт. Так, у маніфесті 50-го засідання Всесвітнього економічного форуму, яке відбулося 2020 року, метою визначено вибір пріоритетної моделі розвитку суспільства. Засновником і виконавчим головою форуму К. Швабом зазначено, що нині існують три принципові моделі розвитку:

«акціонерний капіталізм» (основна мета корпорації – максимізація прибутку/вартості для акціонерів), «державний капіталізм» (напрямок розвитку економіки визначає уряд), «капіталізм для стейкхолдерів». На думку Шваба, остання є найкращою відповіддю на сучасні запити економіки та суспільства у цілому. Згідно з нею приватні корпорації розглядаються як довірені особи суспільства, а метою їхнього функціонування є «залучення усіх стейкхолдерів у спільне створення довготривалих цінностей» [208].

Таким чином, «створюючи ці цінності, компанія повинна задовольняти інтереси усіх стейкхолдерів – співробітників, клієнтів, постачальників, локальних спільнот і суспільства в цілому» [208]. Відтак, її ефективність має оцінюватися не тільки за показниками вартості або прибутковості акцій (відповідно до акціонерної теорії, яка широко запроваджена у практику управління), а й за тим, як задовольняються інтереси інших стейкхолдерів [208]. Саме тому постає питання, як оцінювати рівень задоволеності окремих стейкхолдерів, яким чином ці оцінки узагальнити у єдиному показнику ефективності функціонування підприємства. Адже відсутність чітких прагматичних методик такого оцінювання фактично унеможлиблює широкомасштабне впровадження стейкхолдерської моделі управління в практику. Тож науковий пошук у цьому напрямі є актуальним завданням, а його розв'язання – необхідна умова стійкого довгострокового розвитку підприємства та суспільства у цілому.

На сучасному етапі теорія стейкхолдерів, крім суто нормативної, містить дескриптивну та інструментальну компоненти, у межах яких обґрунтовано ряд моделей і підходів до управління стейкхолдерами, зокрема: модель «картитування стейкхолдерів» Р. Фрімена [171], модель «коаліційного потенціалу» Т. Роулі [196], модель диференціації стейкхолдерів на очевидних, менш очевидних та «мерехтливих» Р. Мітчела, В. Егла і Д. Вуда [180] та інших [201, 209]. Усі вони спрямовані на ідентифікацію ключових стейкхолдерів компанії з метою встановлення з ними найбільш вигідних і сприятливих відносин для зростання ринкової вартості підприємства.

Основна ідея, яка прослідковується у роботах останніх років обраного напряму дослідження, є оцінювання ефективності підприємства не через призму вартості для акціонерів, а через показник цінності для стейкхолдерів. Зустрічаються три принципові підходи до її оцінювання: (1) монетарна оцінка цінності для стейкхолдерів; (2) оцінка цінності на основі суб'єктивного сприйняття (експертні методи); (3) змішані методи, які поєднують монетарні та експертні оцінки.

У дослідженні F. Figge, S. Schaltegger (2000) пропонується підхід до монетарної оцінки доданої вартості окремих стейкхолдерів та їхнього внеску у зміну вартості компанії: стейкхолдерська цінність визначається як дисконтована величина різниць між доходами від співпраці зі стейкхолдерами та витратами на їхнє обслуговування [170]. Видається, що зазначений підхід має низку проблем у практичному застосуванні: (1) його практична реалізація досить складна і витратна з точки зору організації управлінського обліку доходів та витрат у розрізі стейкхолдерів; (2) його складно застосувати для усіх груп стейкхолдерів, зокрема, для фінансових стейкхолдерів, бо такий метод не дозволяє оцінити їхній внесок у формування створеної вартості, адже віддача від залученого капіталу може бути оцінена здебільшого крізь призму отриманих доходів від його інвестування в операційну діяльність; (3) він не надає узагальнюючої оцінки ефективності функціонування підприємства, що повертає до проблеми ідентифікації основного цільового показника функціонування підприємства, а точніше його відсутності.

У праці (Tantalo, Priem, 2014) пропонується підхід до оцінювання загальної цінності для стейкхолдерів на основі концепції мультиатрибутивних функцій корисності: загальна вартість для стейкхолдерів визначається як сума стандартизованих мір корисності окремих груп стейкхолдерів [203]. Зазначений підхід може бути корисним для формування стратегічних сценаріїв нарощення вартості та стратегій її перерозподілу між окремими стейкхолдерами. Проте, для оцінювання ефективності функціонування підприємства такий метод

є занадто абстрактним. У роботі (L. Lankoski, N. Smith, Van L. Wassenhove, 2016) цінність для стейкхолдерів розглядається як суб'єктивна оцінка цінності, котра надається окремим стейкхолдерам на основі експертних суджень, які можуть змінюватися у часі [176]. Основним недоліком такого методу є суб'єктивність оцінок і складність їхнього застосування для аналізу ефективності, неможливість представлення у формі певних цільових показників, що можуть бути орієнтиром управління. У (Apitz, Fitzpatrick, McNally та інших, 2017) цінність для окремих стейкхолдерів визначається на основі експертних оцінок з використанням інструментів оцінки факторів економічної, екологічної та соціальної стійкості [158]. У праці (Ivashkovskaya, 2012; 2016) пропонується інтегрована модель вартості компанії на основі цінності для стейкхолдерів, яка передбачає поєднання монетарної та експертної оцінок: (1) обчислення економічної доданої вартості для окремих груп стейкхолдерів; (2) оцінку індексу внеску стейкхолдерів як співвідношення накопиченого потоку економічного прибутку компанії до накопичених витрат на їхнє підтримання; (3) оцінку індексу гармонізації інтересів як композитного індексу змін у діях, спрямованих на задоволення інтересів стейкхолдерів. Метод є: (1) надзвичайно складним для впровадження і потребує досить високих витрат на організацію та ведення відповідного обліку й організацію самого аналізу; (2) придатний не для усіх груп стейкхолдерів (тому може застосовуватися лише за постачальниками і покупцями), тож не може надати узагальнюючу оцінку ефективності функціонування підприємства; (3) індекс гармонізації інтересів усе ж таки має суб'єктивний характер.

У праці (Ramírez, Tarziján, 2018) розглядається цінність для стейкхолдерів на прикладі однієї групи – персоналу. Автори пропонують методiku оцінки вигід для персоналу та оцінюють їхню залежність від інституціональних факторів, структури власності, якості управління [190].

У (Okan Durua, Cassia B. Galvaob, Joan Mileskib, Leo Tadeu Roblesc, Amir GharehgozlidaNanyang, 2020) пропонується комплексний підхід до оцінювання ефективності роботи порту на основі пріоритетного розподілу очікувань стейкхолдерів. Пропозиції авторів зводяться до визначення 9 груп показників (без детальних роз'яснень їхнього складу), які відображають відповідні перспективи: фінанси, ринок, макросередовище тощо та розроблення системи КРІ [184]. Підхід прив'язаний до особливостей функціонування порту, тому не є універсальним для будь-якого підприємства. Також відсутні методичні роз'яснення, яким чином запропоновані групи показників пов'язуються з пріоритетними очікуваннями стейкхолдерів, не визначається єдиний цільовий показник ефективності.

Наявний доробок є важливим внеском у розвиток теорії стейкхолдерів. Проте оцінювання ефективності через показник цінності для стейкхолдерів не дозволяє чітко ідентифікувати цінність для усіх груп стейкхолдерів, зокрема тих, хто опосередковано бере участь у формуванні доходів (власників, кредиторів, суспільства) і зрозуміти, чи зберігається еквівалентність ресурсного обміну у мережі стейкхолдерів при досягненні певних фінансових результатів діяльності підприємства.

Відповідно до стейкхолдерського підходу підприємство розглядають як мережу стейкхолдерів, які вступають у відносини ресурсного обміну, де кожен з учасників прагне забезпечити ефективний обмін. Використання ресурсів за допомогою бізнес-процесів трансформується у результати, які мають забезпечувати можливість розвитку підприємства як самостійного ринкового гравця у довгостроковій перспективі і при цьому задовольняти інтереси стейкхолдерів, адже це є запорукою подальшого довготривалого створення цінності для усіх зацікавлених сторін.

Таким чином, підприємство можна представити як SRPR-систему, котра складається з відповідних підсистем (рис. 1.1).

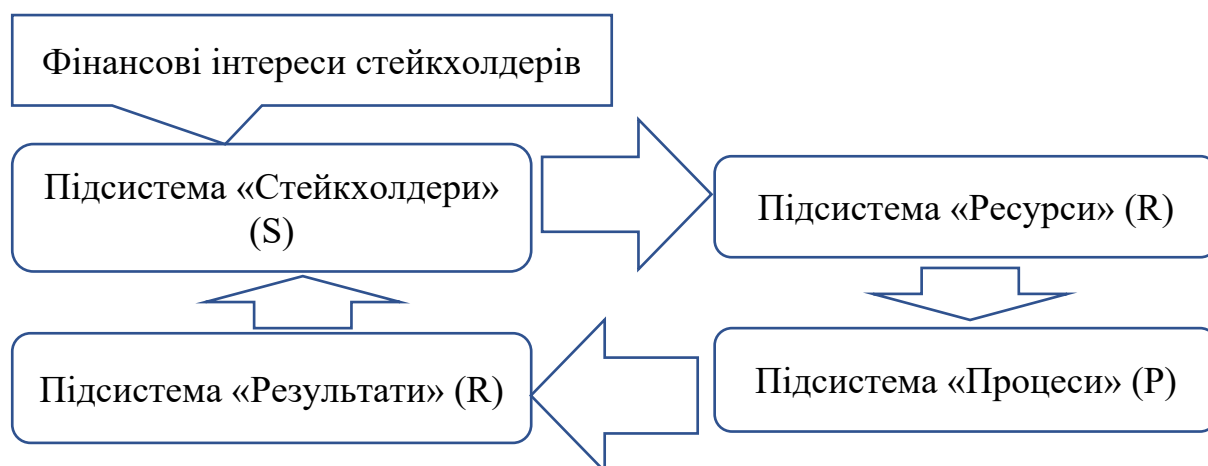


Рис. 1.1. Підприємство як SRPR-система

Джерело: [202].

Функціонування підприємства як SRPR-системи обумовлюється складним комплексом взаємозв'язків між окремими підсистемами.

Підсистема «Стейкхолдери» характеризує мережу зацікавлених сторін, які вступають у відносини ресурсного обміну, ефективність котрого обумовлює стан та якість підсистеми «Ресурси». Їхні фінансові інтереси є мотивом і передумовою існування підприємства, формування його ресурсного потенціалу, а рівень задоволеності цих інтересів за рахунок отриманих результатів впливатиме на можливість підприємства формувати оптимальну комбінацію ресурсів у перспективі (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Фінансові інтереси стейкхолдерів та їхній внесок у розвиток підприємства

Стейкхолдери	Фінансові інтереси	Внесок у розвиток підприємства
Власники	Отримання дивідендів. Зростання ринкової ціни акції (підприємства)	Фінансовий капітал (власний капітал)

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

Закінчення табл. 1.1

Стейкхолдери	Фінансові інтереси	Внесок у розвиток підприємства
Фінансові кредитори (банки, лізингові компанії, фактор-компанії, покупці облігацій, емітованих підприємством)	Вчасне отримання відсотків за кредит (лізингових платежів) та інших виплат, пов'язаних з обслуговуванням кредитів. Вчасне отримання основної суми боргу	Фінансовий капітал (позиковий капітал)
Постачальники ресурсів	Вчасне отримання плати за поставлені ресурси за справедливими цінами. Вчасне погашення товарних кредитів	Основний та оборотний капітал
Клієнти (покупці)	Отримання товарів та послуг належної якості за справедливими цінами. Вчасність поставок. Гнучкі системи розрахунків і постачання (наявність системи дисконтів). Наявність системи лояльності (переваг для постійних клієнтів). Наявність післяпродажного обслуговування	Клієнтський капітал
Персонал	Рівень та динаміка оплати праці. Соціальний пакет. Система стимулювання праці	Людський капітал. Соціальний капітал
Громада	Дотримання екологічних стандартів. Підтримка соціальних проектів	Соціальний капітал
Держава	Сплата податків згідно із законодавством	Соціальний капітал

Джерело: [202].

Підсистема «Ресурси» характеризує комплекс наявних ресурсів, сформований у результаті взаємодії стейкхолдерів,

і проявляється у формі фінансового, людського, соціального капіталу, основного та оборотного капіталу. Ефективність функціонування підприємства визначається достатністю ресурсів, рівнем їхньої якості та раціональністю комбінації (пропорціями).

Підсистема «Процеси» характеризує комплекс основних, управлінських і допоміжних (обслуговуючих) бізнес-процесів, який визначає бізнес-модель підприємства. Саме бізнес-модель показує, яким чином створюється вартість для усіх стейкхолдерів, бо рівень її ефективності обумовлює ступінь раціональності формування ресурсів – з одного боку та ефективність їхнього використання – з іншого.

Підсистема «Результати» характеризує фінансові результати діяльності підприємства для окремих стейкхолдерів. Їхня оцінка має співвідноситися з очікуваннями стейкхолдерів, які декларуються у процесі переговорів і фіксуються у контрактах (або обумовлюються законодавством та усталеними суспільними нормами).

Таким чином, розуміння підприємства як SRPR-системи створює основу для побудови системи вимірювання його ефективності на засадах стейкхолдерського підходу. Назвемо її системою SRPR-індикаторів, яку можна представити у вигляді піраміди (рис. 1.2), на верхньому рівні котрої відображаються персоніфіковані результативні показники для стейкхолдерів, а на нижньому – показники стану ресурсів і бізнес-процесів.

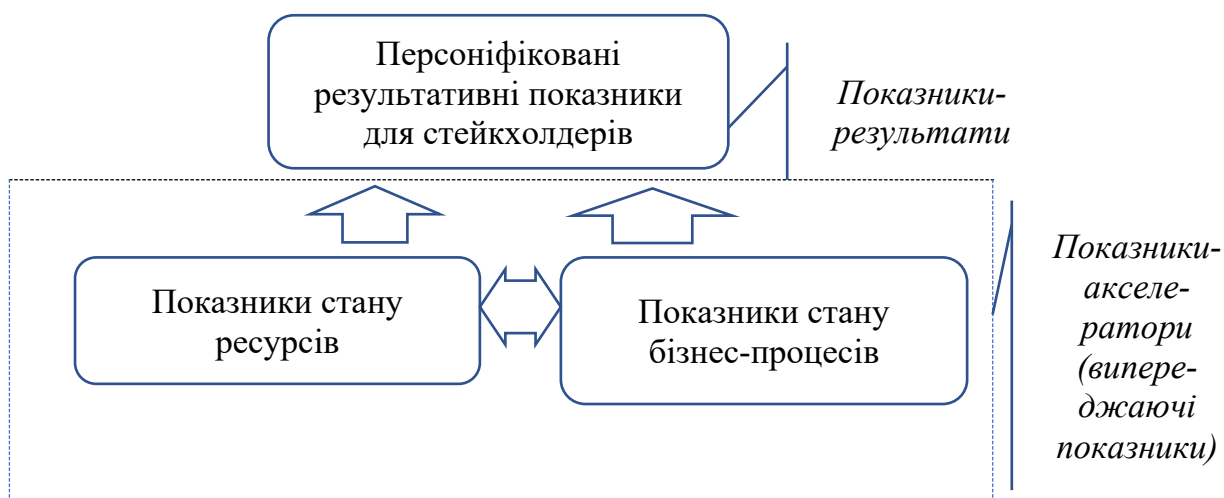


Рис. 1.2. Піраміда SRPR-індикаторів

Джерело: [202].

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

Так, на верхньому рівні піраміди містяться показники, які найбільшим чином віддзеркалюють фінансові інтереси стейхолдерів.

Їхнє розроблення спиралося на узагальнені результати анкетування топ-менеджерів підприємств (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

**Очікування стейкхолдерів від ресурсного обміну
та проблеми забезпечення ефективного розвитку
підприємства**

Запитання та варіанти відповідей	Відсоток опитаних, %/ значимість у балах (1 – найвища значимість)
<p>Який фінансовий показник ви вважаєте найважливішим індикатором ефективного функціонування підприємства (оберіть один показник):</p> <ul style="list-style-type: none"> – чистий прибуток; – економічний прибуток/EVA; – вільний грошовий потік; – чиста виручка від реалізації; – інший (вказіть) 	<p align="center">51,9 40,3 1,3 6,5 –</p>
<p>Які аспекти роботи з контрагентами (постачальниками ресурсів) для вас є найважливішими (можна обрати декілька варіантів, зазначивши їхню значимість):</p> <ul style="list-style-type: none"> – «ціна-якість» товару; – вчасність оплати; – вчасність поставок; – наявність системи знижок; – можливість надання відстрочки платежу 	<p align="center">100/1 79,2/2 79,2/3 85,7/4 85,7/5</p>
<p>Які аспекти є найбільш значимими для кандидатів на посаду при працевлаштуванні (можна обрати декілька варіантів, зазначивши їхню значимість):</p> <ul style="list-style-type: none"> – рівень оплати праці; – можливість навчання та зростання; – наявність додаткових бонусів за системою мотивації; – наявність «соціального пакету» (медичне страхування тощо); – гнучкий графік роботи 	<p align="center">100/1 63,6/2 67,5/3 26,0/4 7,8/5</p>

Закінчення табл. 1.2

Запитання та варіанти відповідей	Відсоток опитаних, %/ значимість у балах (1 – найвища значимість)
<p>Які основні проблеми у ресурсному забезпеченні ви відчуваєте (можна обрати декілька варіантів, зазначивши їхню значимість):</p> <ul style="list-style-type: none"> – брак персоналу відповідної кваліфікації; – проблеми з формуванням власного капіталу унаслідок нерозвиненості фондового ринку; – проблеми із залученням довгострокових кредитів унаслідок їхньої високої вартості, недостатнього рівня кредитоспроможності тощо; – дефіцит оборотного капіталу; – проблеми із вчасним поверненням дебіторської заборгованості; – інше (вказіть): відсутність вітчизняних постачальників окремих товарів, що негативно позначається на результатах діяльності при зниженні курсу гривні 	<p>62,3/2</p> <p>22,/5</p> <p>33,8/4</p> <p>84,4/1</p> <p>46,8/3</p> <p>7,8/6</p>
<p>Які платежі ви вважаєте пріоритетними для забезпечення ефективної роботи підприємства:</p> <ul style="list-style-type: none"> – платежі за поставлену сировину/товари постачальникам, оскільки це має першочергове значення для безперебійної операційної діяльності; – сплата податків, бо порушення обсягів і термінів призводить до штрафів; – погашення відсотків за кредит та основної суми боргу; – виплата заробітної плати; – виплата дивідендів власникам; – інші платежі (вказіть) 	<p>68,8/2</p> <p>79,2/1</p> <p>84,4/3</p> <p>81,8/4</p> <p>68,8/5</p> <p>–</p>

Джерело: складено авторами за результатами анкетного опитування.

Ідентифіковані та емпірично верифіковані інтереси було формалізовано наступними показниками (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

**Персоніфіковані результативні показники,
що відображають фінансові інтереси стейкхолдерів**

Стейкхолдери	Показники	Алгоритм розрахунку
Власники	Економічно додана вартість (<i>EVA</i>)	$EVA = NOPLAT - WACC \cdot C$ [Stewart], <i>NOPLAT</i> – скоригований операційний прибуток за відсутності боргів; <i>WACC</i> – середньозважені витрати капіталу; <i>C</i> – сума інвестованого капіталу
Фінансові кредитори (банки, лізингові компанії, фактор-компанії)	Індекс повноти погашення фінансових зобов'язань (I_{CRLF}). Індекс дотримання строків погашення фінансових зобов'язань (I_{TR})	$I_{CRLF} = \frac{FL_r}{FL_c};$ $I_{TR} = \frac{TR_c}{TR_A},$ <i>FL_r</i> – обсяг погашених фінансових зобов'язань; <i>FL_c</i> – обсяг фінансових зобов'язань до погашення згідно з контрактом; <i>TR_A</i> – фактичний термін погашення фінансових зобов'язань; <i>TR_c</i> – термін погашення фінансових зобов'язань за контрактом
Постачальники ресурсів	Індекс повноти погашення зобов'язань перед постачальниками (I_{CR}). Індекс дотримання строків погашення зобов'язань перед постачальниками (I_T)	$I_{CR} = \frac{L_r}{L_c};$ $I_T = \frac{T_A}{T_C},$ <i>L_r</i> – обсяг погашених зобов'язань перед постачальниками; <i>L_c</i> – обсяг зобов'язань перед постачальниками до погашення згідно з контрактом; <i>T_A</i> – фактичний термін погашення зобов'язань перед постачальниками;

Продовження табл. 1.3

Стейкхолдери	Показники	Алгоритм розрахунку
		T_c – термін погашення зобов'язань перед постачальниками за контрактом
Покупці (клієнти)*	Індекс вчасності поставок (I_{DT}). Індикатор наявності системи цінових дисконтів (I_{PD}). Індикатор наявності відстрочки платежу (комерційного кредиту) (I_{CC})	$I_{DT} = \frac{T_{DA}}{T_{DC}};$ $I_{PD} = 1$ – за наявності системи цінових дисконтів; $I_{PD} = 1 - q$ – за відсутності системи цінових дисконтів; $I_{CC} = 1$ – за наявності системи цінових дисконтів; $I_{CC} = 1 - z$ – за відсутності системи цінових дисконтів; T_{DA} – фактичний термін поставок; T_{DC} – термін поставок за контрактами; q – частка (десятковим дробом) клієнтів, що користуються ціновими дисконтами (за середньоринковими оцінками в даному ринковому сегменті); z – частка (десятковим дробом) клієнтів, що користуються комерційним кредитом (за середньоринковими оцінками в даному ринковому сегменті)
Персонал	Індикатор оплати праці персоналу (краще оцінювати за окремими категоріями: топ-менеджмент; менеджмент середньої та первинної ланки; робітники) (I_s). Індикатор стимулювання праці (I_{st})	$I_s = \frac{S_a}{S_r},$ S_a – фактична середня зарплата для окремої категорії персоналу на підприємстві; S_r – середня зарплата для окремої категорії персоналу на ринку праці. $I_{st} = (1 - PDS_{st}),$

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

Закінчення табл. 1.3

	<p>Індикатор соціального пакету для персоналу (I_{sp}).</p> <p>Індикатор можливостей зростання для персоналу (I_{cg})</p>	<p>PDS_{st} – частка персоналу, що звільнилася унаслідок відсутності (неефективності) системи стимулювання праці (десятковим дробом).</p> $I_{sp} = (1 - PDS_{sp}),$ <p>PDS_{sp} – частка персоналу, що звільнилася унаслідок відсутності (незадовільності) соціального пакету (десятковим дробом).</p> $I_{cg} = (1 - PDS_{cg}),$ <p>PDS_{cg} – частка персоналу, що звільнилася унаслідок відсутності можливостей зростання (десятковим дробом)</p>
Держава	Індикатор податкової дисципліни (I_{Tax})	$I_{Tax} = (1 - t),$ <p>t – частка штрафів за порушення повноти та строків сплати податків і податкових платежів у показнику ЕВІТ після оподаткування (десятковим дробом)</p>
Громада	Індикатор соціальної відповідальності (I_{SR})	$I_{SR} = \frac{CSR}{CRS_r},$ <p>CSR – витрати підприємства на імідж соціальної відповідальності; CRS_r – середні витрати на імідж соціальної відповідальності серед аналогічних підприємств</p>

*Показники задоволеності клієнтів можуть суттєво диференціюватися залежно від виду та сфери діяльності підприємства. У таблиці зазначено показники, що відповідають особливостям функціонування промислових підприємств та підприємств оптової торгівлі, які функціонують у сегменті В2В.

Джерело: [202].

Так, для оцінювання задоволеності фінансових інтересів власників серед можливих індикаторів пропонується застосувати показник *EVA*. На відміну від показників бухгалтерського прибутку або рентабельності, він враховує необхідність відшкодування витрат на залучення власного капіталу, а на відміну від показників вартості бізнесу або вартості для власників (оцінених шляхом дисконтування відповідних конфігурацій вільного грошового потоку для непублічних компаній) його можна оцінювати на різних часових горизонтах. Слід зазначити, що показник *EVA* певним чином віддзеркалює і здатність підприємства задовольняти інтереси кредиторів, адже додатне значення показника вказує на можливість покриття усіх фінансових витрат перед кредиторами за рахунок фінансових результатів діяльності. Показник *EVA* обрано, не дивлячись на переважну орієнтацію опитаних підприємств на чистий прибуток. Попередні емпіричні дослідження підтверджують недостатню обізнаність менеджерів підприємств України з цим інструментом управління та його обмежене запровадження у практику управління [114].

Для формалізації фінансових інтересів інших стейкхолдерів розроблено систему індикаторів. Так, захищеність інтересів фінансових кредиторів описується показниками вчасності й повноти виконання фінансових зобов'язань перед ними. Залежно від кількості кредиторів зазначені індекси можуть формуватися як інтегральні на основі оцінки індивідуальних показників по кожному кредитору. При дотриманні термінів та обсягів погашення фінансових зобов'язань перед кредиторами згідно з кредитними угодами індекси повноти погашення й дотримання строків погашення дорівнюватимуть одиниці, а при порушеннях – менше одиниці. Подібні індекси оцінюються як віддзеркалення фінансових інтересів постачальників ресурсів. При виборі цих індикаторів виходили з того, що рівень фінансових витрат та умови залучення кредитів, ціни закупівлі ресурсів та умови їхньої оплати є результатом переговорів і домовленостей, у процесі яких ринкові гравці діють раціонально з одного боку, відповідають поточній

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

ринковій кон'юнктурі – з іншого, а, отже, є справедливими і задовольняють обидві сторони контрактних відносин. Таким чином, фінансові інтереси кредиторів та постачальників задовольняються шляхом строгого виконання договірних умов.

Фінансові інтереси персоналу оцінюються відповідністю заробітної плати середньоринковому показнику за певною категорією персоналу. Оцінка показника може здійснюватися не лише у порівнянні із середньоринковим. Базою для порівняння може бути показник зарплати підприємств-конкурентів аналогічного масштабу, певного регіону тощо. Крім цього, важливими факторами задоволеності персоналу є наявність так званих «соціальних пакетів», дієвих систем преміювання, перспектив зростання. Звільнення персоналу унаслідок відсутності механізмів мотивації персоналу, можливості зростання потенційно призводять до витрат, пов'язаних з підбором, навчанням нових працівників. Тому індекси, що відображають плинність персоналу унаслідок відсутності таких механізмів показують потенційну можливість погіршення фінансових результатів унаслідок появи таких витрат.

Задоволеність клієнтів визначається якістю товарів/послуг, відповідністю цін якості та цінам на відповідному сегменті ринку. Проте, виходячи з припущення, що покупці діють раціонально, вважається, що рішення про покупку (укладання угоди про купівлю) ґрунтується на прийнятності параметрів «ціна-якість» для покупця. Таким чином, для покупця важливо вчасно отримати замовлення, мати вибір щодо механізму оплати товару (за фактом поставки, або у кредит) та мати можливість скористатися ціновим дисконтом (за дострокову оплату, велику партію тощо). Таким чином, індикатори, які характеризують такі можливості для клієнтів, віддзеркалюють можливість утримання клієнтів, здатність формувати портфель постійних клієнтів.

Фінансові інтереси держави є досить широкими: створення нових робочих місць та скорочення безробіття, ефект мультиплікатора за рахунок розвитку одного підприємства тощо.

Зазначені завдання вирішуються запровадженням певних державних політик та оцінюються на регіональному або макрорівні. Первинним зобов'язанням підприємства перед державою є сплата податків відповідно до чинного законодавства. Порушення податкового законодавства призводить до прямих фінансових втрат держави (зменшення дохідної частини бюджету) і підприємства – внаслідок штрафів, які сплачуються з чистого прибутку. Тому, коригування показника *EVA* на відповідний коректор дає можливість оцінити реальну економічно додану вартість за вирахуванням штрафів з прибутку.

Фінансові інтереси громади визначаються насамперед внеском підприємства у підтримання екологічних стандартів шляхом запровадження різноманітних очисних, енергозберігаючих систем тощо. Зазвичай необхідність такого запровадження регламентується законодавством (яке накладає певні зобов'язання на підприємство і унеможлиблює його діяльність у випадку відсутності таких систем), а з іншого боку – шляхом системи різноманітних стимулів (звільнення від оподаткування частини прибутку, субсидюванням інвестицій у запровадження таких систем тощо). Тому громадський інтерес пов'язаний з ініціативами підприємства щодо додаткового внеску у підтримання екологічної сталості, який може проявлятися у акціях щодо запровадження екологічної упаковки (наприклад, у магазинах), щодо благодійної висадки дерев, корпоративних заходів щодо прибирання, до яких може долучатися громада тощо. Такі акції набувають розголосу і одночасно слугують рекламою, підставою для створення позитивного іміджу, що є основою для формування соціального капіталу і його подальшої трансформації у монетарну форму. Аналогічний ефект мають заходи соціального характеру.

Окреслений перелік показників першого рівня піраміди інтегрується в один (*EVA* для стейкхолдерів – *EVA_S*):

$$EVA_S = EVA \cdot I_{Tax} \cdot I_{CRLF} \cdot I_{TR} \cdot I_{CR} \cdot I_T \cdot I_{DT} \cdot I_{PD} \cdot I_{CC} \times \\ \times I_S \cdot I_{st} \cdot I_{sp} \cdot I_{cg} \cdot I_{SR}. \quad (1.1)$$

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

Якщо $EVA_s > 0$, підприємство здатне генерувати вартість для усіх стейкхолдерів. Його можна розкласти на дві складові (a і b):

$$a = EVA_{as} = EVA \cdot I_{Tax}; \quad (1.2)$$

$$b = I_{CRLF} \cdot I_{TR} \cdot I_{CR} \cdot I_T \cdot I_{DT} \cdot I_{PD} \cdot I_{CC} \cdot I_S \cdot I_{st} \times \\ \times I_{sp} \cdot I_{cg} \cdot I_{SR}, \quad (1.3)$$

де a (EVA_{as}) – складова, яка відображає фактично отриману економічно додану вартість за досліджуваний період, що сформована при наявній системі відносин зі стейкхолдерами. При цьому базовий показник EVA коригується на індекс податкової дисципліни, тобто зменшує фактично отриману EVA на обсяг сплачених штрафів (які завжди сплачуються з прибутку) унаслідок порушення податкового законодавства. Складова b є умовним коефіцієнтом стійкості формування EVA за рахунок наявної мережі стейкхолдерів. Він не дозволяє оцінювати у монетарному вигляді суму зниження або зростання показника EVA , адже усі фінансові аспекти, пов'язані з операціями, що описують коефіцієнти, які інтегруються в індикатор b , уже враховані при обчисленні EVA . Він є індикатором потенційної можливості збереження, нарощення чи падіння EVA . Його значення на рівні 1 характеризує найвищий рівень стійкості і засвідчує потенційні можливості збереження або зростання показника EVA у перспективі саме за рахунок стійкості мережі стейкхолдерів. Таке значення є ознакою еквівалентного ресурсного обміну.

Коефіцієнт $b < 1$ вказує на порушення фінансових інтересів стейкхолдерів, тобто асиметричний ресурсний обмін на користь підприємства, що потенційно може провокувати зменшення EVA у перспективі. Адже, виходячи з раціональної поведінки ринкових гравців, постійне порушення контрактних відносин з боку підприємства, неконкурентні пропозиції щодо роботи персоналу тощо призводитимуть до спроб окремих стейкхолдерів «покинути мережу». І першими це будуть

робити найбільш конкурентоспроможні гравці, що погіршуватиме стан підприємства. Значення $b > 1$ вказує на асиметрію у ресурсному обміні не на користь підприємства, що де-факто могло зменшити *EVA* у досліджуваному періоді та провокувати її падіння у перспективі.

Вартість підприємства є складним показником і обумовлюється досить широким комплексом факторів: наскільки ефективно використовується сформований пул ресурсів, які політики управління застосовуються, наскільки ефективні та раціональні бізнес-процеси підприємства, чи відповідає стан політик та процесів умовам зовнішнього середовища. Саме тому для забезпечення комплексності пропонується доповнити систему індикаторів задоволеності стейкхолдерів показниками нижнього рівня піраміди, які характеризують стан підсистем «Ресурси» та «Процеси». Вони перебувають у складному взаємозв'язку із показниками верхнього рівня, оскільки з одного боку визначають можливості формування ефективної системи ресурсного обміну зі стейкхолдерами, а з іншого залежать від наявного рівня відносин з ними.

Важливою передумовою ефективного функціонування підприємства є достатність та раціональність структури сформованих ресурсів. При цьому стан підсистеми «Ресурси» є похідним від:

- а) налагодженої системи ресурсного обміну між стейкхолдерами;
- б) рівня ефективності бізнес-процесів на підприємстві.

Недостатність ресурсів, їхня нераціональна структура стримують темпи зростання підприємства, що при їхньому ефективному використанні призводить до формування нижчого обсягу *EVA*. Для характеристики стану ресурсів на основі формалізації виявлених проблем у формуванні ресурсів у процесі анкетування розроблено наступні показники:

1. Коефіцієнт достатності формування операційних необоротних активів (C_{onca}), який визначає повноту формування виробничої потужності підприємства:

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

$$C_{ONCA} = \frac{ONCA_a}{ONCA_t}, \quad (1.4)$$

де $ONCA_a$ – фактичний обсяг операційних необоротних активів;
 $ONCA_t$ – цільовий обсяг операційних необоротних активів.

2. Коефіцієнт достатності формування оборотних активів (C_{oca}), який показує достатність капіталу для фінансування приросту запасів, поточної дебіторської заборгованості для зростання обсягів діяльності, забезпечення необхідних стандартів ліквідності підприємства:

$$C_{oca} = \frac{OCA_a}{OCA_t}, \quad (1.5)$$

де OCA_a – фактичний обсяг оборотних активів;
 OCA_t – цільовий обсяг оборотних активів.

3. Індекс дотримання цільової структури капіталу (I_{tcs}), який визначає можливість підприємства залучати капітал без приросту витрат (за умови незапланованої емісії) за рахунок підтримання необхідної фінансової стійкості та кредитного рейтингу:

$$I_{TCS} = \frac{CFA_a}{CFA_t}, \quad (1.6)$$

де CFA_a – фактичний коефіцієнт фінансової автономії;
 CFA_t – цільовий коефіцієнт фінансової автономії.

4. Коефіцієнт укомплектованості штату персоналу (SR), який характеризує відповідність наявної чисельності персоналу, необхідний відповідно до обґрунтованого штатного розкладу. Неукомплектованість персоналу може бути причиною зниження потенційно можливого обсягу виробництва (обслу-

говування), неповного виконання окремих видів робіт з управління (дослідження ринку, складання управлінської звітності, роботи з дебіторами тощо):

$$SR = \frac{NS_a}{NS}, \quad (1.7)$$

де NS_a – наявна чисельність персоналу;

NS – необхідна чисельність персоналу відповідно до штатного розкладу.

Невідповідність цих показників одиниці вказує на нерациональність формування ресурсів: або їхню нестачу для розвитку, або надлишок, що призводить до утворення додаткових витрат.

Важливою складовою підприємства є підсистема «Процеси», адже їхня якість суттєво впливає на здатність мобілізувати внутрішні резерви покращання фінансових результатів діяльності за рахунок більш ефективного використання уже сформованих ресурсів – з одного боку, вчасно адаптуватися до умов зовнішнього середовища, бути більш привабливим для залучення нових та утримання наявних стейкхолдерів і, відповідно, ефективніше формувати ресурси. Підсистема «Процеси» є досить складною, оскільки включає цілу систему операцій, які безпосередньо пов'язані з ланцюгом формування вартості, обслуговуванням цього ланцюга та управління ним. Показники за цією підсистемою досить складно уніфікувати – з огляду на те, що вони визначаються сферою та індивідуальними особливостями окремого підприємства. Прикладом таких показників вищого рівня, які узагальнюють результати управління процесами для промислового підприємства, що працює у сегменті B2B, можуть бути наступні:

1. Індекс продуктивності праці персоналу (I_{sp}), який показує досягнення цільової продуктивності, що є непрямим індикатором досягнення цільових обсягів діяльності за рахунок налагодження ефективної системи процесів:

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

$$I_{sp} = \frac{P_a}{P_t}, \quad (1.8)$$

де P_a – фактична продуктивність праці;
 P_t – цільова продуктивність праці.

2. Індекс браку (I_d), який характеризує рівень дотримання мінімально-припустимого браку у виробництві і віддзеркалює втрату доходів підприємства унаслідок недотримання стандартів виробництва:

$$I_d = \frac{D_a}{D_t}, \quad (1.9)$$

де D_a – фактичний відсоток бракованої продукції;
 D_t – мінімально-припустимий (цільовий) відсоток бракованої продукції.

3. Індекс якості обслуговування (I_{qs}), базою оцінки якого є опитування покупців:

$$I_{qs} = \frac{QS_a}{QS_t}, \quad (1.10)$$

де QS_a – фактична якість обслуговування, яка визначається відсотком позитивної оцінки клієнтами роботи підприємства до числа опитаних;
 QS_t – цільова якість обслуговування.

Невідповідність цих показників одиниці вказує на недостатню ефективність бізнес-процесів. Виявлення такої невідповідності у процесі аналізу є основою для пошуку «слабких місць» в організації процесів та шляхів їхнього усунення.

Однією з проблем запровадження стейкхолдерського підходу у практику управління є неможливість формалізації цільового вектора управління через єдиний фінансовий показник, з огляду на значну кількість стейкхолдерів, інтереси яких

неможливо описати одним показником. Цю проблему можна подолати шляхом уведення низки обмежень при необхідності максимізації одного фінансового показника. Таким чином, цільова функція підприємства може бути описана наступним чином:

$$EVA \rightarrow \max. \quad (1.11)$$

$$\left\{ \begin{array}{l} FL_r = FL_c \\ TR_a = TR_c \\ L_r = L_c \\ T_A = T_c \\ T_{DA} = T_{DC} \\ S_a = S_r \\ t = 0 \\ CSR = CRS_r \\ PDS_{st} = 0 \\ PDS_{sp} = 0 \\ PDS_{cg} = 0 \\ ONCA_a = ONCA_t \\ OCA_a = OCA_t \\ CFA_a = CFA_t \\ NS_a = NS \\ P_a = P_t \\ D_a \leq D_t \\ QS_a \geq QS_t \end{array} \right. \quad (1.12)$$

Так, виходячи з тези, що підприємство є «підприємством суспільства», тобто створює довготривалі цінності для багатьох стейкхолдерів, задоволення інтересів окремих стейкхолдерів можливе лише за умови стійкого ефективного розвитку підприємства. Показник *EVA* показує, яка частина економічного прибутку після задоволення фінансових інтересів інвес-

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

торів може реінвестовуватися у розвиток підприємства. Тому її максимізація за певних обмежень, що описують необхідність дотримання інтересів інших зацікавлених сторін, є прийнятною моделлю для планування діяльності підприємства.

Зазначена модель дозволяє обирати стейкхолдерів, ресурсний обмін з якими забезпечить максимізацію *EVA* у межах визначених обмежень.

Описана система показників може формуватися у матрицю *SRPR*-індикаторів (рис. 1.3).

Стейкхолдери	Показники за підсистемою «Результати»	Показники за підсистемою «Ресурси»	Показники за підсистемою «Процеси»	Програма удосконалення відносин зі стейкхолдерами та процесів
Власники				
Кредитори				
Постачальники				
Клієнти (покупці)				
Персонал				
Держава				
Суспільство				

Рис. 1.3. Матриця SRPR-індикаторів

Джерело: [202].

Зазначена матриця окреслює необхідні цільові стандарти щодо забезпечення фінансових інтересів стейкхолдерів, стан ресурсів, якого хоче досягти підприємство за результатами ресурсного обміну зі стейкхолдерами, стан та якість процесів, необхідних для формування цільових параметрів ефективності функціонування мережі стейкхолдерів. «Поле показників» матриці знаходить конкретизацію у системі фінансових планів та бюджетів, системі *KPI* для окремих підрозділів і працівників, яка є основою побудови системи мотивації праці персоналу – з одного боку, а з іншого є основою для формування програм удосконалення процесів і розвитку відносин зі стейкхолдерами. Тобто, запропонована система виступає не

тільки інструментом оцінки ефективності, а й інструментом планування, «трансляції» стратегії для усіх категорій персоналу, інструментом мотивації праці та драйвером ініціатив з удосконалення процесів.

1.3. Вартісно-орієнтоване управління корпоративними фінансами

Проблема достовірної оцінки ефективності й успішності діяльності підприємства залишається актуальною протягом усього періоду розвитку ринкових відносин в Україні. Удосконалення фінансових методів та інструментів, способів управління фінансовими відносинами вимагає адаптації традиційних підходів до оцінки ефективності діяльності суб'єктів корпоративного сектора економіки.

У зв'язку з цим особливу популярність наприкінці ХХ ст. набула концепція управління компаніями, яка дістала назву Value based management (*VBM*), що найчастіше перекладається як вартісно-орієнтоване управління. *VBM* визначають як підхід до управління компанією, згідно з яким головною метою управління є максимізація добробуту акціонерів у довгостроковій перспективі.

Передумовою виникнення концепції управління, заснованого на вартості, стала критика традиційних фінансових показників, джерелом визначення яких є система фінансового обліку і звітності у зарубіжній економічній літературі. Перш за все, предметом критики є ретроспективний характер переважної більшості показників, що зменшує їхню цінність для прийняття ефективних управлінських рішень, а також невисока кореляція фінансової звітності у традиційних фінансових показників з динамікою ринкового курсу акцій.

Виникнення концепції вартісно-орієнтованого управління на початку 90-х років ХХ століття було зумовлене розвитком

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

світових ринків капіталу, удосконалення форм і методів залучення фінансових ресурсів, а також посилення конкурентної боротьби на усіх сегментах споживчих ринків, що потребувало підвищення уваги до ефективності використання фінансових ресурсів. Ці процеси, у свою чергу, спричинили появу нових орієнтирів в управлінні компаніями.

Так, у 60–70-х роках ХХ ст. акцент робився на екстенсивному розвитку бізнесу шляхом посилення присутності компанії на ринку (через збільшення її ринкової частки). У 80-ті роки зусилля менеджерів були спрямовані на максимізацію прибутку. У цей період виникли нові концепції менеджменту та управлінського обліку, націлені на покращання показників прибутковості перш за все за рахунок стримування і скорочення витрат. У 90-х роках з появою *IBM* у якості цільової функції суб'єкта підприємництва відбувається зростання його вартості. На початку ХХІ ст. наступає новий етап розвитку *IBM* – холістичне (усебічне) управління вартістю [40].

Перші спроби дослідження *IBM* вченими пострадянського простору призвели до виникнення суперечок у трактуванні цього терміна, зумовлені некоректним перекладом аббревіатури *IBM*. Так, у літературі *IBM* часто трактують як «управління вартістю компаній», що викривляє сутність цієї концепції, оскільки міняє місцями керуючий об'єкт з об'єктом, яким керують. Економічний зміст концепції *IBM* полягає у тому, що об'єктом управління не є вартість компанії, а, навпаки, оцінка вартості є основою для управління компанією. Тобто *IBM* має визначатися як підхід до управління компанією, згідно з яким головною метою підприємства є максимізація добробуту акціонерів у довгостроковій перспективі. При цьому завдання й цілі фірми, її стратегія, організаційна структура, бізнес-процеси, системи оцінки результатів діяльності і системи винагороди працівників визначаються з точки зору відповідності головній меті – максимізації добробуту акціонерів.

Основне завдання *IBM* – вибудувати систему управління, яка дозволяла б досягати поставленої мети – максимізації вартості компанії. В основу вартісно-орієнтованого управління покладено наступні положення. Для того, щоб досягти максимізації вартості, необхідно:

- по-перше, зрозуміти, які критерії ведуть до досягнення мети (чим необхідно управляти);
- по-друге, навчитися вимірювати і результат, і фактори, що спричиняють отримання цього результату;
- по-третє, «прищепити» менеджерам вартісне мислення – розуміння того, що усі дії мають бути спрямовані на зростання вартості компанії;
- по-четверте, залучити усіх співробітників, а не тільки керівництво, до досягнення загальної мети.

Теоретичним підґрунтям концепції *IBM* став один з напрямів неоінституційної теорії фінансування – теорія агентських відносин, предметом дослідження якої є форми коопераційних зв'язків між окремими економічними суб'єктами, які прагнуть якомога краще реалізувати власні інтереси. Згідно з теорією агентських відносин, проблема полягає у тому, що, досягаючи своїх цілей, одні групи інтересів вступають у протиріччя з іншими групами. Діючі економічні суб'єкти вважаються агентами (наприклад, менеджерами), а суб'єкти, досягнення цілей яких безпосередньо залежить від вказаної діяльності – принципалами (наприклад, власниками). Головною метою неоінституційної теорії є узгодження фінансових відносин між агентами і принципалами таким чином, щоб забезпечити баланс інтересів як принципала, так і агента.

Подальший розвиток теорії агентських відносин вилився у концепцію максимізації ринкової вартості (концепція *SVK*), викладену у працях Альфреда Раппапорта, згідно з якими діяльність менеджменту підприємства у цілому і фінансового менеджменту зокрема оцінюється за критерієм максимізації капіталу, який належить власникам.

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

Відповідно до концепції *SVK*, перед менеджментом підприємства постають наступні завдання:

– необхідність ведення конкуренції за власників корпоративних прав, тобто за потенційних капіталодавців, готових вкласти кошти у власний капітал підприємства (тобто виникає необхідність реалізації ефективної маркетингової політики на ринку капіталів);

– встановлення обов'язкового рівня мінімальних дивідендних виплат власникам корпоративних прав, які мають бути не меншими, ніж їхній середній рівень на ринку капіталів. Це вимагає отримання й оприлюднення позитивних фінансових результатів та застосування відповідних моделей дивідендної політики [122].

У працях Беннетта Стюарта також була здійснена спроба переосмислення основної ролі найманих менеджерів фірми, яка полягає у створенні і збільшенні вартості компанії в інтересах її власників. Визнання цієї мети означає необхідність перегляду корпоративних і стратегічних орієнтирів, а також інструментарію оцінки ефективності використання обмежених ресурсів, що знаходяться у розпорядженні компанії [40].

Крім цього, концепція вартісно-орієнтованого управління тісно пов'язана із кларксонівськими принципами, які регламентують відносини між найманим менеджментом компанії та власниками корпоративних прав у процесі прийняття рішень. Ці принципи були розроблені під час чотирьох конференцій, що проводилися у 90-ті роки минулого століття дослідницьким центром Clarkson Centre for Business Ethics & Board Effectiveness. Вони характеризують комунікаційний і організаційний аспекти відносин агент-принципал. У 2006 році один з найвагоміших теоретиків фінансового блоку *IBM* А. Раппапорт опублікував працю «Ten ways to create shareholders value», у якій виклав 10 принципів забезпечення зростання вартості [121]. Зазначені принципи характеризують фінансовий аспект взаємодії агент-принципал із цільовим орієнтиром, спрямованим на зростання вартості. У таблиці 1.4 наведено порівняльну характеристику кларксонівських принципів та принципів А. Раппапорта.

Таблиця 1.4

Порівняння принципів зростання вартості з принципами взаємодії менеджерів з акціонерами

Номер принципу	Кларксонівські принципи	Принципи А. Раппапорта
1	Менеджери мають визнавати й активно відстежувати інтереси усіх законних зацікавлених сторін (стейкхолдерів) і точно враховувати ці інтереси у процесі прийняття рішень та в економічному житті компанії	Інвесторам варто критично ставитися до прогнозів прибутку і не варто ними захоплюватися, адже показники прибутку не дають інформації щодо створеної вартості; якщо рентабельність інвестицій є меншою за ціну капіталу, вартість підприємства руйнується; заради забезпечення цільового прибутку менеджери часто скасовують реалізацію інвестиційних проектів, які б призвели до зростання ринкової вартості підприємства тощо
2	Менеджери мають прислухатися й активно спілкуватися зі стейкхолдерами з приводу усіх питань, що стосуються інтересів останніх, вкладів, ризиків, пов'язаних з діяльністю компанії	Менеджерам варто орієнтуватися на величину прогнозованих грошових потоків при прийнятті фінансових рішень
3	Менеджери повинні приймати процеси і моделі поведінки, які зачіпають інтереси кожної групи стейкхолдерів	Менеджерам слід інвестувати кошти у майбутнє, тобто вкладати гроші у розширення, а не концентруватися на операційній діяльності

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

Продовження табл. 1.4

Номер прин- ципу	Кларксонівські принципи	Принципи А. Раппапорта
4	Менеджери мають визнавати взаємозалежність зусиль і винагороди усіх стейкхолдерів і прагнути чесного розподілу між ними благ та обов'язків, пов'язаних з корпоративною діяльністю, беручи до уваги усі ризики і слабкі місця	Менеджерам варто періодично оцінювати вартість компанії та її підрозділів і залишати лише ті активи, використання яких призводить до зростання вартості
5	Менеджери повинні працювати у співробітництві з іншими організаціями, як приватними, так і громадськими, для мінімізації й компенсації ризиків і збитків, пов'язаних з корпоративною діяльністю	Якщо у компанії відсутні можливості зростання вартості, варто розглянути питання повернення інвестованих коштів акціонерам
6	Менеджери повинні уникати діяльності, яка може загрожувати правам людини і викликати ризики, що були б неприйнятними для капіталодавців та інших стейкхолдерів	Компанія може повністю використовувати потенціал зростання вартості лише у випадку матеріальної винагороди менеджменту за довгострокові успіхи
7	Менеджери мають визнавати наявність потенційного конфлікту між їхньою власною роллю та юридичною і моральною відповідальністю за інтереси інших стейкхолдерів. Вони повинні переводити цей конфлікт у формат активної комунікації, відповідної звітності, системи матеріального стимулювання і, у випадку необхідності, аналізу з боку третіх осіб [34]	Систему мотивації для менеджерів середньої ланки варто прив'язувати не до ринкових показників підприємства, а до ефективності діяльності підпорядкованих структурних підрозділів, наприклад, показників доданої вартості <i>EVA, SVA, CVA, MVA</i>

Закінчення табл. 1.4

Номер прин- ципу	Кларксонівські принципи	Принципи А. Раппапорта
8		Для стимулювання персоналу компанії працювати задля зростання добробуту акціонерів, варто розробити систему <i>KPI</i> , а також створювати додаткові матеріальні і нематеріальні стимули
9		Ризики топ-менеджерів та акціонерів мають бути однаковими. Задля урівноваження ризиків агент-принципал варто впроваджувати інструменти урівноваження ризиків, наприклад, надання менеджерам певної долі у компанії
10		Необхідно проводити ефективну комунікаційну кампанію з її інвесторами

Джерело: сформовано автором на основі [34, 120–122, 157].

З таблиці 1.4 випливає, що кларксонівські принципи характеризують головним чином організаційно-комунікаційну сторону взаємовідносин агент-принципал, тоді як принципи А. Раппапорта підкреслюють фінансовий аспект цих відносин і дають конкретні рекомендації щодо фінансових методів та інструментів узгодження конфлікту агент-принципал.

Таким чином, можна зробити висновок, що об'єктивними причинами виникнення теорії менеджменту, зорієнтованого на зростання вартості, є наявність перманентного конфлікту інтересів між різними групами зацікавлених осіб, перш за все між тими, хто надає капітал у розпорядження (капіталодавцями) і тими, хто здійснює управління капіталом (менеджерами).

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

Отже, потреба у *VBM* виникає з тієї причини, що різні стейкхолдери (акціонери, співробітники, постачальники, клієнти) переслідують у бізнесі різні цілі. Найманий менеджмент, винагорода якого часто пов'язується з розміром річного прибутку, може бути зацікавленим у проєктах, що дозволяють швидко заробити великі прибутки, хоча у середньостроковій і довгостроковій перспективі їхня фінансова ефективність може виявитися сумнівною. А акціонер прагне володіти бізнесом, вартість якого з кожним роком має тільки зростати.

Для уточнення сутності концепції *VBM*, розглянемо дослідження, проведене вченим з університету Гент та Католицького університету у Левені А. Амеелем, В. Брюггеманом та Г. Шайперсом [157], де пропонується три способи інтерпретації *VBM* (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Основні підходи до сутності *VBM*

Ключовий концепт	Автори	Визначення
Акцент на результативності <i>VBM</i>	Simms, 2001; Ronte, 1999; Marsh, 1999; Condon and Goldstein, 1998; Christopher and Ryals, 1999; Bannister and Jesuthasan, 1997; Armitage and Fog, 1996	Вартісно-орієнтоване управління – це новий спосіб управління, спрямований на створення реальної вартості, а не паперового прибутку. Реальна вартість створюється, коли компанія генерує прибуток, який повністю компенсує інвесторам сукупні витрати, пов'язані з інвестиціями, плюс премію, яка перевищує додатково понесений ризик (Christopher and Ryals, 1999)

Закінчення табл. 1.5

Ключовий концепт	Автори	Визначення
Фокус на поєднанні процесу і результату	Mc Taggart et al., 1994; (Black et al., 1998); (Arnold, 1998); (KPMG Consulting, 1999); Martin and Petty, 2000; Leahy, 2000	Вартісно-орієнтоване управління – це поєднання переконань, принципів та процесів, які ефективно озброюють компанію для досягнення успіху у боротьбі з конкуренцією ззовні та інституційним імперативом із середини. Ці переконання, принципи й процеси лежать в основі системного підходу до досягнення керівних цілей компанії (Mc Taggart et al., 1994)
Фокус лише на процесі	Boulos, Haspeslagh and Noda, 2001	Вартісно-орієнтоване управління – це цілісний підхід до управління, який охоплює переосмислені цілі, оновлені структури й системи, оновлені стратегічні та операційні процеси й оновлену практику використання людських ресурсів. Вартісно-орієнтоване управління – це не швидкі зміни підходів, а шлях, що вимагає наполегливості та відданості
Визначення вхідних параметрів, процесів та результатів вартісно-орієнтованого управління	Institute of management accountants, 1997	Підхід до управління, за допомогою якого загальні прагнення компанії, аналітичні методи й процеси управління узгоджуються, щоб допомогти компанії максимізувати свою цінність, зосередивши ухвалення управлінських рішень на ключові драйвери вартості акціонерів

Джерело: сформовано автором на основі [157].

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

Отже, виходячи з таблиці 1.5, можна зробити висновок, що коректне визначення *VBM* має містити вхідні дані, опис процесу управління, у тому числі й фінансового, та результати впровадження *VBM*. Загалом, автори виділили специфічні риси вартісно-орієнтованого управління (рис. 1.4).

Менеджмент	<ul style="list-style-type: none">• <i>VBM</i> – це інструмент управління, система управління; апарат, який використовується для інтеграції ресурсів та завдань для досягнення поставлених організаційних цілей (Merchant, 1998)
Підхід	<ul style="list-style-type: none">• <i>VBM</i> – це прописаний і зазвичай повторюваний спосіб здійснення діяльності або набору заходів, які поширюють її цінності по всій організації. Це надійний дисциплінований процес, який має бути безперечним в основі усіх бізнес-рішень. (Morrin and Jarell, 2001)
Максимізація акціонерної вартості	<ul style="list-style-type: none">• Метою <i>VBM</i> є створення якомога більше «чистого капіталу» (net worth). Іншими словами: розподілити дані ресурси на найцінніші інвестиції. Максимізація також передбачає перспективне бачення, засноване на очікуваних результатах

Рис. 1.4. Особливості *VBM*

Джерело: сформовано автором на основі [157, с. 8–9].

Наслідком переходу до *VBM* є трансформація системи показників компанії, що застосовується для оцінки й аналізу результатів її діяльності. На думку вчених [119, с. 18], відмінною рисою нової, «фінансової», моделі управління, яка заміщує традиційну «бухгалтерську» модель і відповідає завданням *VBM*, є використання не бухгалтерських принципів збирання та обробки інформації й аналізу, не статичних облікових трактувань ресурсів, що використовуються, а гнучке бачення подій, які відбуваються у світі, сценарійність мислення й методів аналізу, врахування альтернатив.

Фінансова модель управління передбачає визнання важливості обліку та аналізу впливу наступних ключових показників у процесі прийняття управлінських рішень:

- величина очікуваних грошових потоків, які будуть генеровані наявними і майбутніми активами компанії;

- часу виникнення цих потоків;
- рівня ризику, властивого інвестиціям даної компанії, що забезпечує створення цих потоків.

За даними зарубіжних консалтингових компаній [34], на підприємствах, які не практикують вартісно-орієнтоване управління, вартість акцій формує лише 30–40% капіталу, тоді як до 50% ніяк не впливає на вартість компанії, а 20–25% – взагалі здійснює негативний вплив на вартість. Тобто таке підприємство, як правило, є недооціненим, а, отже, акціонери мають втрачені можливості отримання додаткових прибутків. Натомість, компанії, що використовують *ВМ*, приносять своїм акціонерам дохід, який на 3,1% перевищує середні показники по галузі. Це перевищення хоча і є незначним, але якщо йдеться про акції великого підприємства, то навіть десята частина відсотка може бути еквівалентом мільйонів доларів. Крім того, за статистикою, компанії, що використовують на практиці управління концепцію вартісно-орієнтованого управління, перевиконують заплановані фінансові показники у середньому на 8,25% за рік.

В Україні питання вартісного підходу в економіці і фінансах розпочали досліджувати наступні автори: І. Бланк, В. Суторміна, О. Терещенко, А. Мендрул, Є. Мішенін, І. Івасів, О. Мозенков, В. Шевчук, Л. Чернобай, Т. Момот та інші. Ці дослідження створили підґрунтя для докладного вивчення теорії, методології і практики вартісного підходу. Але багато питань, пов'язаних з теоретичними аспектами і практичними методиками визначення показників системи *ВМ* потребують подальших досліджень.

Наразі концепція управління підприємством, заснована на зростанні його ринкової вартості, що є пріоритетною ціллю, набуває розповсюдження в Україні як одна з найбільш ефективних концепцій менеджменту. Численні наукові праці зарубіжних та українських вчених, присвячені проблемним питанням вартісно-орієнтованого менеджменту, а також аналітичні дані щодо результатів його впровадження у провідних компаніях світу доводять надзвичайну актуальність даної теми.

Однією з передумов успішного застосування *VBM* є наявність чітких кількісних показників-індикаторів, пов'язаних зі створенням вартості, а також кількісна ідентифікація факторів створення вартості з виявленням ключових параметрів [54, с. 26].

На думку І.О. Бланка, концепція максимізації ринкової вартості підприємства має наступні особливості, які відрізняють її від інших моделей визначення головної мети підприємства за рахунок наявності певних переваг:

- вона визначає власників як головних суб'єктів у системі економічних відносин, пов'язаних з діяльністю підприємства, гармонізує їхні економічні, включаючи фінансові, інтереси, а також поточні і перспективні цілі розвитку;
- інтегрує основні цілі й задачі ефективного функціонування різних служб та підрозділів підприємства у вигляді місії;
- критерій зростання ринкової вартості підприємства має більш широкий спектр і більш глибокий потенціал росту порівняно з іншими цільовими критеріями;
- забезпечує можливість оцінки більш віддаленої перспективи функціонування підприємства порівняно з іншими моделями;
- реалізує найбільш повну інформацію щодо функціонування підприємства порівняно з іншими моделями;
- повністю відображає увесь спектр фінансових відносин та основних фінансових рішень підприємства;
- є найбільш усеосяжним критерієм ефективності використання капіталу підприємства;
- моніторинг ринкової вартості підприємства слугує одним з найбільш ефективних засобів контролю інвесторів за діями менеджерів [11].

На думку фахівців Бостонської консультативної групи існує три головні умови зростання вартості підприємства:

- прибуток компанії має зростати, а рентабельність її діяльності має перевищувати середню вартість залученого капіталу;

- необхідно, щоб компанія була здатна обрати найбільш вигідні і перспективні сфери бізнесу та інвестувати у них свої кошти, а діяльність у менш вигідних сферах потрібно припиняти;
- компанія має постійно нарощувати обсяги інвестицій, а для цього необхідно виконувати і першу, і другу умову [54, с. 84].

Але управління вартістю означає управління системою факторів її створення, тобто для максимізації цільового вартісного показника необхідно забезпечити оптимальний рівень показників, що утворюють ринкову вартість. Вибір цільового вартісного показника може певним чином абстрагуватися від впливу галузевих особливостей, але визначення ключових факторів утворення вартості має базуватися на врахуванні стану і специфіки функціонування галузі економіки.

Відповідно до сутності концепції *IBM*, побудова системи інформаційного забезпечення, оцінки і моніторингу важелів управління підприємством має базуватися на визначенні впливу факторів на результативний вартісний показник.

Важливою перевагою вартісно-орієнтованого управління є те, що цей підхід дозволяє ліквідувати прірву між операційними і фінансовими показниками, а також між фінансовою й операційною складовою управління бізнесом. Це стає можливим завдяки виявленню і ретельному структуруванню системи ключових факторів вартості, за допомогою яких здійснюється управління бізнесом.

У зарубіжній літературі до найважливіших факторів, що утворюють вартість на підприємстві, найчастіше відносять [54, 115, 164]: обсяги реалізації, собівартість, співвідношення постійних і змінних витрат, валову маржу, наявність власних оборотних коштів, стан основних засобів – ці фактори створюють вартість на рівні операційної та інвестиційної діяльності; структуру капіталу, вартість залучення капіталу – ці фактори впливають на вартість з боку фінансової діяльності і мають назву драйверів вартості (*valuedrivers*). Вони формують

ринкову вартість, яка визначається за дисконтованими грошовими потоками. Також на операційному рівні виділяють такі фактори впливу на вартість як асортимент продукції, що виготовляється; ціноутворення; вибір ринків збуту; реклама; система збуту; якість обслуговування клієнтів. Ступінь управлінського впливу на вказані фактори має визначатися конкретними стратегіями розвитку підприємства.

Для побудови цілісної системи управління фінансами та управління взагалі, заснованого на вартості, з драйверів вартості будуються факторні моделі, або так звані дерева драйверів вартості (*valuedriverstree*), які сходяться до одного вартісного показника, котрий визначається менеджерами як основний вартісний показник.

Основною умовою створення ринкової вартості підприємством є перевищення рентабельності інвестованого капіталу над вартістю цього капіталу. Ця теза підтверджується основними теоріями і методами, що застосовуються для оцінки ринкової вартості бізнесу. Серед них: теорія капіталізації доходу (*Capitalization of Income method*), модель приведених грошових потоків (*Discounted Cash Flows Model*), модель економічного прибутку (*Residual Income model*) [57, с. 155].

Вибір факторів (драйверів) вартості також має базуватися на науково обґрунтованих принципах, запропонованих у роботі Т. Копуленда зі співавторами [54, с. 115–117]:

- драйвери вартості мають бути безпосередньо пов'язані з процесом формування вартості, забезпечувати баланс інтересів усіх стейкхолдерів, і з потрібною деталізацією доводитися до усіх рівнів управління компанією;
- при встановленні цільових нормативів та оцінці результатів діяльності компанії фактори вартості слід інтерпретувати за допомогою як фінансових, так і нефінансових показників;
- драйвери вартості мають бути безпосередньо пов'язані зі стратегією управління вартістю підприємства.

Проте для побудови дерева драйверів вартості використовують не показники вартості усього бізнесу, а показники

доданої вартості, які характеризують процес створення або руйнування вартості усередині підприємства. Деякі з них за своєю економічною природою дещо подібні до показників прибутку підприємства.

Наразі існує близько десяти основних цільових показників (моделей) оцінки вартості підприємства, що базуються на показниках доданої вартості (*EVA*, *RI*, *MVA*, *SVA*, *CVA*, *ROI*, *CFROI*, *TSR* тощо). Кожен із цих показників має, у свою чергу, декілька модифікацій. Критерії відбору вартісного показника у якості цільового індикатора залежать від якості побудови системи управлінської звітності на підприємстві, а також визначаються ступенем інтеграції з фінансовим ринком та рівнем взаємовідносин агент-принципал [4]. Так, у вартісно-орієнтованому управлінні використовуються наступні моделі доданої вартості:

– *MVA* (Market Value Added) – ринкова додана вартість. Визначається як різниця між ринковою вартістю фірми і вартістю інвестованого у неї капіталу;

– *SVA* (Shareholder Value Added) – акціонерна додана вартість. Різниця між розрахунковою і балансовою вартістю акціонерного капіталу;

– *MCVA* (Modified Cash Value Added) – модифікована додана вартість грошового потоку. Модифікація полягає у зміні алгоритму розрахунку майбутнього грошового потоку шляхом модифікації врахування очікувань у даному показникові;

– *CVA* (Cash Value Added) – додана вартість грошового потоку. Модель поєднує оцінку вартості компанії на *ex ante* основі з *ex post* оцінкою роботи менеджменту компанії. Логіка *CVA* базується на співвідношенні операційного грошового потоку компанії з інвестованими платежами, що є аналогом економічної амортизації інвестицій;

– *CFROI* (Cash Flow Return on Investments) – дохідність інвестицій на основі грошового потоку. Визначається шляхом скоригованого на інфляцію грошового потоку від операційної діяльності до скоригованого на інфляцію розміру інвестицій;

– *EVA* (Economic Value Added) – економічна додана вартість. Розраховується як різниця між прибутком від операційної діяльності підприємства за мінусом податків і величиною платні за інвестований у підприємство капітал.

Кожна модель за основу бере розрахунок певного показника, який виступає критерієм ефективності діяльності компанії. Вибір у якості цільового критерію управління тієї чи іншої моделі залежить значним чином від специфіки бізнесу, капіталоємності виробництва, ситуації у галузі та інших чинників.

Останніми роками увага українських вчених [34, 38, 74, 151] більше зосереджена на показнику економічної доданої вартості (*EVA*), який є найбільш поширеним у сучасній зарубіжній практиці фінансового менеджменту. Причиною цього, мабуть, є те, що розрахунок цього показника не прив'язаний до індикаторів фондового ринку (якщо не брати до уваги ціну дискусійного питання щодо ціни власного капіталу), тому у спрощеному варіанті його нескладно розрахувати для українських компаній. Але широке застосування показника *EVA* в Україні вимагає адаптації звітної фінансової інформації вітчизняних компаній до тієї методології розрахунку, що використовується за кордоном.

Українськими вченими [27] шляхом анкетування було проведене дослідження по ідентифікації факторів впливу на вартість промислових підприємств. За результатами опитування основні фактори впливу на вартість авторами було класифіковано на три групи:

- капітал (фінансовий, матеріальний та інтелектуальний);
- потенціал (виробничий, фінансовий, комунікаційний);
- ринкові чинники: макроекономічне середовище, промислова політика держави, фондовий ринок, стан галузі, інтенсивність нововведень та конкуренція.

Потрібно зазначити, що корпоративні конфлікти є одним із центральних питань науки корпоративного управління. Принципи корпоративного управління в Україні були затверджені Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України у грудні 2003 року після більш ніж річної

роботи групи експертів, яка розробляла цей документ. Принципи враховують світовий досвід й містять багато прогресивних і нових концепцій, що не прописані у законодавстві. Акціонерні товариства можуть закріпити добровільні рекомендації Принципів у своїх внутрішніх положеннях, надавши їм статусу обов'язкових. Таким чином, на українських підприємствах уже створене підґрунтя не тільки для врегулювання складних корпоративних конфліктів, а й для впровадження управління, заснованого на зростанні вартості.

Необхідно додати, що удосконалення правового поля також створює позитивні умови для поширення вартісно-орієнтованого управління. Так, прийняття у 2008 році Закону України «Про акціонерні товариства» і подальше його удосконалення відповідно до євроінтеграційних норм дозволило врегулювати суттєві проблемні питання корпоративних взаємовідносин, що має сприяти вибору нових ефективних концепцій менеджменту.

Наступним аргументом на користь впровадження *IBM* є наявність значної невідповідності між вартістю активів підприємства, що відображається у балансі, і ринковою вартістю, тобто вартістю, яку готові заплатити за підприємство потенційні власники. Збільшення розриву між вартістю у балансі і ринковою вартістю можна пояснити наступними ключовими факторами:

– використанням так званого «прихованого» самофінансування як джерела фінансування діяльності підприємства, тобто приховування прибутків з метою мінімізації оподаткування і надання у звітності недостовірної інформації – як стосовно фінансових результатів діяльності підприємства, так і стосовно майнового й фінансового стану;

– зростанням ролі нематеріальних активів (інтелектуального капіталу, репутації тощо). Також виникає необхідність врахування «тіньових» активів (гарні відносини з постачальниками, клієнтами, можливість використання ресурсів впливу тощо), які також можна оцінювати в якості еквівалентів капіталу.

Однак процес виявлення факторів вартості викликає певні складності. В останні десятиліття істотно розширився розрив між вартістю підприємств, зафіксованою у фінансовій звітності, та оцінкою цієї вартості з боку інвесторів. Дослідження американських компаній показало, що близько 40% ринкової вартості не знаходить відображення у звітності – інвестори платять не за поточні активи і не за прибуток поточних періодів, а за можливості створеної системи генерувати грошовий потік і прибуток у майбутньому. Цей самий процес спостерігається й нині на українському ринку.

Таким чином, основою ринкової оцінки компаній стають не тільки матеріальні фактори, а й інтелектуальний капітал, породжений людськими знаннями. У сучасному світі саме знання й навички забезпечують відмінність однієї компанії від іншої тим, що дають компанії можливість довгострокового розвитку й придбання довгострокових конкурентних переваг. У підсумку, саме вартість інтелектуального капіталу дозволяє власникам бізнесу продавати його за ціною, що значно перевищує вартість матеріальних ресурсів. Інтелектуальний капітал, втілений у самих працівниках компанії або в їхніх колективах, і є сукупністю знань, кваліфікації, новаторства кожного зі співробітників компанії, системою цінностей, культурою й філософією компанії, які не можуть бути скопійовані або відтворені в іншій організації. Це докорінно відрізняє сучасну ситуацію від існуючої в умовах індустріального суспільства.

Отже, при визначенні ключових факторів вартості необхідно враховувати не тільки традиційні параметри, такі як витрати, доходи, капітальні вкладення тощо. Їх можна значно підсилити, включивши параметри, які впливають на інтелектуальний капітал, що забезпечує більшу частку вартості компанії.

Особливу увагу необхідно приділити показникам, які будуть використовуватися для оцінки ефективності діяльності компанії. Зауважимо, що вибір певного показника серед групи існуючих показників, які застосовуються у вартісному підході, буде впливати як на стратегію управління фінансами

підприємства, так і на систему фінансового менеджменту у цілому. Якщо у традиційних системах управління ключовими критеріями ефективності є показники рентабельності, то управління, засноване на зростанні вартості, оперує іншими моделями, котрі мають суттєві відмінності від традиційних показників рентабельності.

Вважається, що для подальшого поширення вартісного підходу в управлінні необхідне проведення системних досліджень усіх фінансових моделей концепції *ВМ* і приведення їх у відповідність до українських реалій.

Крім того, суттєвого удосконалення потребують і сучасні методи оцінки безпосередньо вартості підприємства, особливо ті, що засновані на доходному і ринковому підходах, та можливості їхнього застосування в українських умовах.

Впровадження *ВМ* на українських підприємствах можливе двома шляхами:

- «шоковий», який передбачає впровадження концепції *ВМ* одразу у всій компанії одночасно;
- поступовий, котрий передбачає впровадження так званого «пілотного проекту» в одному з підрозділів, що дозволяє отримати необхідний досвід і переконати решту зацікавлених сторін на користь *ВМ*.

Видається, що приблизний термін переходу на *ВМ* становить один рік. Ключовим моментом у процесі переходу до *ВМ* є створення системи показників, яка дозволяє судити про зміни вартості компанії. Ці показники мають бути інтегровані у систему фінансової звітності, а також у систему фінансового планування й бюджетування.

Зауважимо, що впровадження *ВМ* має певні обмеження, пов'язані з галузевими особливостями підприємств. Так, для капіталоемних виробничих галузей більше підходить модель *CFROI*. У сфері послуг, навпаки, більша увага має приділятися ефективній оцінці інтелектуального капіталу.

Крім того, існує думка [38], що до впровадження *ВМ* більш підготовленими є компанії, які перебувають у кризовому стані, новостворені підприємства, а також ті компанії,

що уже використовують систему збалансованих показників або функціонально-вартісне управління.

Але існують вагомі аргументи проти концепції *VBМ*. Так, практика впровадження *VBМ* зарубіжними компаніями свідчить про зниження рівня мотивації у співробітників, соціальні й громадські організації також критикують *VBМ* концепцію за недостатнє відображення соціальних ефектів у діяльності компаній, що впроваджують вартісно-орієнтоване управління. Крім того, існує думка, що у довгостроковій перспективі впровадження *VBМ* сприяє уповільненню зростання компанії, оскільки вищий менеджмент буде набагато менше зацікавлений інвестувати у бізнес-проекти з високим рівнем ризику. Так, у праці [207] узагальнені дискусійні питання доцільності впровадження *VBМ*:

- *VBМ* – це всеосяжна, цілісна філософія управління, яка часто вимагає зміни культури. Через це, щоб досягти успіху, масштабні ініціативи *VBМ* потребують значного часу, ресурсів і терпіння;

- генерування вартості може звучати простіше, ніж корпоративна стратегія, але це не так. Це насправді більш-менш те саме;

- вимірювання вартості, управління продуктивністю та *BSC* є дуже потужними інструментами і процесами підтримки управління, вимагають несення суттєвих витрат, тому компаніям не рекомендується заглиблюватися у специфічні деталі розрахунку вартісних показників і не використовувати надто складні показники;

- необхідно максимально обережно підходити до вартісних метрик, щоб уникнути вимірювання хибних факторів і показників, оскільки це майже напевно може призвести до руйнування вартості;

- *VBМ* вимагає сильної та всеосяжної підтримки виконавчого директора і ради директорів;

- комплексне навчання *VBМ* та консультаційна підтримка доцільні, але можуть коштувати досить дорого;

- ідеальної моделі *VBМ* або моделі оцінки ще не винайдено [207].

До того ж, широкого розповсюдження набула думка, згідно з якою компанії, що працюють на пострадянському просторі, ще не готові до повноцінного впровадження концепції *ВМ* за таких причин: недостатній розвиток фондового ринку; низький ступінь відкритості суб'єктів підприємництва, непередбачуваність багатьох умов (мінливе законодавство, нестабільна політична ситуація та значний вплив політичного фактора на економічну діяльність окремих суб'єктів).

Таким чином, у процесі дослідження теоретичних підходів до концепції фінансового менеджменту, заснованого на максимізації вартості корпорації, можна зробити висновок, що вартісно-орієнтований підхід – це сучасна система управління, критерієм ефективності якої є зростання вартості підприємства, що відповідає зростанню добробуту його власників. Впровадження *ВМ*-менеджменту в Україні вимагає перш за все створення відповідної методологічної і методичної бази, адаптації інформаційної системи забезпечення фінансового менеджменту, систематизації моделей *ВМ*-менеджменту та коригування показників ефективності відповідно до українських реалій.

1.4. Система зовнішніх і внутрішніх чинників впливу на управління фінансами корпорацій

У сучасних умовах, зважаючи на поглиблення кризових явищ економіки, посилення глобалізаційних процесів та конкуренції, ведення господарської діяльності неможливе без впливу низки чинників, які обумовлюють розвиток корпорації. Кожне підприємство прагне здобути найвигідніші позиції на ринку, ставши лідером, однак саме для корпорацій це питання постає особливо гостро, зважаючи на складну організаційну структуру, особливості управління та потреби у гнучкості й адаптивності.

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

Корпорації на ринку України займають особливий великий сегмент у будь-якій галузі економіки, що підтверджується статистичними даними (рис. 1.5).

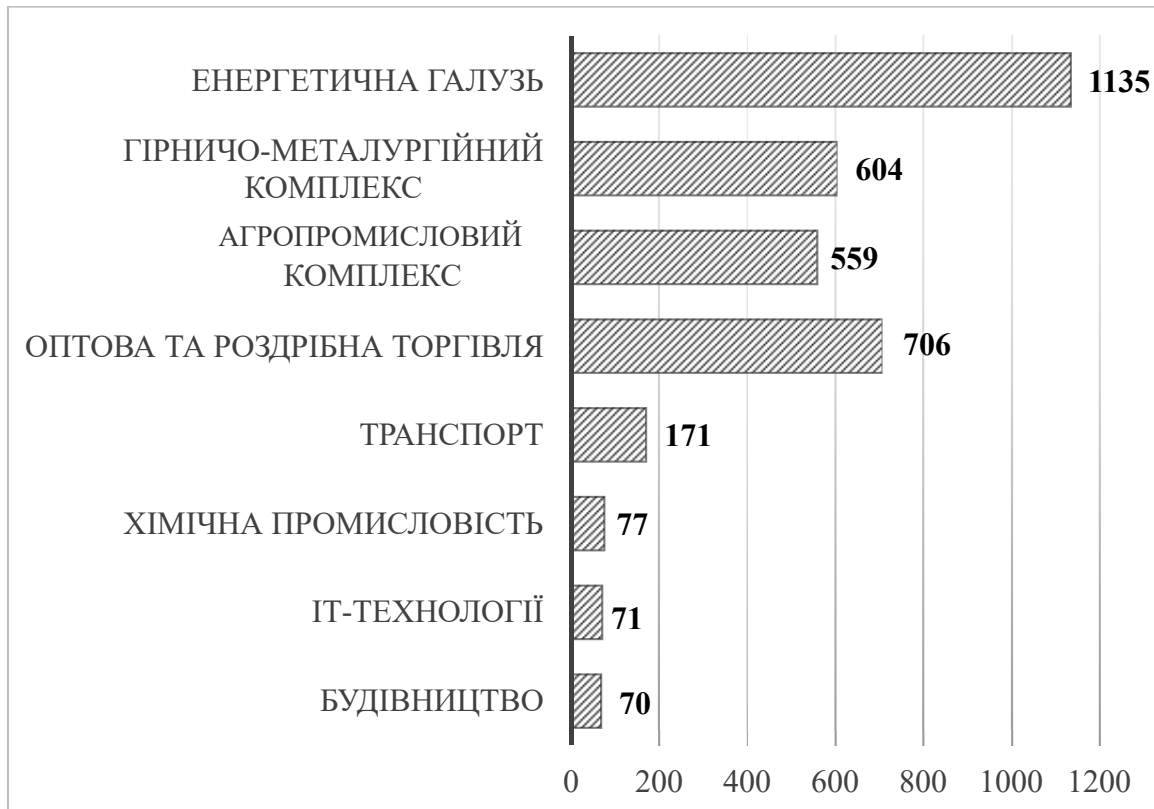


Рис. 1.5. Доходи суб'єктів господарювання за галузями у 2020 році в Україні, млрд грн

Джерело: побудовано автором на основі даних Державної служби статистики України [32].

Лідерські позиції у структурі вітчизняної економіки посідають такі галузі як енергетика, гірничо-металургійний та агропромисловий комплекси.

Зокрема, 200 найприбутковіших підприємств, серед яких чільне місце займають корпорації, розподілили дохід між галузями наступним чином: енергетичний комплекс – 1,13 трлн грн, гірничо-металургійний комплекс – 604 млрд грн,

агропромисловий – 560 млрд грн. При цьому, відповідно до статистичних даних, близько 30% вітчизняних підприємств отримали збитки. Це свідчить про неефективність управлінських рішень, недосконалість стратегії управління та наявність великої кількості чинників, які негативно впливають на суб'єкти господарювання [110].

Важливою складовою управління корпорацією є саме управління фінансами, головна мета якого – зростання вартості капіталу і прибутку акціонерів. У зв'язку з цим управлінню фінансами корпорацій надається особливе значення.

Існує велика кількість підходів до визначення управління фінансами корпорацій, проте їх доцільно систематизувати наступним чином:

- по-перше, це побудова і розробка стратегії щодо формування капіталу корпорації, його подальшого розподілу у рамках даної стратегії, складання й аналітична обробка фінансової звітності, а також організація контрольних дій;
- по-друге, це управління фінансовими ресурсами з урахуванням їхньої обмеженості, невизначеності ринкової ситуації та ризиковості операцій з фінансами.

Організаційна структура управління фінансами корпорацій досить розгалужена і передбачає залучення великої кількості фахівців з чітким розподілом функціональних обов'язків. Для максимізації прибутку та забезпечення безперервної діяльності корпорації, її фінансової стійкості і стабільності недостатньо проаналізувати її фінансовий стан, фінансову та управлінську звітність, а й дослідити ринок у цілому, оскільки лише таким чином можна комплексно оцінити її позиції. Мінливість внутрішнього та зовнішнього бізнес-середовища вимагає високої гнучкості й адаптивних можливостей господарюючого суб'єкта. Процес ускладнюється наявністю великої кількості чинників, які здійснюють вплив на управління фінансами корпорацій.

Незважаючи на існування великої кількості підходів до класифікації чинників впливу на управління фінансами корпорацій, відсутність єдиної комплексної методології вивчення значно ускладнює їхню оцінку та систематизацію з урахуванням специфіки таких суб'єктів господарювання. Перш, ніж дослідити їхні класифікаційні особливості, слід чітко зрозуміти сутність поняття «чинник» або «фактор», що часто отожднюється у науковій літературі.

Етимологію поняття латинського походження (від лат. «factor» – той, що діє) з економічної точки зору можна визначити чинник як процес, явище, параметр або рушійну силу, котра впливає з певною інтенсивністю на ефективність бізнесової діяльності, а у рамках даного дослідження на управління фінансами корпорацій. При цьому варто відмітити, що вплив може бути як позитивного або ж негативного характеру, що обумовлює наявність як стимулюючих, так і дестабілізуючих чинників.

Складність поняття «чинник впливу» обумовлює існування декількох підходів до тлумачення його сутності. Аналіз різних джерел дає змогу виділити найбільш універсальне визначення: чинник впливу на управління фінансами корпорацій – це зовнішній або внутрішній процес, який має властивість прямо чи опосередковано, з певною інтенсивністю й характерними особливостями впливати на управління фінансами корпорацій.

Велика кількість чинників впливу та їхнє різноманіття вимагають систематизації і класифікації. Найбільш поширеним та універсальним є поділ їх на внутрішні й зовнішні [92, 114], що і є вищим рівнем їхньої класифікації (рис. 1.6). У рамках такого підходу внутрішні чинники впливу представляють собою потенційні можливості, які включають у себе виробничо-технологічний, науково-технічний, маркетинговий, фінансово-економічний, кадровий потенціал корпорації, а також адаптивну здатність пристосуватися до ситуації на ринку.

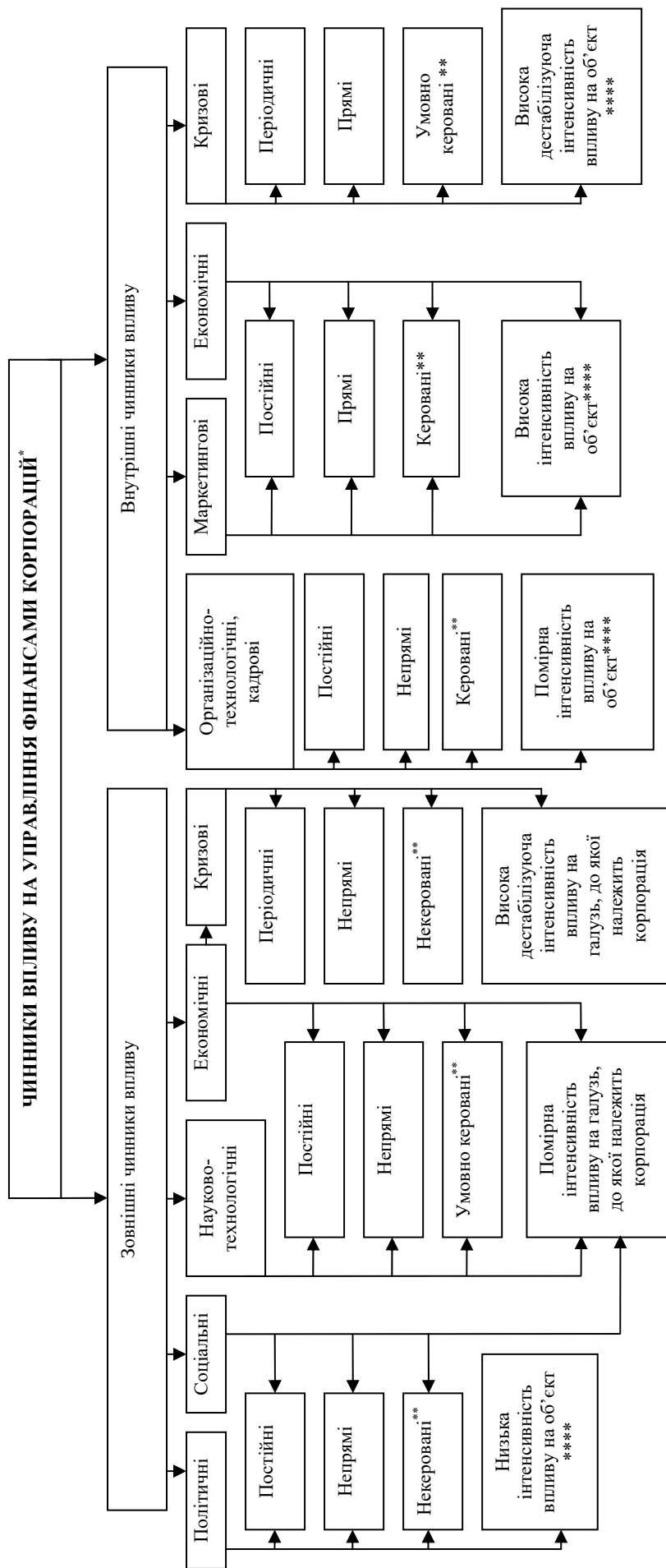


Рис. 1.6. Ієрархічна класифікація чинників впливу на управління фінансами корпорацій

*Чинники класифіковано за ознаками, які характеризують їхній вплив на управління фінансами корпорацій.
 **Рівень керованості характеризує здатність реагувати на зміну показників факторних груп для підвищення позитивних / зниження негативних наслідків впливу.

***Інтенсивність впливу залежить від кількості проміжних факторних груп.

****Об'єктом впливу є управління фінансами корпорацій.

Джерело: розроблено автором.

Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління корпоративними фінансами

Прикладами внутрішніх чинників впливу можуть бути стратегія управління активами, капіталом, грошовими потоками корпорації, склад та структура активів і капіталу тощо. Серед зовнішніх чинників виділяють заходи економіко-адміністративного впливу держави на суб'єкт господарювання, характерні ознаки ринкових відносин (тип, склад, структура), діяльність громадських організацій, спілок, політичних партій, демографічну ситуацію та рівень доходів населення тощо, тобто являють собою ситуацію в країні, до якої змушений пристосуватися суб'єкт господарювання.

Наступний рівень класифікації чинників впливу на управління фінансами корпорацій є розподіл на прямі (передбачають державне або ринкове регулювання) та непрямі (впливають опосередковано). У системі чинників впливу на управління фінансами корпорацій слід виділити також керовані – чинники, які можуть регулюватися на мікрорівні, умовно керовані й некеровані – фактори, вплив яких контролювати не можна.

За тривалістю впливу чинники класифікують на постійні та періодичні, а за рівнем інтенсивності впливу на об'єкт – чинники з низькою, помірною і високою інтенсивністю впливу.

При цьому інтенсивність впливу залежить насамперед від кількості проміжних груп, які опосередковано впливають на управління фінансами корпорацій. Наприклад, низька інтенсивність впливу зовнішніх політичних чинників обумовлюється опосередкованим впливом чотирьох груп зовнішніх і внутрішніх факторів на об'єкт; помірна інтенсивність впливу зовнішніх соціальних, науково-технологічних та економічних чинників обумовлюється опосередкованим впливом трьох груп внутрішніх факторів на об'єкт; висока інтенсивність впливу внутрішніх маркетингових та економічних чинників обумовлюється їхнім безпосереднім прямим впливом на об'єкт.

Поглиблюючи розподіл чинників впливу на фінанси корпорацій, пропонуємо зовнішні чинники класифікувати за ознакою сфери впливу на [92]:

1. Економічні фактори (податкова політика, кризові явища економіки, темп інфляції, обсяг ВВП та ВНП, обсяг залучення інвестицій в економіку, рівень зайнятості тощо).

2. Політичні фактори (політична криза, діяльність політичних партій, органів державної влади виражена через закони, система нормативно-правового забезпечення тощо).

3. Соціальні фактори (демографічна ситуація у країні, традиційні та звичаєві особливості, діяльність громадських організацій, рівень освіти, частка населення з вищою освітою тощо).

4. Науково-технологічні фактори (розвиток науково-технічного прогресу, технології виробництва, частка інноваційно активних підприємств, політика підтримки та фінансування стартапів тощо).

Особливості і специфіка діяльності корпорацій обумовлюють також виокремлення чинників, які найбільш суттєво впливають на управління фінансами корпорацій (рис. 1.7).

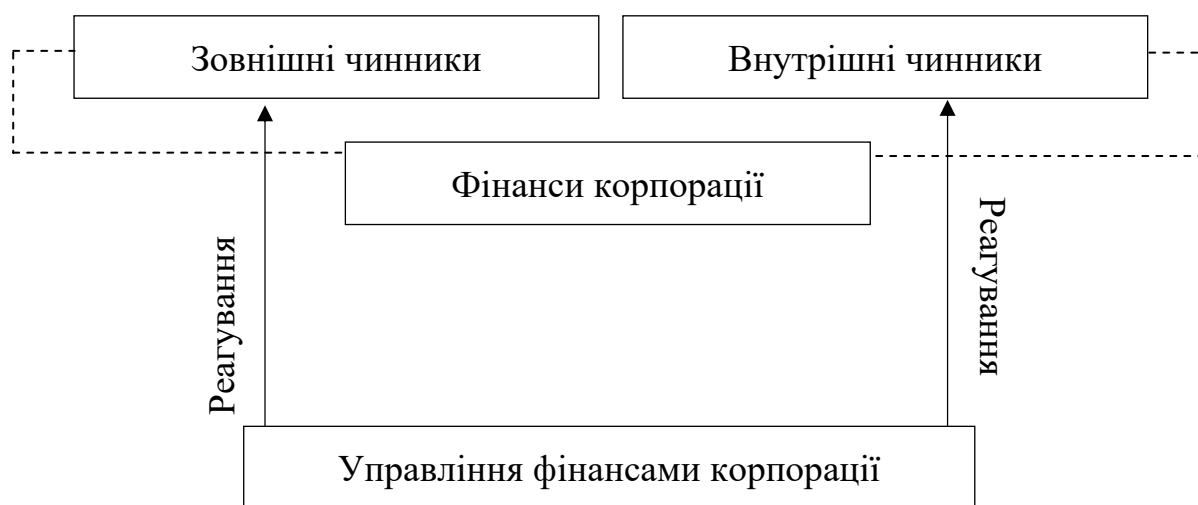


Рис. 1.7. Місце чинників впливу у контексті управління фінансами корпорацій

Джерело: розроблено автором.

Забезпечення фінансової стабільності корпорації передбачає, що процес управління обов'язково перебуватиме під впливом виділених раніше внутрішніх і зовнішніх чинників, характер якого може бути негативним або навпаки. Це залежить від конкретних обставин і умов функціонування, які у певній

**Розділ 1. Еволюція теоретичних концепцій управління
корпоративними фінансами**

ситуації можуть визначити, що вплив у поточній ситуації буде саме позитивним або ж негативним. Зважаючи на це постає гостра необхідність в ідентифікації чинників з подальшим коригуванням їхнього негативного впливу. Тому пропонуємо напрями, за якими це можливо здійснити (рис. 1.8).



Рис. 1.8. Напрями коригування чинників негативного впливу на управління фінансами корпорацій

Джерело: розроблено автором.

Загалом пропонуємо за допомогою стратегії управління фінансами корпорації застосувати низку процедур для зовнішніх та внутрішніх чинників впливу завдяки основним напрямкам. Для факторів зовнішнього середовища слід здійснити оптимізацію системи управління, базуючись на принципах системності, комплексності, єдності, законності тощо.

Для коригування негативного впливу чинників внутрішнього середовища необхідно виконати оптимізацію процесу планування, удосконалення інформаційного забезпечення управління фінансами корпорації, реформування системи аналізу й контролю.

Важливість планування та прогнозування підтверджується тим, що за його допомогою вдається запобігти негативному впливу чинників, забезпечити максимізацію прибутку, оптимізувати розподіл фінансових ресурсів та виявити внутрішньогосподарські резерви забезпечення рентабельності підприємства. У більшості усі ці напрями мають певним чином удосконалити систему менеджменту, яка за рахунок стратегії і здійснить конкретні маніпуляції стосовно впливу чинників.

Прийнято вважати, що фінансові кризи різних рівнів провокують появу та інтенсифікацію значної кількості чинників впливу на управління фінансами корпорації, що ускладнює їхню ідентифікацію та коригування впливу. Підсумуємо: від ефективного управління фінансовими ресурсами і визначення оптимальної структури активів, співвідношення власних та позикових коштів, співвідношення активів і джерел їхнього фінансування, від обраної стратегії управління фінансовими ресурсами та стадії її життєвого циклу, а також від загального рівня економічного розвитку країни залежить фінансова стійкість корпорації.

Розділ 2

ПРОБЛЕМИ І ЗАКОНОМІРНОСТІ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ КОРПОРАЦІЙ В УКРАЇНІ

2.1. Аналіз фінансових результатів діяльності нефінансових корпорацій України

Глобальні зміни та виклики, з якими зіткнулося людство упродовж останніх років, змушують маленькі підприємства і великі транснаціональні корпорації змінювати усталені підходи до ведення бізнесу й шукати нові ефективні фінансово-економічні рішення, які дозволять їм вижити, зберегти конкурентні позиції на ринку та забезпечать можливість подальшого розвитку. При цьому, як і раніше, головною метою діяльності будь-якого комерційного підприємства, незалежно від його розмірів та виду діяльності, залишається отримання позитивного фінансового результату. Саме фінансовий результат у формі прибутку є запорукою реалізації принципів самоокупності й самофінансування діяльності підприємства на ринку та одним з ключових показників, який визначає ефективність його функціонування.

Однак пандемія COVID-19 завдала нищівного удару по світовій економіці та економічних системах практично усіх країн світу. Протягом кількох місяців вона змінила звичний світовий порядок, поставила під загрозу життя й здоров'я населення світу, викликала макроекономічну нестабільність та вплинула на більшість сфер життя. Обмежувальні карантинні заходи для боротьби з поширенням пандемії протягом 2020–2021 років стали викликом не тільки для національних урядів

та громадян, а й для підприємницького сектора. Перед роботодавцями з'явилися серйозні виклики, спричинені пандемією та карантинном.

Повне або часткове припинення господарських операцій, звільнення працівників, складна логістика, надання тимчасової відпустки, примусове скорочення робочого дня/тижня, зменшення прибутку – це неповний перелік негативних наслідків для бізнесу у результаті запровадження карантинних заходів у нашій країні. Багато підприємств різних галузей не мали можливості здійснювати господарську діяльність, тому, втрачаючи свої доходи, опинилися на межі банкрутства й закриття.

За даними Державної служби статистики [32] у період 2019–2020 рр. загальна кількість підприємств в Україні скоротилася на 1,78%.

Майже третина підприємств у нашій країні (29,0% загальної кількості) у 2020 році отримала як результат своєї діяльності чисті збитки (*net loss*). Їхній загальний обсяг склав 108143,0 млн грн. У 2019 році частка збиткових підприємств України становила 26,4%.

Обсяг чистого прибутку (*net profit*), згенерованого вітчизняними підприємствами у 2020 році, становив 68 054,9 млн грн (рис. 2.1). Понад 62% цієї суми – це чисті прибутки корпорацій нефінансового сектора.

Саме позитивні фінансові результати діяльності корпоративних підприємств нефінансового сектора протягом 2016–2019 років забезпечували понад 90% чистого прибутку, отриманого вітчизняними підприємствами усіх видів економічної діяльності.

Але зазначений результат діяльності у 2020 році – це лише 8% обсягу чистого прибутку, який корпорації нефінансового сектора отримали у 2019 році. Позитивна тенденція нарощення фінансових результатів діяльності українських товаровиробників упродовж 2016–2019 років припинилася у результаті глобальних соціально-економічних змін 2019–2020 років. Темп приросту чистого прибутку нефінансових корпорацій у 2020 році, порівняно з 2019 роком, склав -91,7% (-466,3 млн грн).

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

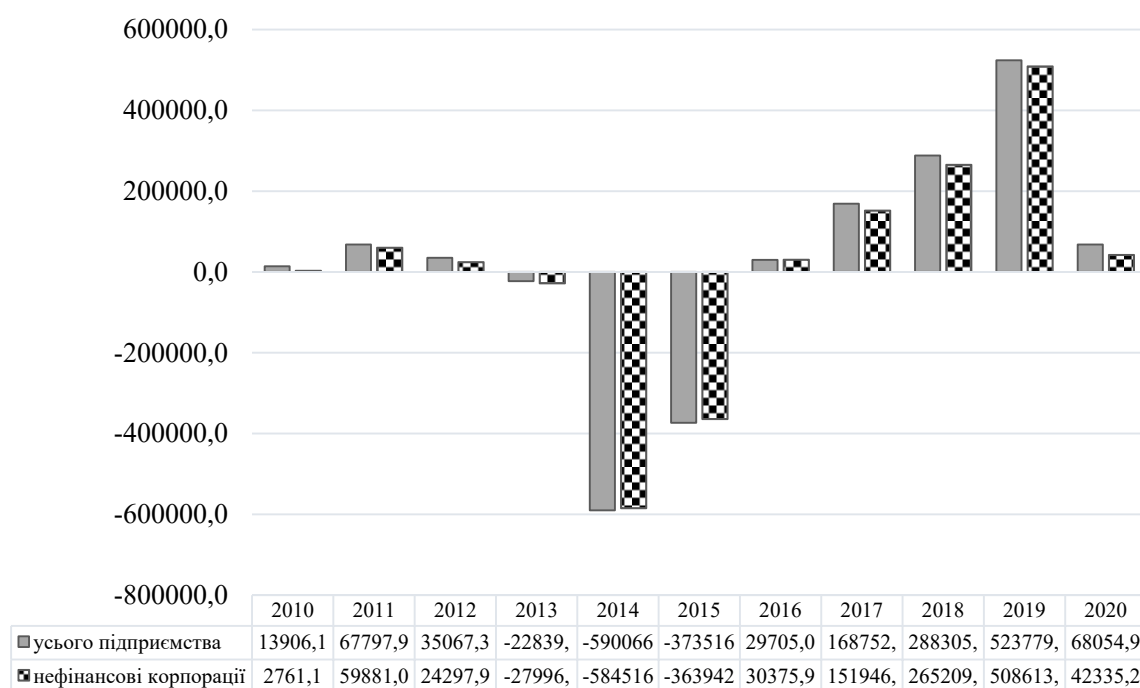


Рис. 2.1. Динаміка обсягів чистого прибутку (збитку) / net profit (loss) підприємств України у 2010–2020 рр.

Джерело: сформовано автором за [32].

За словами В. Юрчишина [148, с. 5], 2020 рік привніс у світові й національні процеси нові якості і характеристики. Коронавірусна криза продемонструвала, яким може виявитися економічне, соціальне, суспільне, гуманітарне середовище (як кожної країни зокрема, так і світу загалом) в умовах запровадження різноманітних обмежень (як протидії розповсюдження пандемії) на економічні свободи та пересування людей як між країнами, так і у середині країн.

Скорочення виробництва, торгівлі, товарообміну та міжнародного економічного співробітництва, заморожування і навіть відмова від інвестування, втрата мільйонів робочих місць та зниження доходів, зниження сукупного попиту й пропозиції товарів і послуг, погіршення партнерства між країнами, послаблення людських контактів і довіри тощо [148, с. 5] – такі наслідки світової пандемії COVID-19.

У результаті практично половина галузей нефінансового сектора національної економіки у 2020 році мала фінансовим результатом своєї діяльності збитки: промисловість – 47212 млн грн, операції з нерухомим майном – 37561,5 млн грн, професійна, наукова й технічна діяльність – 12786,5 млн грн, будівництво – 4448,9 млн грн, тимчасове розміщування й організація харчування – 4410,4 млн грн, мистецтво, спорт, розваги та відпочинок – 1615,3 млн грн, діяльність у сфері адміністративного й допоміжного обслуговування – 108,4 млн грн [32] (рис. 2.2).

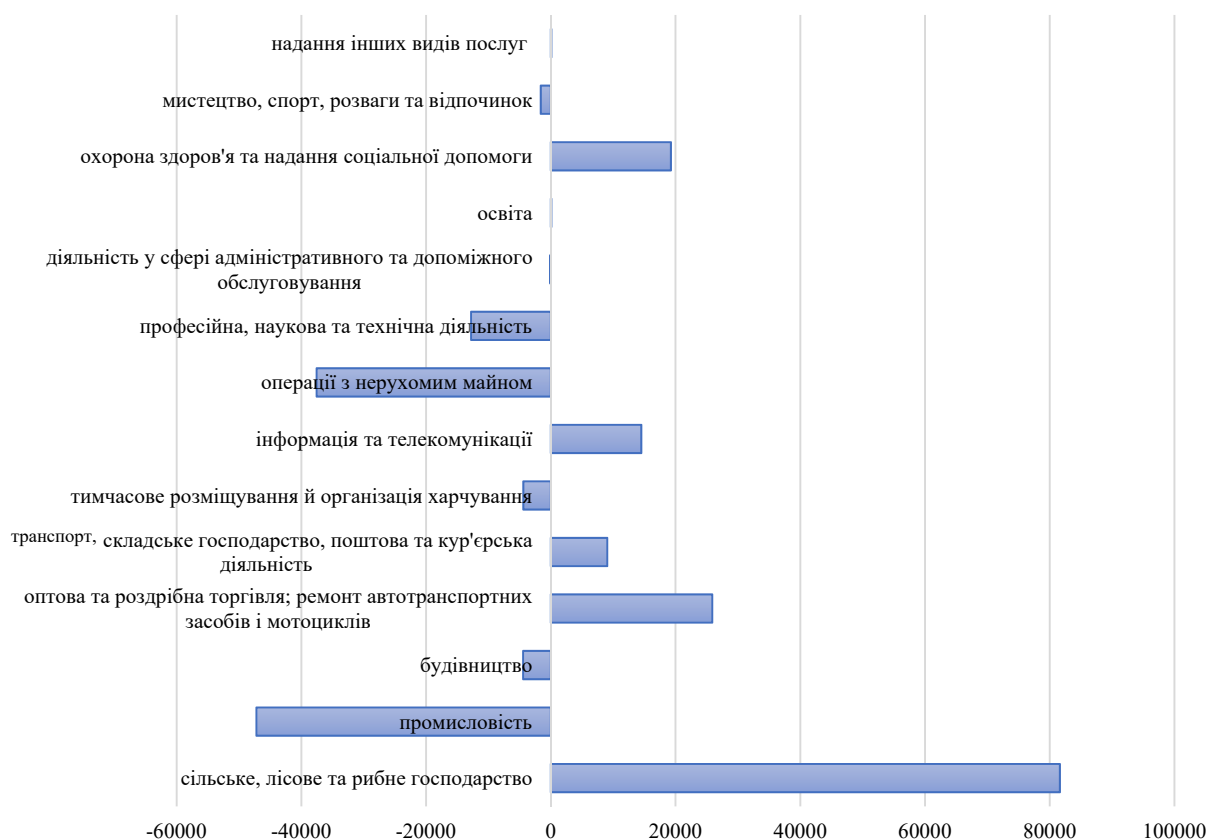


Рис. 2.2. Обсяг чистого прибутку (збитку) / net profit (loss) нефінансових корпорацій України у 2020 році

Джерело: сформовано автором за [32].

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

Успішно функціонувати та уникнути негативного фінансового результату вдалося, не дивлячись на карантинні обмеження і весняний локдаун, лише окремим галузям завдяки об'єктивним причинам, як-то: сільське, лісове та рибне господарство, оптова й роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів, транспорт, складське господарство, поштова й кур'єрська діяльність, освіта і охорона здоров'я та надання соціальної допомоги.

Для корпоративних підприємств охорони здоров'я та надання соціальної допомоги 2020 рік став найуспішнішим (з економічної точки зору) за останні роки діяльності. Порівняно з 2016 роком чистий прибуток галузі зріс у понад 100 разів і склав 19247,1 млн грн (табл. 2.1), порівняно з 2019 роком темп приросту показника становив 1048,9%.

У той самий час реальні видатки на охорону здоров'я з державного бюджету в Україні зросли упродовж 2015–2020 років лише на 17,1%, а у розрахунку на душу населення – на 20,2% [21]. У 2019 році ця стаття витрат держбюджету склала 1% від ВВП – 38,6 млрд грн, у 2021 році витрати мають скласти 157,5 млрд грн – 3,5% від ВВП [87].

І якщо у 2019 році практично усі галузі нефінансового сектора економіки України (за винятком секції R – мистецтво, спорт, розваги та відпочинок) нарешті закінчили прибутково, за результатами роботи у 2020 році, порівняно з попереднім, усі види економічної діяльності мали скорочення чистого фінансового результату (крім зазначених охорони здоров'я та надання соціальної допомоги).

Як показала практика, великий бізнес швидко адаптується до викликів економічної кризи, оскільки має фінансовий резерв для запобігання банкрутству. Малі ж корпорації виявилися уразливішими до глобальних змін, бо не мають «подушки безпеки». Скорочення чистого прибутку малих корпорацій нефінансового сектора України у 2020 році склало 131,3% порівняно з 2019 роком. Вони знову отримали збитки у розмірі 26 617,5 млн грн (рис. 2.3).

Таблиця 2.1

**Обсяги чистого прибутку (збитку) / net profit (loss) нефінансових корпорацій України
(за видами економічної діяльності) у 2015–2020 рр.**

Галузі	2015	2016	2017	2018	2019	2020	млн грн	
							Абсолютний приріст	
Сільське, лісове та рибне господарство	102849,1	90613,2	68858,5	71002,6	93255,4	81618,5	-21230,6	
Промисловість	-188267,9	-24724,7	56124,0	109288,8	133701,6	-47212,0	141055,9	
Будівництво	-25861,9	-10553,0	-5014,3	4414,1	13590,6	-4448,9	21413,0	
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	-88161,0	-4841,8	25874,2	68809,8	108561,5	25881,4	114042,4	
Транспорт, складське господарство, поштова й кур'єрська діяльність	-17847,8	7408,7	-16796,7	-24265,4	8421,8	9054,8	26902,6	
Тимчасове розміщування й організація харчування	-6874,9	-1983,1	1773,5	2350,9	4245,6	-4410,4	2464,5	
Інформація та телекомунікації	-12590,2	1750,6	12029,3	14676,1	20617,3	14509,2	27099,4	
Операції з нерухомим майном	-64369,0	-43900,2	-17551,2	-1551,6	44953,5	-37561,5	26807,5	
Професійна, наукова й технічна діяльність	-48656,0	22842,0	32356,1	20304,4	69037,8	-12786,5	35869,5	
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	-9860,6	-5094,4	-3624,2	-493,1	9854,2	-108,4	9752,2	
Освіта	80,7	76,8	96,1	138,3	318,4	90,7	10,0	
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	-1042,3	186,2	145,0	1022,0	1675,2	19247,1	20289,4	
Мистецтво, спорт, розваги і відпочинок	-3566,3	-1599,5	-2300,4	-597,1	-3,7	-1615,3	1951,0	
Надання інших видів послуг	225,6	195,0	-23,7	109,5	384,2	76,4	-149,2	
Усього	-373516,0	29705,0	168752,8	288305,5	523779,0	68054,9	441570,9	
Усього нефінансові корпорації	-363942,5	30375,8	151946,2	265209,3	508613,4	42335,1	406277,6	

Джерело: сформовано за [32].

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

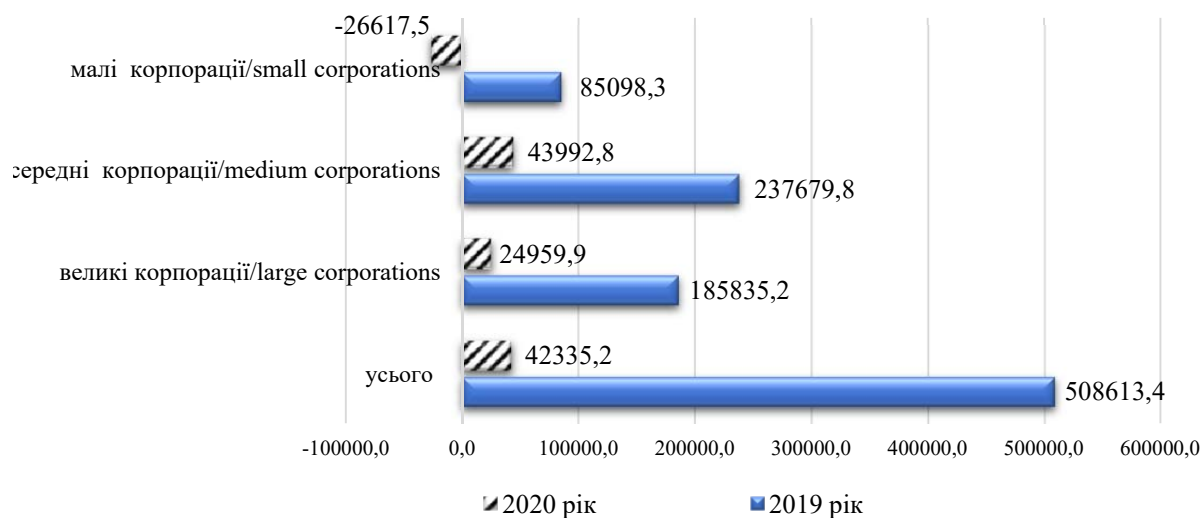


Рис. 2.3. Обсяг чистого прибутку (збитку) / net profit (loss) нефінансових корпорацій України (за розмірами) у 2019–2020 рр.

Джерело: сформовано автором за [32].

Результати дослідження свідчать, що у період 2010–2020 років прибутковою була діяльність цих корпоративних структур лише у 2018–2019 роках. Оговтавшись нарешті після фінансової кризи 2008–2009 рр. та негативних наслідків російської агресії на сході України і захоплення Криму, вітчизняні малі нефінансові корпорації стикнулися з новим викликом – коронавірусною кризою.

Крім звичайних труднощів розвитку малого бізнесу у нашій країні у період карантинних обмежень, за словами О.В. Красота [60], з'явилися ще й такі як:

- швидке зниження доходів (удвічі більше, ніж у великого);
- значна вразливість до макроекономічної нестабільності;
- великі фінансові втрати, які зазнав малий бізнес уже після 2–3 місяців карантину;
- примусове скорочення співробітників, що призвело до зростання циклічного безробіття;
- збільшення частки неплатоспроможності серед малих підприємств порівняно із середніми та великими, особливо у сферах послуг, розваг та громадського харчування;

- додаткове навантаження на державу щодо збільшення обсягів соціальних трансфертів, пов'язаних з виплатою часткової допомоги по безробіттю та наданням державної допомоги найбільш вразливим малим підприємствам.

Для великих і середніх корпорацій темп скорочення чистого прибутку у 2020 році порівняно з 2019 роком склав 86,6% та 81,5%, відповідно, проте рік вони закрили з позитивним фінансовим результатом, хоча і суттєво меншим, ніж у докарантинний період.

Щодо основних видів діяльності нефінансових корпорацій України, то слід зазначити, що упродовж досліджуваного періоду прибутковою була збутова і у цілому операційна діяльність підприємницьких структур даного сектора (табл. 2.2).

Обсяг валового прибутку нефінансових корпорацій упродовж 2015–2020 років зріс на 76,35%, а фінансового результату від операційної діяльності у 7,09 рази. У той самий час, порівняно з 2019 роком, фінансовий результат від операційної діяльності у 2020 році скоротився на 31,4%. Інші види діяльності так і залишилися неприбутковими. Але якщо порівняно з 2015 роком у 2020 році обсяги збитків від фінансової та інвестиційної діяльності нефінансових корпорацій скоротилися на 11,52%, то порівняно з 2019 роком – зросли майже у 4 рази.

Таблиця 2.2

Фінансові результати діяльності нефінансових корпорацій України у 2015–2020 рр.

Роки	Валовий прибуток	Фінансовий результат від операційної діяльності	Фінансові результати від іншої діяльності	Фінансовий результат до оподаткування
2015	925622,0	56439,5	-396394,9	-339955,4
2016	1064801,1	324990,6	-255533,6	69457,0

**Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами
корпорацій в Україні**

Закінчення табл. 2.2

Роки	Валовий прибуток	Фінансовий результат від операційної діяльності	Фінансові результати від іншої діяльності	Фінансовий результат до оподаткування
2017	1269648,0	446993,7	-228321,7	218672,0
2018	1450563,7	493040,3	-148578,1	344462,2
2019	1474826,6	666135,4	-70612,1	595523,3
2020	1632335,8	457024,8	-350718,4	106306,4
Абсолютний приріст, млн грн	706713,8	400585,3	45676,5	446261,8
Темп приросту 2020/2015, %	76,35	709,76	-11,52	-131,27
Темп приросту 2020/2019, %	10,68	-31,39	396,68	-82,15

Джерело: сформовано автором за [32].

Аналогічні тенденції характерні і для показника «Фінансовий результат до оподаткування» – порівняно з 2019 роком у 2020 році він скоротився на 82,15%, хоча з 2015 року до 2019 року вітчизняні нефінансові корпорації демонстрували стабільний приріст прибутків до оподаткування.

Основою формування фінансових результатів діяльності нефінансових корпорацій є чисті доходи від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг), однак, не дивлячись на приріст їхнього обсягу у 2020 році, навіть порівняно з 2019 (табл. 2.3), його темпи суттєво сповільнилися упродовж 2015–2020 рр. (рис. 2.4).

Очевидно, що починаючи з 2017 року щорічний темп приросту чистих доходів від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) нефінансових корпорацій України почав скорочуватися.

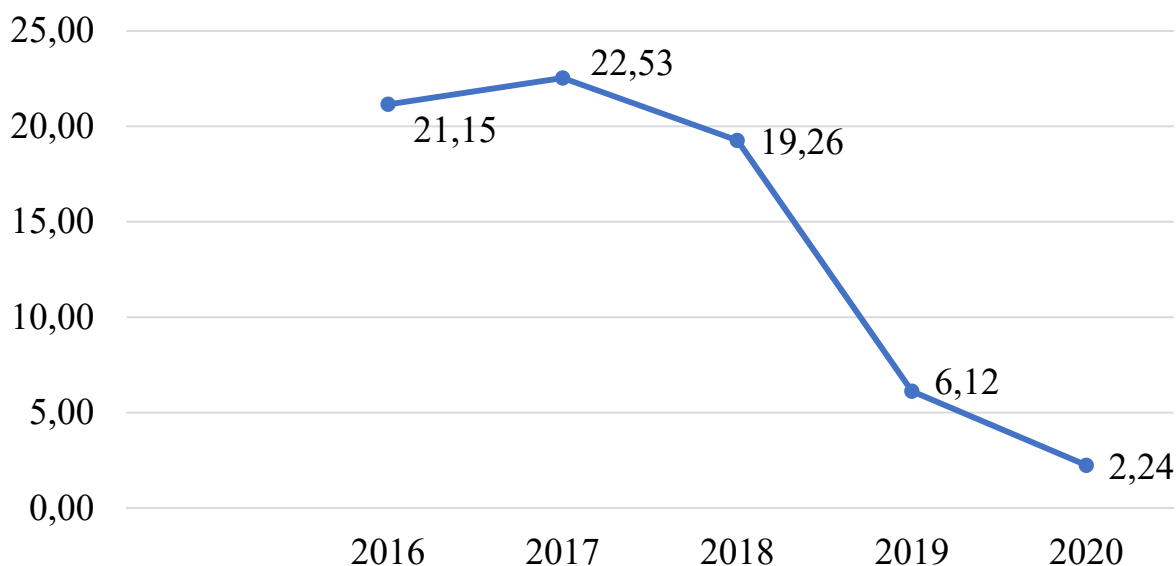


Рис. 2.4. Темп приросту чистих доходів від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) нефінансових корпорацій України у 2015–2020 рр. (ланцюговий)

** Джерело: сформовано автором за [32].*

І якщо у 2018 році це уповільнення становило 3,27 в.п, то у 2019 році – 13,14 в.п. Відтак коронавірусну кризу можна вважати лише одним з факторів, який став причиною погіршення фінансових результатів діяльності корпорацій нефінансового сектора України у 2015–2020 роках.

Відсутність інвестицій, поступове зношення й відсутність модернізації обладнання, низькі темпи запозичення передових технологій та інновацій у виробничі процеси, здорожчання ресурсів, низькі показники продуктивності праці, відсутність фінансових можливостей для розвитку, недосконалість кредитної і податкової системи, відсутність належним чином розвинутої ринкової інфраструктури та державної підтримки, неефективність більшості економічних реформ – це неповний перелік причин, що негативно вплинули на діяльність і можливості розвитку вітчизняних нефінансових корпорацій у нашій країні упродовж останніх років.

Таблиця 2.3

Динаміка обсягів чистого доходу від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) / Net income from sales of products (goods, works, services) / корпорацій нефінансового сектора України у 2015–2020 рр.

млн грн

Галузі	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст	Темп приросту, %
Сільське, лісове та рибне господарство	366966,4	402597,4	452760,1	528657,8	560598,7	602684,4	235718,0	64,2
Промисловість	1854656,7	2249905,6	2760386,3	3183115,5	3221239,5	3377115,2	1522458,5	82,1
Будівництво	141716,8	169104,4	222483,3	301905,0	371769,3	414758,2	273041,4	192,7
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	1985754,2	2443707,4	3050800,9	3742424,6	3993785,3	4017570,8	2031816,6	102,3
Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність	293568,0	359911,7	425887,2	486915,8	538501,2	491720,0	198152,0	67,5
Тимчасове розмішування й організація харчування	18573,3	22992,6	30260,4	36419,8	41340,5	29721,0	11147,7	60,0
Інформація та телекомунікації	100651,0	117243,3	138187,4	165744,1	197363,0	217306,6	116655,6	115,9
Операції з нерухомим майном	76204,4	83548,1	96591,3	112921,3	131135,5	123516,3	47311,9	62,1
Професійна, наукова й технічна діяльність	182482,3	242321,5	284732,8	330784,4	332692,4	267395,3	84913,0	46,5

Закінчення табл. 2.3

Галузі	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Абсолютний приріст	Темп приросту, %
Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування	50713,7	53924,8	67148,6	83193,4	104467,7	99386,6	48672,9	96,0
Освіта	2010,8	2304,4	2722,9	3763,8	5038,6	5468,5	3457,7	172,0
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	11001,1	13860,2	17747,5	28962,0	56477,2	125428,1	114427,0	1040,1
Мистецтво, спорт, розваги і відпочинок	4591,5	4493,0	5743,4	6277,9	7861,9	5394,6	803,1	17,5
Надання інших видів послуг	3820,0	4002,1	4551,0	5034,8	5989,5	5313,2	1493,2	39,1
Усього	5164124,3	6226583,2	7621974,8	9092539,8	9659409,7	9884573,6	4720449,3	91,4
Усього нефінансові корпорації	5092710,2	6169916,5	7560003,1	9016120,2	9568260,3	9782778,8	4690068,6	92,1

Джерело: сформовано автором за [32].

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

Як наслідок, за даними Державної служби статистики України, рівень рентабельності усієї діяльності (*Profitability of all activity*) вітчизняних корпорацій склав у 2020 році 0,92%, великих – 1,01%, середніх – 2,05%. Малі ж корпорації мали показником ефективності своєї діяльності 1,76% збитків [32] (рис. 2.5). Рівень рентабельності (збитковості) операційної діяльності (*Profitability of operational activity*) корпорацій України у 2020 році становив відповідно 6,2% (для усіх корпорацій), 8,3% (великі), 5,% (середні), 3,9% (малі).

На початку 2021 року Європейською бізнес асоціацією проведено дослідження [100], яке зафіксувало падіння Індексу настроїв малого бізнесу щодо перспектив їхньої діяльності до 2,38 балів з 5-ти можливих, порівняно з 3,07 балами 2019 року. Лише 23,71% підприємців задоволені поточним станом справ у бізнесі, проти 42% у 2019 році. Очікують покращання стану справ у бізнесі 27,46% підприємців, проти 58,7% у 2019 році. Майже 44,13% вважають катастрофічною економічну ситуацію в Україні.

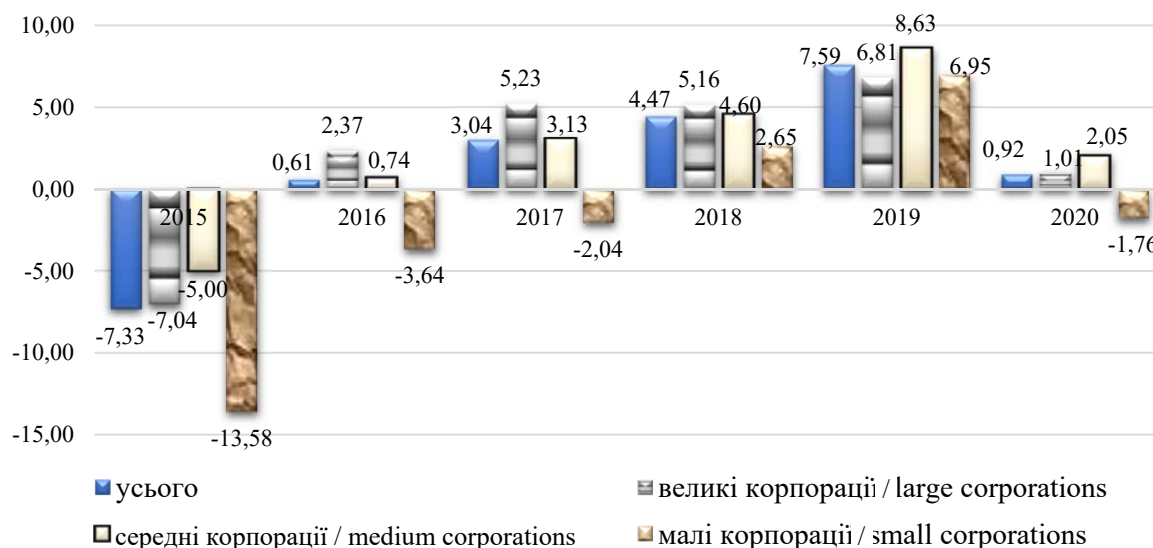


Рис. 2.5. Рівень рентабельності (збитковості) усієї діяльності корпорацій / *Profitability of all activity* України у 2015–2020 рр., %

Джерело: сформовано автором за [32].

Найбільш негативними факторами впливу на їхню діяльність підприємці відзначили: низьку купівельну спроможність (21,09%), коронавірус-епідемію та локдаун (18,44%), податки і фіскальний тиск (11,59%), владу (9,64%) та економічну кризу (6,70%) [100].

Таким чином, глобальні зміни знайшли відображення і у фінансових результатах діяльності вітчизняних корпорацій нефінансового сектора України у 2020 році.

Пандемія COVID-19 прямо впливає на світове економічне середовище як у короткостроковому, так і у довгостроковому періодах. Відтак у найближчій перспективі її наслідками можуть стати [82]:

- падіння інвестицій і, як наслідок, жорстка конкуренція за капітал серед країн, що розвиваються;
- зміни циклу виробництва багатьох компаній, тому підприємства мають переглянути свої ланцюги поставок, щоб бути менш залежними від постачальників;
- структурні зміни у політичному, економічному, соціальному і технологічному вимірах країн.

Відбувається переосмислення міжнародного виробництва, ступенів фрагментації й довжини ланцюгів створення доданої вартості, змінюється географічний перерозподіл ресурсів. Політичні настрої змінюються від ліберальної торговельної та інвестиційної діяльності у напрямі протекціонізму і більшого інтервенціонізму.

Відтак уряд України має виважено підходити до формування стратегічних напрямів розвитку нашої держави. Підтримка розвитку національних товаровиробників, максимально ефективного використання наявного природного, географічного та потенціалу людських ресурсів України, поряд з формуванням сприятливого економічного середовища – не декларативно, а реально повинні стати тими пріоритетами, яким мають бути підпорядковані усі економічні рішення, програми й реформи у нашій країні. Лише у цьому випадку можливе досягнення швидкого і сталого розвитку національної економіки.

2.2. Інтегральна модель діагностики фінансово-майнового стану корпоративних підприємств

Сучасні умови господарювання вимагають від суб'єктів підприємницької діяльності виконання досить складних завдань захисту економічних інтересів підприємства і забезпечення його конкурентоспроможності, стабільного розвитку у коротко-строковій та довгостроковій перспективі. Проведені дослідження свідчать про те, що більшість проблем на підприємстві значним чином обумовлені відсутністю системного підходу до оцінки фінансово-майнового стану підприємства, а відсутність системності, як правило, призводить до низької результативності методів, неефективного використання наявних фінансових ресурсів, а, отже, до нестабільного економічного стану підприємства. Протипроблемною концепцією управління, яка дозволяє підприємству забезпечити ефективність господарської діяльності дає і можливість своєчасної реакції на наслідки дестабілізуючих впливів зовнішніх та внутрішніх економічних процесів, є діагностика фінансово-майнового стану.

Діагностика ґрунтується на розробці системи фінансових показників і системи критеріїв та порогових значень, що дозволяють виявити проблеми і класифікувати їх за ступенем впливу на підприємство. Наявність великої кількості різнопланових показників ускладнює однозначні висновки про фінансово-майновий стан підприємства у цілому, тому для співставлення та упорядкування отриманих даних виникає необхідність агрегування усіх ознак множини до одного кількісного (інтегрального) показника.

Розгляд сучасних підходів до комплексної оцінки фінансово-майнового стану підприємства, наведений в економічній літературі, показав, що існують різні підходи до цього питання [8, 9, 12, 59, 72].

Однак, слід зазначити: найбільш прийнятним є індикаторний підхід з визначенням інтегрального показника, який полягає у порівнянні фактичних значень показників фінансово-майнового стану підприємства з критеріальними (еталонними) значеннями індикаторів його рівня, що дає можливість ґрунтовно підійти до розробки ефективної системи заходів щодо виявлення та вирішення (зниження ступеня впливу) фінансових проблем підприємства.

Основними вимогами для проведення діагностики фінансового стану підприємства на підставі інтегрального методу є:

- ретельний аналіз і вибір найважливіших показників за усіма елементами фінансового стану підприємства;
- відсутність дублювання показників, які включаються до інтегральної оцінки;
- порівнянність показників, які використовуються для побудови інтегральної оцінки;
- високе або низьке значення елементів фінансового стану не повинно досягатися за рахунок значень окремих показників, що входять до їхнього складу;
- можливість обчислення усіх показників на підставі фінансової звітності підприємства.

Що стосується визначення набору показників (індикаторів) оцінки фінансово-майнового стану підприємства, то, як показало проведене дослідження, це питання залишається актуальним і дискусійним.

Так, І.О. Бланк виділяє наступні групи аналітичних фінансових коефіцієнтів: коефіцієнти оцінки фінансової стійкості підприємства, платоспроможності, оборотності активів, оборотності капіталу [11]. У свою чергу, І.І. Біломістна та Л.В. Адаховська для оцінки рівня фінансової безпеки пропонують застосовувати 18 показників у розрізі п'яти груп, а саме: показники майнового стану, показники ліквідності, показники фінансової незалежності, показники ділової активності,

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

показники рентабельності [8]. О.Г. Блажевич зазначає, що для оцінки фінансової безпеки підприємства слід використовувати 21 показник. Він виділяє такі групи: показники майнового стану; показники ліквідності; показники фінансової незалежності; показники ділової активності; показники ефективності діяльності [9]. Схожі групи показників пропонують Ю.Б. Кракос та Р.О. Розгін: комплексні показники оцінки ефективності управління, платоспроможності і фінансової стійкості, ділової активності, ринкової вартості, інвестиційної привабливості [59].

Для обґрунтування складу груп показників необхідно відзначити, що фінансово-майновий стан підприємства визначається наступними характеристиками його діяльності:

- доцільністю та ефективністю вкладення фінансових ресурсів у різні види активів;
- здатністю підприємства своєчасно й повністю виконувати платіжні зобов'язання, що впливають з торгових, кредитних та інших операцій грошового характеру;
- стабільністю фінансового стану підприємства, яка забезпечується високою часткою власного капіталу у загальному обсязі фінансових ресурсів;
- здатністю підприємства генерувати необхідний прибуток у процесі своєї господарської діяльності, загальною ефективністю використання активів і вкладеного капіталу;
- інтенсивністю використання майна й капіталу підприємства;
- перспективами розвитку та можливостями залучення інвестиційних ресурсів.

З урахуванням вищевикладеного підходу доцільно виділити такі складові фінансово-майнового стану як: майновий стан, ліквідність і платоспроможність, фінансова стійкість, рентабельність, ділова активність, інвестиційна привабливість.

Для забезпечення комплексної діагностики фінансово-майнового стану підприємства необхідно здійснити відбір індикаторів для визначення стану його складових, надати індикаторам вагові коефіцієнти та сформувавши методику визначення інтегрального показника. Така методика повинна:

- засновуватися на комплексному підході проведення оцінки: узагальнений показник фінансово-майнового стану має складатися з окремих оцінок його складових, які можуть мати різні пріоритети залежно від виду економічної діяльності, етапу життєвого циклу підприємства та розвитку економіки країни у цілому;
- забезпечувати порівнянність показників, котрі використовуються для побудови інтегральної оцінки;
- високе або низьке значення складової оцінки фінансово-майнового підприємства не повинно досягатися за рахунок значень окремих індикаторів, що входять до його складу;
- мати шкалу оцінки рівня фінансово-майнового стану підприємства;
- бути достатньо простою й доступною, базуватися на фінансовій звітності підприємства.

Вихідні показники, що використовуються при діагностиці фінансово-майнового стану підприємства, мають відповідати наступним вимогам: інформативність, найточніше відображення складової фінансової безпеки підприємства; відносна незалежність один від одного; порівнянність у просторі й часі; відомість алгоритмів розрахунку.

На основі аналізу економічної літератури [8, 9, 11, 59, 72] та враховуючи наведені вище вимоги визначимо показники діагностики за окремими складовими фінансово-майнового стану підприємства. Вагові коефіцієнти кожного з індикаторів встановлено експертним шляхом з урахуванням їхньої пріоритетності при оцінці кожного напряму фінансово-майнового стану підприємства (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

**Перелік показників за напрямками діагностики
та їхні вагові частки**

Напрями діагностики фінансово-майнового стану підприємства (I_j)	Вихідні показники за напрямками фінансового стану підприємства	Вагові частки показників (v_{ij})
Майновий стан ($I_{мс}$)	Коефіцієнт мобільності активів	0,20
	Коефіцієнт придатності основних засобів	0,35
	Коефіцієнт продуктивності необоротних активів	0,45
Рентабельність діяльності (I_p)	Рентабельність активів	0,2
	Рентабельність власного капіталу	0,35
	Рентабельність операційної діяльності	0,45
Ділова активність ($I_{да}$)	Коефіцієнт оборотності активів	0,20
	Коефіцієнт оборотності власного капіталу	0,30
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	0,25
	Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	0,25
Ліквідність і платоспроможність ($I_{лп}$)	Коефіцієнт проміжної ліквідності	0,25
	Коефіцієнт покриття	0,50
	Коефіцієнт співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості	0,25
Фінансова стійкість ($I_{фс}$)	Коефіцієнт автономії	0,50
	Коефіцієнт довгострокової фінансової стійкості	0,10
	Коефіцієнт забезпечення активів власними оборотними коштами	0,40

Закінчення табл. 2.4

Напрями діагностики фінансово-майнового стану підприємства (I_j)	Вихідні показники за напрямами фінансового стану підприємства	Вагові частки показників (v_{ij})
Інвестиційна привабливість (I_{II})	Коефіцієнт співвідношення капітальних інвестицій та необоротних активів	0,20
	Коефіцієнт рентабельності капітальних інвестицій	0,50
	Коефіцієнт продуктивності капітальних інвестицій	0,30

Джерело: розроблено автором за [3].

Оцінка кожного з показників фінансово-майнового стану підприємства, що входять до відповідних його складових, здійснюється на підставі визначення ступеня відхилення фактичного значення від нормативного (еталонного):

$$x_i = \left(\frac{K_i^{\phi}}{K_i^{\text{ет}}} \right), \quad (2.1)$$

де x_i – ступінь відхилення фактичного значення i -го показника від його нормативного (еталонного) значення;

K_i^{ϕ} , $K_i^{\text{ет}}$ – відповідно фактичне й нормативне (еталонне) значення i -го показника.

На основі розрахунку співвідношення фактичних та еталонних значень показників визначається їхній вплив на відповідні напрями фінансово-майнового стану підприємства. При цьому доцільно використовувати наступну умову обмеження рівня ступеня відхилення:

$$\begin{cases} 1, \text{ якщо } X > 1 \\ -1, \text{ якщо } X < -1. \\ 0, \text{ якщо } X = 0 \end{cases} \quad (2.2)$$

Тобто якщо фактичне значення показника, який входить до відповідного напрямку фінансово-майнового стану підприємства, буде на рівні або більше еталонного значення, ступінь його відхилення приймається на рівні 1, якщо значення є від'ємним та перевищує 1 (за модулем), то його максимальний рівень складає -1. Відповідно, у цілому, ступінь відхилення значення фактичного показника від його еталонного знаходиться у межах від -1 до 1.

Треба зазначити, що перевагою запропонованого підходу є те, що високий рівень напрямку фінансово-майнового стану підприємства (максимум 1) досягається за умови, якщо уся сукупність його показників знаходиться у межах еталонних значень, а найнижчий рівень напрямку фінансово-майнового стану підприємства (максимум -1) можливий за умови від'ємних фактичних значень усіх фінансових показників.

Аналіз економічної літератури [8, 9, 11, 72] вказує на те, що у якості критеріїв, які використовуються в інтегральній оцінці фінансово-майнового стану підприємства, в основному, пропонується використовувати теоретично обґрунтовані значення показників, загальноприйнятих у світовій практиці, але в умовах сучасної економічної ситуації в Україні наявні загальноприйняті теоретичні значення для переважної більшості вітчизняних підприємств є недосяжними у найближчій перспективі і, в основному, можуть бути використані для узагальненого аналізу, а не як критерій прийняття оперативних управлінських рішень по усуненню фінансових проблем підприємства.

Таким чином, теоретично обґрунтовані порогові значення фінансових показників можуть слугувати лише «досвідченим зразком» для вироблення власних норм з урахуванням часу

і сфери їхнього застосування, але не бути справжніми орієнтирами. Крім того, теоретично обґрунтовані порогові значення наводяться по обмеженому колу показників, що унеможлиблює їхнє застосування.

Саме тому виникає потреба у таких еталонних значеннях показників підприємства, які б характеризували його реальний фінансово-майновий стан на даному етапі розвитку економіки країни з урахуванням впливу різних факторів. За такі еталонні значення, котрі повністю відповідають вищевикладеним вимогам, можна прийняти середні значення показників за видами економічної діяльності. Перевагою такої системи оцінки є те, що на підставі статистичної звітності можна розрахувати усі необхідні значення показників для оцінки фінансово-майнового стану підприємства з урахуванням реальної економічної ситуації у країні та особливостей функціонування підприємств різних видів економічної діяльності. Такі значення показників характеризують мінімально достатній рівень безпеки, недосягнення якого означає перехід підприємства у фінансово небезпечну зону.

Виведення оцінок напрямів діагностики фінансово-майнового стану підприємства $I_{МС}$, I_P , $I_{ДА}$, $I_{ЛП}$, $I_{ФС}$, $I_{Ш}$ через окремі показники відбувається за наступною формулою:

$$I_j = \sum_{i=1}^n x_{ij} \cdot v_{ij}, \quad (2.3)$$

де I_j – інтегральна оцінка j -го напрямку фінансово-майнового стану підприємства;

x_{ij} – i -й індикатор j -го напрямку фінансово-майнового стану підприємства;

v_{ij} – ваговий коефіцієнт i -го показника в оцінці j -го напрямку;

n – кількість показників j -го напрямку.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

Тоді інтегральна модель діагностики фінансово-майнового стану підприємства буде мати наступний вигляд:

$$\begin{aligned} I_{\text{ФМС}} = & I_{\text{МС}} \cdot w_{\text{МС}} + I_{\text{Р}} \times \\ & \times w_{\text{Р}} + I_{\text{ДА}} \cdot w_{\text{ДА}} + I_{\text{ЛП}} \times \\ & \times w_{\text{ЛП}} + I_{\text{ФС}} \cdot w_{\text{ФС}} + I_{\text{ІП}} \cdot w_{\text{ІП}} \end{aligned} \quad (2.4)$$

де $I_{\text{ФМС}}$ – інтегральна оцінка фінансово-майнового стану підприємства;

$I_{\text{МС}}, I_{\text{Р}}, I_{\text{ДА}}, I_{\text{ЛП}}, I_{\text{ФС}}, I_{\text{ІП}}$ – інтегральні показники відповідних напрямів: майнового стану, рентабельності, ділової активності, ліквідності і платоспроможності, фінансової стійкості та інвестиційної привабливості;

$w_{\text{МС}}, w_{\text{Р}}, w_{\text{ДА}}, w_{\text{ЛП}}, w_{\text{ФС}}, w_{\text{ІП}}$ – вагові коефіцієнти відповідних напрямів фінансово-майнового стану підприємства у його інтегральній оцінці.

Визначення вагових коефіцієнтів здійснено експертним шляхом відповідно до впливу, який вони здійснюють на фінансово-майновий стан підприємства: $w_{\text{МС}} = 0,12$, $w_{\text{Р}} = 0,17$, $w_{\text{ДА}} = 0,14$, $w_{\text{ЛП}} = 0,20$, $w_{\text{ФС}} = 0,24$, $w_{\text{ІП}} = 0,13$.

Треба зазначити, що вагові частки показників фінансово-майнового стану підприємства можуть відрізнятися залежно від виду економічної діяльності, а також змінюватися для одного і того самого підприємства на різних етапах його життєвого циклу.

Таким чином, при повній відповідності значень фактичних показників їхнім еталонним значенням, оцінки окремих напрямів фінансово-майнового стану підприємства (без урахування вагових коефіцієнтів) та інтегральна оцінка його рівня будуть дорівнювати 1, що свідчить про задовільний фінансово-майновий стан підприємства і відсутність фінансових проблем. Чим меншим є значення інтегрального показника, тим більша ймовірність втрати фінансової безпеки підприємства та його банкрутство.

Розрахуємо показники фінансово-майнового стану підприємства роздрібної торгівлі ТОВ «РУШ». Для визначення загальних тенденцій підприємств даного виду діяльності, які можна використовувати як еталонні у сучасних умовах розвитку економіки України, визначимо показники за видом діяльності, до якого відноситься це підприємство, а саме «Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів» (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Значення показників діагностики фінансово-майнового стану у 2019 році

Показники напрямів оцінки фінансово-майнового стану підприємства	Оптова й роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	ТОВ «РУШ»
<i>Показники майнового стану</i>		
Коефіцієнт мобільності активів	0,86	0,57
Коефіцієнт придатності основних засобів	0,63	0,76
Коефіцієнт продуктивності необоротних активів	11,39	8,96
<i>Показники рентабельності, %</i>		
Коефіцієнт рентабельності активів	0,04	0,05
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу	0,57	0,23
Коефіцієнт рентабельності операційної діяльності	0,25	0,06
<i>Показники ділової активності, оборотів</i>		
Коефіцієнт оборотності активів	1,58	1,90
Коефіцієнт оборотності власного капіталу	20,98	9,15
Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості	2,85	12,86
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	0,41	3,31

**Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами
корпорацій в Україні**

Закінчення табл. 2.5

Показники напрямів оцінки фінансово-майнового стану підприємства	Оптова й роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів	ТОВ «РУШ»
<i>Показники ліквідності і платоспроможності</i>		
Коефіцієнт проміжної ліквідності	0,72	0,41
Коефіцієнт покриття	1,04	1,08
Коефіцієнт співвідношення дебіторської і кредиторської заборгованості	1,12	0,33
<i>Показники фінансової стійкості</i>		
Коефіцієнт автономії	0,08	0,21
Коефіцієнт довгострокової фінансової стійкості	0,17	0,47
Коефіцієнт забезпечення активів власним оборотним капіталом	-0,06	-0,22
<i>Показники інвестиційної привабливості</i>		
Коефіцієнт співвідношення капітальних інвестицій та необоротних активів	0,16	0,54
Коефіцієнт рентабельності капітальних інвестицій	1,99	0,71
Коефіцієнт продуктивності капітальних інвестицій	72,41	28,41

Джерело: розраховано за даними Державної служби статистики України [32] і за даними фінансової звітності ТОВ «РУШ» [140].

Таким чином, розраховані значення показників у розрізі напрямів фінансово-майнового стану підприємств за визначеним видом економічної діяльності є еталонними для окремих підприємств даного виду економічної діяльності.

Потрібно зазначити: якщо середні показники за видами економічної діяльності є від'ємними (що обумовлено збитковістю діяльності, від'ємними значеннями власного капіталу або власного оборотного капіталу), то вони не відповідатимуть

умовам задовільного фінансово-майнового стану. У таких випадках базою для визначення критеріальних значень можуть бути мінімальні значення вихідних показників, що рекомендовані в економічній літературі, або позитивні значення показників відповідного виду економічної діяльності за попередні періоди.

Складові фінансової безпеки та інтегральну оцінку рівня фінансової безпеки підприємства наведено у табл. 2.6.

Відповідно до проведеної діагностики, інтегральна оцінка фінансово-майнового стану ТОВ «РУШ» складає 0,59. Серйозною проблемою для підприємства є його низьке значення інтегрального показника фінансової стійкості. Це обумовлено значним від'ємним значенням коефіцієнта забезпечення активів власним оборотним капіталом, що спричинено суттєвим перевищенням необоротних активів над власним капіталом (тобто усі оборотні активи, а також частина необоротних формуються за рахунок позикового капіталу), але, у свою чергу, оновлення основних засобів підприємства має забезпечити зростання його економічного потенціалу у перспективній діяльності, що буде сприяти нарощуванню чистого доходу від реалізації, тобто призведе до зростання ефективності господарської діяльності підприємства.

Таблиця 2.6

Розрахунок інтегральної оцінки фінансово-майнового стану у 2019 році

Напрями інтегральної оцінки фінансово-майнового стану підприємства	<i>Вагові частки</i>	Значення інтегральних показників ТОВ «РУШ»	Значення інтегральних показників ТОВ «РУШ» з урахуванням вагових часток
Інтегральна оцінка майнового стану підприємства (I _{мс})	0,12	0,84	0,10

**Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами
корпорацій в Україні**

Закінчення табл. 2.6

Напрями інтегральної оцінки фінансово-майнового стану підприємства	<i>Вагові частки</i>	Значення інтегральних показників ТОВ «РУШ»	Значення інтегральних показників ТОВ «РУШ» з урахуванням вагових часток
Інтегральна оцінка рентабельності (I_p)	<i>0,17</i>	0,46	0,08
Інтегральна оцінка ділової активності ($I_{ДА}$)	<i>0,14</i>	1,00	0,14
Інтегральна оцінка ліквідності і платоспроможності ($I_{ЛП}$)	<i>0,24</i>	0,72	0,17
Інтегральна оцінка фінансової стійкості ($I_{ФС}$)	<i>0,20</i>	0,20	0,04
Інтегральна оцінка інвестиційної привабливості ($I_{ІП}$)	<i>0,13</i>	0,50	0,06
Інтегральна оцінка фінансово-майнового стану підприємства ($I_{ФБП}$)	<i>1,00</i>	х	0,59

Джерело: розраховано автором за даними [140].

Саме від’ємне значення цього показника знівелювало високі значення інших індикаторів даної складової. Також виявлена проблема низької інтегральної оцінки рентабельності ТОВ «РУШ» – 0,46, що спричинено значним відставанням коефіцієнта рентабельності власного капіталу та рентабельності операційної діяльності підприємства від середніх по галузі, що свідчить про недостатню прибутковість діяльності підприємства. Невисоке значення інтегральної оцінки інвестиційної привабливості – 0,50 спричинили низькі значення коефіцієнта рентабельності капітальних інвестицій та коефіцієнта продуктивності капітальних інвестицій: ця ситуація обумовлена значними вкладаннями фінансових ресурсів в оновлення необоротних активів, що у подальшому має спричинити зростання чистого доходу від реалізації, а відповідно і прибутковості підприємства.

Найбільшою за значенням є інтегральна оцінка ділової активності підприємства 1,0. Потрібно зазначити, що лише один показник у даному напрямі не досяг середнього значення за видом економічної діяльності – коефіцієнт оборотності власного капіталу за рахунок значно вищої частки власного капіталу підприємства, ніж середньогалузева.

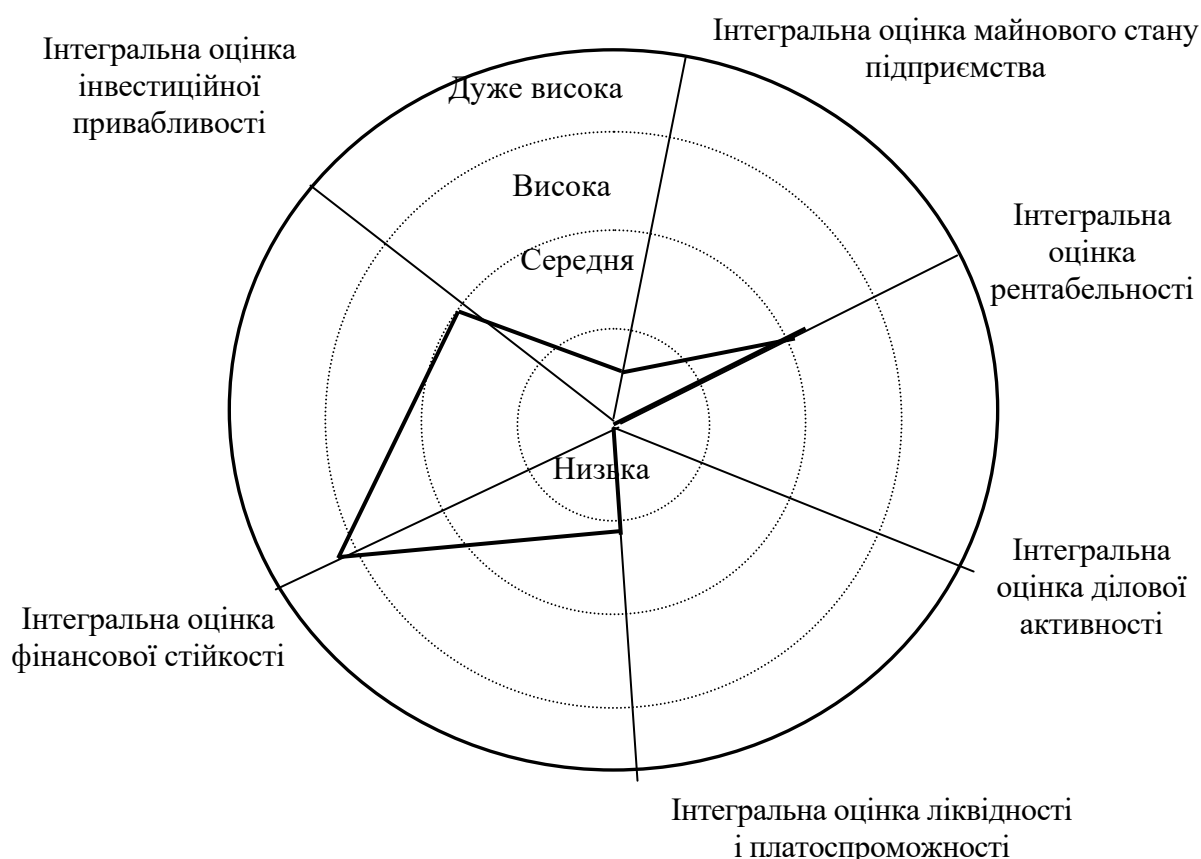


Рис. 2.6. Зони проблемності ТОВ «РУШ»

Джерело: розраховано автором.

Зони проблемності ТОВ «РУШ» у розрізі напрямів його фінансово-майнового стану графічно представлено на рис. 2.6.

Отримані у результаті діагностики дані спрямовані на обґрунтування вибору стратегії щодо вирішення (зменшення ступеня впливу) виявлених проблем для покращання фінансово-майнового стану нефінансових корпорацій.

2.3. Аналіз активності корпорацій України на фінансовому ринку

Фінансовий ринок є важливою складовою фінансової системи, за допомогою якої корпорації як економічні агенти задовольняють свої фінансові потреби.

Поняття «фінансовий ринок» є певним чином збірним, узагальненим. На реальній практиці воно характеризує розгалужену систему окремих видів фінансових ринків із різноманітними сегментами кожного з них [15, с. 255].

Із цим пов'язана певна складність у формулюванні визначення фінансового ринку. Наразі єдиного (уніфікованого) загальновизнаного визначення немає, а найбільш поширеним, з огляду на ділову практику, та прагматичним можна вважати визначення Френка Фабоцци: фінансовим є ринок, на якому відбувається обмін фінансовими інструментами (або торгівля ними) [134, с. 19].

У науковій та навчальній літературі зустрічаються численні альтернативні варіанти визначення, зокрема:

а) Financial Market (Security Market) – фінансовий ринок (ринок цінних паперів) – механізм сприяння обміну фінансовими активами шляхом зведення разом покупців та продавців цінних паперів [149, с. 975, 991];

б) фінансові ринки – механізми для «каналізації» заощаджень до кінцевих покупців (інвесторів) реальних активів [23, с. 78].¹

У термінології вітчизняного законодавства поняття «фінансовий ринок» (або «фінансові ринки» у множині) відсутнє [123]. Натомість є поняття «ринки фінансових послуг»: ринки фінансових послуг – сфера діяльності учасників ринків фінансових

¹ В основу цього визначення покладено головну економічну функцію фінансового ринку.

послуг² з метою надання та споживання певних фінансових послуг [102, ст.1, ч.1, п.6].

Ознайомлення зі складом цих послуг за текстом Закону породжує питання: як більшість із них пов'язана з обігом фінансових інструментів та з ринковим механізмом, що забезпечує формування цін фінансових інструментів на основі зведення попиту та пропозиції від учасників торгівлі? Можна виявити достатньо підстав для того, аби з наукової точки зору поставити під сумнів приналежність низки ринків фінансових послуг за вітчизняним законодавством до ринків у класичному розумінні цього поняття.

Особливо яскраво проявляється неспроможність ототожнення фінансових ринків з ринками фінансових послуг в інтерпретації вітчизняного законодавства у тому, що до цих фінансових послуг належать банківські послуги [102, ст. 4], які у сучасній фінансовій науці ще дотепер прийнято розглядати антиподом фінансових ринків.

Також дискусійним є визначення поняття «фінансові активи», що є ключовим у цитованому Законі, оскільки воно суперечить міжнародним стандартам фінансової звітності (а саме, розглядає фінансові інструменти видом фінансових активів, а не навпаки).

З огляду на усе зазначене, орієнтуватися на вітчизняне законодавче визначення ринків фінансових послуг у наукових дослідженнях (зокрема, і у цьому дослідженні) як на замінник поняття «фінансові ринки» неправильно.

Серед основних видів фінансових ринків, що виділяються у сучасній фінансовій теорії та у діловій практиці (рис. 2.7), усі відіграють певну роль у формуванні середовища для діяльності корпорацій.

² У такому визначенні можна бачити концептуальну помилку логіки – неприпустимо визначати невідоме поняття через інше, яке є похідним від нього. Можливо, для цілей конкретного Закону такий підхід є виправданим, але для наукових цілей є абсолютно неприйнятним.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

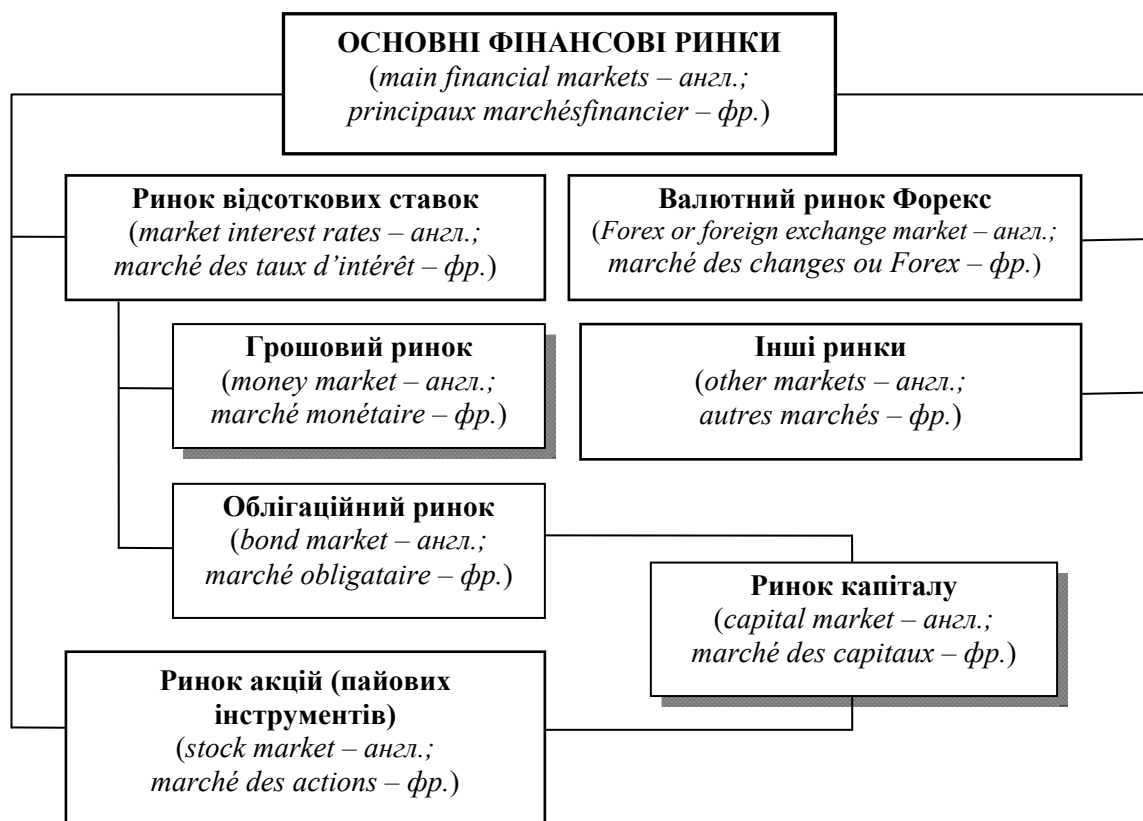


Рис. 2.7. Класифікація фінансових ринків

Джерело: власна розробка автора.

Активність корпорацій саме на цих фінансових ринках (рис. 2.7) є предметом даного дослідження. Причому, необхідно зауважити, що наведені на рис. 2.7 назви основних фінансових ринків не слід ототожнювати з аналогічними поняттями, що використовуються у термінології вітчизняного законодавства. Зокрема, йдеться про поняття «ринки капіталу» відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки»: ринки капіталу – це фондовий ринок, ринок деривативних фінансових інструментів та грошовий ринок [101, ст. 4, ч. 1, п. 1].

У наведеному законодавчому визначенні грошовий ринок помилково розглядається як різновид ринків капіталу, хоча з наукової точки зору ринок капіталу та грошовий ринок є антиподами – окремими видами фінансового ринку, що

виділяють залежно від періоду обігу та функціонального призначення фінансових інструментів:³

а) грошовим є ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу виступають короткострокові високоліквідні та надійні (з низьким ризиком) боргові фінансові інструменти (які у окремих випадках прирівнюють до грошей і називають еквівалентами грошових коштів – *cash equivalents*);

б) ринком капіталів є ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу виступають фінансові інструменти, які не належать до інструментів грошового ринку і дозволяють емітентам залучати кошти, як правило, на тривалий строк.

Хоча вітчизняне законодавство у сфері фінансових ринків є недосконалим і обтяжене колізіями, його неможливо ігнорувати у процесі наукового дослідження, принаймні з двох взаємопов'язаних причин:

– по-перше, вітчизняні корпорації змушені діяти виключно у межах цього законодавства;

– по-друге, основну частину наявної статистичної інформації щодо фінансових ринків збирають саме у контексті чинних правових норм.

Під активністю корпорацій на фінансовому ринку пропонується розуміти сукупність усіх операцій зазначених суб'єктів на цьому ринку. У свою чергу, конкретизації підлягає поняття корпоративної операції на фінансовому ринку: корпоративна операція на фінансовому ринку – це окрема частина бізнес-процесу корпорації, що здійснюється у визначеній послідовності і передбачає використання ринкових фінансових інструментів, або на них спрямована.

Корпоративні операції на фінансовому ринку можна класифікувати залежно від виду ринкових фінансових інструментів (операції з фінансовими активами, зобов'язаннями та

³ Такий підхід до класифікації фінансових ринків домінує як у закордонних (а саме західних) джерелах, так і у працях багатьох вітчизняних науковців, зокрема, професора І.О. Бланка [15, с. 258–260].

інструментами власного капіталу) і за низкою інших класифікаційних ознак. Але першочергове значення має уточнення поняття «ринковий фінансовий інструмент».

Окремі фінансові інструменти мають властивість здійснювати обіг на ринку, що передбачає перехід фінансового активу від одного суб'єкта до іншого, при цьому сторона, яка має фінансове зобов'язання або інструмент власного капіталу – емітент фінансового інструмента – не змінюється. З огляду на це можна поділити усі фінансові інструменти на ринкові та неринкові – інструменти, які відповідно можуть і не можуть бути об'єктами торгівлі на ринку.

Ринкові – це фінансові інструменти, які можуть бути об'єктами торгівлі на ринку.

Як правило, ринковими є стандартизовані контракти, котрі можуть випускатися значними сукупностями (саме тому вони є адаптованими до обігу на ринку), а неринковими – одиничні контракти, що посвідчують специфічні двосторонні відносини (тому вони є низьколіквідними, або, взагалі, неліквідними із-за проблем, пов'язаних з передачею прав та зобов'язань щодо них третім особам). Наприклад, акція є ринковим фінансовим інструментом, а кредитний договір – неринковим.

Роль ринкових фінансових інструментів особливо значна для великих і середніх корпорацій в усьому світі, крім фінансово відсталих країн. А для фінансових корпорацій, для яких діяльність на фінансових ринках є основним видом їхньої діяльності, роль цих інструментів виключна.

Види ринкових фінансових інструментів:

1. Цінні папери, що підлягають обігу (*Transferable Securities*) – акції, облігації та інші довгострокові боргові цінні папери, які можуть здійснювати обіг на ринку, депозитарні розписки.

2. Інструменти грошового ринку (*Money-market Instruments*) – короткострокові боргові цінні папери:⁴ векселі (і папери,

⁴ Відповідно до вітчизняного законодавства мають період до погашення у момент емісії (видачі) 397 днів або менше [101, ст. 7, ч. 3, п. 3].

подібні до них, наприклад, комерційні папери – в Україні немає), депозитні та ощадні сертифікати, короткострокові казначейські зобов'язання тощо.

3. Цінні папери інститутів спільного інвестування – в Україні до них належать акції корпоративних інвестиційних фондів та інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів.

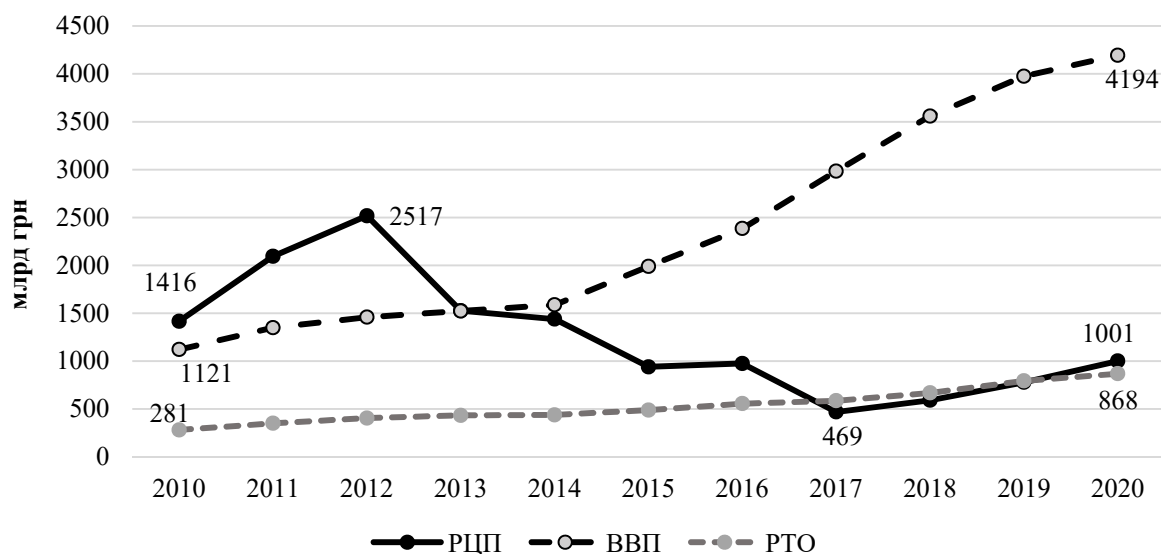
4. Різноманітні деривативи (*derivatives*) або похідні фінансові інструменти [166, дод. 1, секція С].

Основними ринковими фінансовими інструментами в Україні є цінні папери, що відображено у чинному законодавстві [101, ст. 7, ч. 1], хоча і тут не обійшлося без колізії – у вітчизняному Законі, на який зроблено посилання, цінні папери протиставляють інструментам грошового ринку, що є грубою помилкою. Насправді, загальновідомо: інструменти грошового ринку у правових системах різних країн зазвичай мають статус цінних паперів і Україна не є винятком відповідно до того ж самого Закону [101, ст. 7, ч. 3].

З огляду на домінування цінних паперів у складі ринкових фінансових інструментів основну увагу під час аналізу активності корпорацій України на фінансовому ринку необхідно приділити саме ринку цінних паперів. Стан цього ринку в Україні є нестабільним, про що свідчить динаміка обсягу торгів на ньому останніми роками (рис. 2.8) порівняно з обсягами ВВП та роздрібного товарообороту підприємств роздрібною торгівлі (юридичних осіб).

Динаміка обсягу торгів на ринку цінних паперів, що спостерігалася упродовж 2013–2017 рр. (рис. 2.8), відображає реакцію ринку на відомі події, пов'язані з агресією Росії проти України (суттєвий економічний тиск на Україну з боку Росії, що передував військовій конфронтації, розпочався у кінці травня 2013 року). Лише останнім часом (починаючи з 2018 року) можна з обережністю говорити про поступове відновлення ринку цінних паперів та активності його учасників.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні



Умовні позначення: РЦП – обсяг торгів на ринку цінних паперів (за вирахуванням депозитних сертифікатів); ВВП – валовий внутрішній продукт у фактичних цінах; РТО – роздрібний товарообіг підприємств роздрібною торгівлі (юридичних осіб).

Рис. 2.8. Обсяг торгів на ринку цінних паперів в Україні за 2010–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [32, 42] та власних досліджень.

Регулярне (систематичне) здійснення корпорацією певних операцій з ринковими фінансовими інструментами відповідно до вищенаведених визначень становить корпоративну діяльність на фінансовому ринку. Усі види корпоративної діяльності на фінансовому ринку України, відповідно до чинного законодавства, можуть здійснюватися виключно на професійних засадах.

Нефінансова корпорація, згідно з вітчизняним законодавством, є лише споживачем фінансових послуг (тобто змушена для виходу на фінансові ринки користуватися послугами фінансових корпорацій, що фактично виконують роль посередників). Вона не може отримати правовий статус професійного учасника ринку капіталів [101, ст. 4] або фінансової установи [102, ст. 5], що дозволяє без участі фінансових

посередників провадити окремі види корпоративної діяльності на фінансовому ринку (самостійно надавати фінансові послуги).

Не зважаючи на зазначене обмеження, нефінансова корпорація в Україні може здійснювати такі корпоративні операції на фінансовому ринку:

1) індивідуального фінансового інвестування з метою:

– збереження, накопичення та примноження тимчасово вільних коштів (об'єктами інвестування у цьому разі, зазвичай, виступають надійні і ліквідні боргові цінні папери; для підприємств не є характерним здійснення спекулятивних операцій, орієнтованих на отримання прибутку за рахунок коливань ринкової ціни ризикованих фінансових інструментів);

– досягнення контролю над окремими підприємствами – емітентами фінансових інструментів (у цьому разі об'єктами інвестування є переважно акції);

2) випуску (емісії, розміщення, виписування) окремих видів цінних паперів:

– акцій – пайових емісійних цінних паперів без встановленого строку обігу, що засвідчують участь у статутному капіталі акціонерного товариства, закріплюють за їхнім власником статус акціонера з відповідними правами, передбаченими законодавством, і статутом акціонерного товариства;

– облігацій підприємств – боргових емісійних цінних паперів, які засвідчують факт надання позики підприємству-емітенту та підтверджують зобов'язання щодо її повернення з виплатою (або без) певної винагороди – відсотків (процентів);

– векселів – боргових цінних паперів, що засвідчують безумовне грошове зобов'язання векселедавця або нічим не обумовлену пропозицію (наказ) векселедавця платнику сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселетримачу);

– заставних – боргових цінних паперів, які засвідчують безумовне право його власника на отримання від боржника виконання за основним зобов'язанням, а у разі невиконання основного зобов'язання – право звернути стягнення на предмет іпотеки;

3) з цінними паперами власного випуску: деномінації, дроблення, консолідації, викупу, конвертації;

4) інші – щодо здійснення різних видів передачі ринкових фінансових інструментів: у заставу, як внесок до статутного капіталу тощо.

У процесі здійснення зазначених операцій нефінансові корпорації реалізують функціональний потенціал фінансових ринків.

Найважливішою економічною функцією фінансових ринків є передача (перерозподіл) фінансових активів від одних економічних суб'єктів (не лише корпорацій, але й домогосподарств та інших інституційних одиниць), що витрачають їх у меншому обсязі, ніж отримані доходи, іншим суб'єктам, які мають потребу витратити більше своїх доходів.

Крім цієї найважливішої економічної функції, іншими основними економічними функціями фінансових ринків є:

1. Ціноутворення – встановлення пропорції розподілу коштів інвесторів між окремими інструментами та визначення вартості (*cost*) капіталу для їхніх емітентів.

2. Забезпечення ліквідності – надання інвесторам механізму для продажу фінансових інструментів.

3. Зниження трансакційних витрат:

– витрат на пошук – створення умов для економії явних витрат, наприклад, грошей, витрачених на рекламу своїх намірів купити або продати фінансові інструменти, а також неявних витрат, наприклад, витрат часу на знаходження контрагента;

– витрат на інформацію – відображення у ціні фінансових інструментів сукупної інформації, накопиченої усіма учасниками ринку про справжню цінність цих інструментів, наслідком чого є економія витрат часу і коштів на проведення власних досліджень [134, с. 19–20].

Цей перелік можна доповнити ще однією важливою функцією – хеджування, яка полягає у створенні механізмів захисту від фінансових та комерційних ризиків шляхом здійснення операцій з фінансовими інструментами (зокрема, операцій з деривативами).

Ринкові фінансові інструменти можуть використовуватися як засоби реалізації корпоративних фінансових рішень, оскільки здатні виконувати низку важливих функцій:

1. Замінювати наявні грошові кошти у разі їхньої недостатності (відсутності) та в інших ситуаціях для здійснення розрахунків з контрагентами (наприклад, корпорація може виписати вексель і передати його постачальнику у рахунок оплати замість грошей за поставлені товари).

2. Обмінювати сподівані майбутні грошові надходження на наявні гроші (як-от, у разі розміщення облігацій, коли підприємство залучає грошові кошти в обмін на зобов'язання погасити основну суму боргу та сплатити проценти у майбутньому) для забезпечення можливості здійснення різноманітних поточних платежів та інвестування в активи.

3. Бути засобами збереження і примноження тимчасово вільних грошей (наприклад, у разі сезонного характеру діяльності корпорації) або грошей, що накопичуються для виконання майбутніх зобов'язань (як-от, у разі створення спеціального фонду для погашення облігацій підприємства, кредиту або виконання інших зобов'язань). У цій ситуації корпорація інвестує грошові кошти у ринкові фінансові інструменти – відбувається обмін наявних грошей на майбутні грошові надходження. Для виконання цієї функції найбільш придатними за нормальної фінансової ситуації у країні є державні боргові цінні папери.

Також за допомогою окремих видів ринкових фінансових інструментів корпорація може здійснювати:

– рефінансування зобов'язань – за допомогою нових фінансових зобов'язань, що передбачає погашення старого випуску облігацій підприємства за рахунок нового, унаслідок чого виплата у рахунок погашення основної суми боргу за старим випуском фактично відкладається на майбутнє, а отримання при цьому наявних грошей за новим випуском не відбувається;

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

– регулювання структури капіталу – за допомогою обмінів фінансових зобов'язань на інструменти власного капіталу корпорації (зокрема, конвертування облигацій в акції або здійснення розміщення додаткового випуску акцій із використанням залучених коштів для дострокового викупу та погашення облигацій) або навпаки (розміщення облигацій із використанням залучених коштів для викупу й погашення частини акцій);

– забезпечення придбання об'єктів нерухомості – за допомогою заставних;

– вплив⁵ на фінансові та комерційні ризики – за допомогою деривативів;

– легалізацію створення корпорації та її входження до складу об'єднань або вертикально інтегрованих структур (холдингів), перерозподіл прав власності та контролю серед її власників – за допомогою інструментів власного капіталу;

– оптимізацію грошових потоків (наприклад, мінімізацію податкових платежів, виведення коштів в офшори);

– злиття та поглинання корпорацій, захист від ворожого (рейдерського) поглинання тощо.

З активністю нефінансових корпорацій на вітчизняному фінансовому ринку безпосередньо пов'язані три важливі джерела фінансування, які на рис. 2.9 обведені подвійною лінією. Важливо звернути увагу, що не усі ці джерела можуть бути доступними будь-якій корпорації:

1) доходи від інвестування у ринкові фінансові активи – джерело, що є доступним для усіх корпорацій, крім тих, які не мають інвестиційних ресурсів (вільних грошових коштів) і не можуть здійснити придбання відповідних цінних паперів (переважно інструментів грошового ринку), здатних забезпечити отримання доходів;

⁵ *Risktreatment* (англ.) відповідно до термінології міжнародних стандартів з менеджменту ризиків ISO [36, п. 6.5].



*Рис. 2.9. Джерела фінансування нефінансової корпорації
Джерело: власна розробка автора.*

2) розміщення додаткових випусків акцій – джерело, що є доступним виключно для корпорацій, які є акціонерними товариствами, за умови наявності платоспроможного попиту на додаткові акції;

3) розміщення нових випусків облігацій підприємства – джерело, що є доступним для тих корпорацій, які мають достатній кредитний рейтинг (низький ризик дефолту та належну кредитну історію) за оцінками інвесторів.

Три вищезазначені джерела можна називати ринковими джерелами корпоративного фінансування.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

На рис. 2.9 окремо не згадується зовнішнє джерело фінансування, яке пов'язане з використанням інструментів грошового ринку і забезпечує задоволення потреби у залученні значних сум коштів на нетривалий строк, оскільки це джерело є доступним виключно для потужних фінансових установ та транснаціональних компаній (фінансово-промислових груп). Саме тому для вітчизняних підприємств, що належать до нефінансових корпорацій, на поточний момент має сенс розглядати активність на грошовому ринку виключно у ролі індивідуальних інвесторів, а не емітентів, які залучають кошти.

Особливістю ринкових джерел корпоративного фінансування є те, що ефективність їхнього використання залежить не тільки від корпорації, яка має у них потребу, але й від кон'юнктури фінансового ринку.

Перше джерело – доходи від інвестування у ринкові фінансові активи – є сенс використовувати виключно за умови перевищення дохідності такого інвестування над дохідністю альтернативних варіантів, що мають порівняний ризик, а також дохідністю від інвестування коштів у діяльність самої корпорації.

Друге та третє джерела, які пов'язані з розміщенням емісійних цінних паперів, є сенс використовувати, якщо вартість (*cost*) залучених коштів не перевищує вартості залучення із альтернативних джерел, порівняних за тривалістю терміну (за дюрацією) та складом зобов'язань, які бере на себе корпорація-емітент. Проте, в окремих ситуаціях рішення про використання цих джерел передбачає врахування значно більшої кількості специфічних чинників впливу на перспективи подальшого обігу цінних паперів на ринку капіталу.

За умов дефіциту інвестиційних ресурсів на вітчизняному ринку капіталу упродовж усього періоду його функціонування можливість залучення значних коштів за допомогою емісії акцій та облігацій (другого і третього джерела ринкового корпоративного фінансування), якою могли б скористатися

вітчизняні корпорації, існувала лише на закордонних (міжнародних) фондових біржах, серед яких основними були: Варшавська, Франкфуртська та Лондонська. До того ж, цією можливістю змогли скористатися лише окремі великі вітчизняні корпорації, і лише упродовж окремих відносно нетривалих проміжків часу сприятливої кон'юнктури. Одним із найуспішніших для українських нефінансових корпорацій (а саме, для агрохолдингів) у використанні цих ринкових джерел корпоративного фінансування був період з 2006 по 2011 рр. (за винятком 2009 р.), що описано у низці досліджень, зокрема [12].

Аналіз активності нефінансових корпорацій на вітчизняному фінансовому ринку з урахуванням викладених теоретичних засад передбачає використання великого масиву статистичної інформації (історичних даних), повноцінне формування якого передбачає звернення до платних джерел. На основі лише тієї інформації, яка є у публічному доступі на безоплатній основі, можна дослідити тільки окремі загальні моменти, пов'язані з інвестуванням у цінні папери, емісійною активністю корпорацій та станом обігу корпоративних цінних паперів (акцій і облігацій підприємств).

Загальну інвестиційну активність нефінансових корпорацій можна оцінити на основі даних про номінальну вартість цінних паперів, що належать їхнім власникам, за даними депозитарних установ, які збирає Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) і оприлюднює у своїх щорічних звітах. З 2013 року ця інформація подається у розрізі окремих видів депонентів, серед яких виділяється група «Депоненти – юридичні особи-резиденти (за винятком нижченаведених юридичних осіб)». Якщо проаналізувати повний склад видів депонентів, то стає очевидним, що зазначена група складається з депонентів – вітчизняних нефінансових корпорацій. Як свідчить рис. 2.10, у власності українських нефінансових корпорацій перебуває достатньо суттєва частка наявних цінних паперів – 26,4% від їхньої сукупної номінальної вартості на кінець 2020 року.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

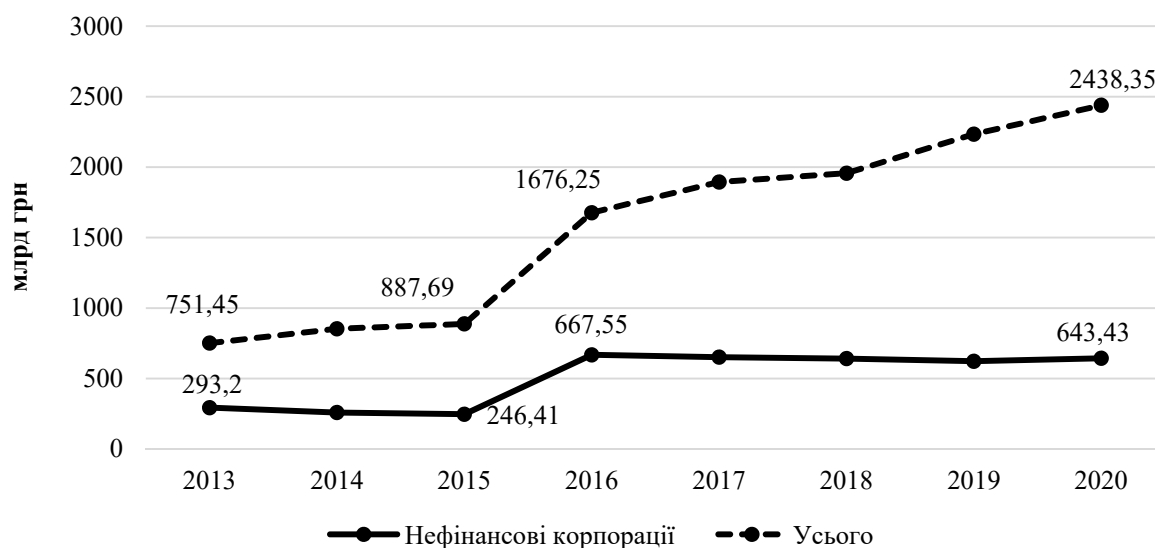


Рис. 2.10. Номінальна вартість цінних паперів, що належать їхнім власникам, за даними депозитарних установ в Україні за 2013–2020 рр. (дані на кінець року)

Джерело: складено автором на основі [42] та власних досліджень.

На рис. 2.10 привертає увагу стабільність обсягів номінальної вартості цінних паперів, що належать нефінансовим корпораціям, упродовж останніх років (з 2017 року) на тлі зростання загального обсягу майже у 1,5 раза. Значно більш інвестиційно активними в Україні порівняно з нефінансовими корпораціями останніми роками були «Депонент – держава Україна» та нерезиденти.

Вертикальний аналіз загальної номінальної вартості іменних цінних паперів, які належать власникам цінних паперів з розподілом за фінансовими інструментами, за даними річних звітів НКЦПФР дозволяє встановити причину суттєвого збільшення номінальної вартості цінних паперів, що належать їхнім власникам, на кінець 2016 року (рис. 2.10). Це сталося за рахунок збільшення приблизно утричі номінальної вартості облігацій внутрішніх державних позик, які належать власникам цінних паперів. Натомість, значущість акцій та, особливо, облігацій підприємств як інструментів інвестування у 2016 році загалом зменшилася (рис. 2.11).

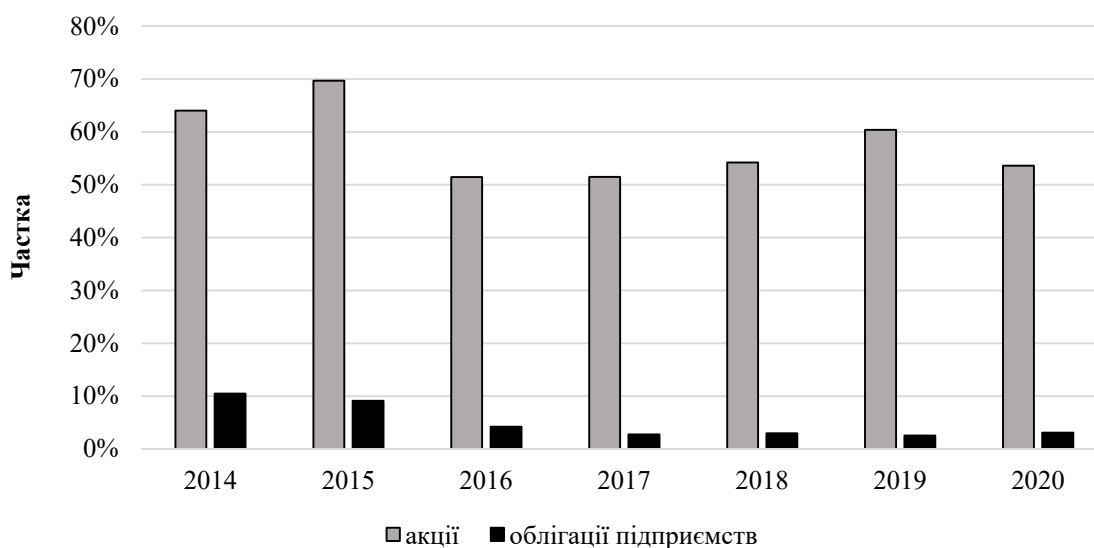


Рис. 2.11. Частка акцій та облігацій підприємств від загальної номінальної вартості цінних паперів, що належать їхнім власникам, за 2014–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [42].

Хоча у звітах НКЦПФР не розкривається структура загальної номінальної вартості цінних паперів з розподілом за фінансовими інструментами для нефінансових корпорацій, можна припустити, що вони мають у власності приблизно таку саму частку акцій, яку ілюструє рис. 2.11, для усіх власників цінних паперів. Якщо це так, то є свідченням здійснення активних операцій інвестування в акції з боку нефінансових корпорацій, що можна пояснити, передусім, потребами легалізації входження до складу об'єднань або вертикально інтегрованих господарських структур (холдингів, фінансово-промислових груп), перерозподілу прав власності на активи акціонерних товариств та забезпечення впливу на їхню діяльність.

За результатами проведеного аналізу без остаточної відповіді залишилося важливе питання: чому номінальна вартість цінних паперів, що знаходяться у власності нефінансових корпорацій, не демонструє тієї самої закономірності, що й

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

сукупна номінальна вартість для усіх власників (рис. 2.12)? З'ясування відповіді на це питання передбачає проведення подальших поглиблених досліджень.

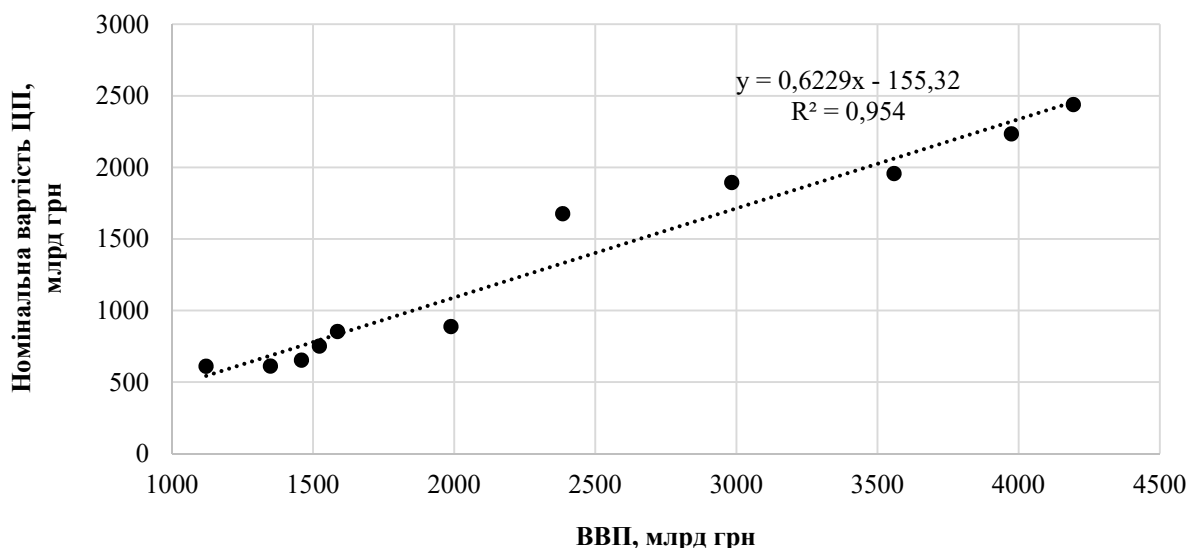


Рис. 2.12. Співвідношення між ВВП у фактичних цінах та номінальною вартістю цінних паперів (ЦП), що належать їхнім власникам, в Україні за 2010–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [32, 42] та власних досліджень.

Незважаючи на відносно малу кількість спостережень (у динамічному ряді, що аналізувався, представлено лише 11 значень), модель лінійної регресії на рис. 2.12 є статистично достовірною та адекватною. Це підтверджує суттєве (наближене до одиниці) значення коефіцієнта детермінації (R-квадрат), яке відображене на рис. 2.12, та результати регресійного аналізу:⁶ значимість коефіцієнта Фішера, p -значення для кутового коефіцієнта та вільного члена у рівнянні прямої – у допустимих межах; залишки моделі демонструють випадковий характер, ефект гетероскедастичності не спостерігається.

Побудована модель свідчить, що приріст ВВП в Україні на 1 грн упродовж останнього десятиліття супроводжувався

⁶ Отримані за допомогою процедури Excel «DataAnalysis – Regression» (з огляду на значний обсяг у цьому матеріалі не наводяться).

приростом номінальної вартості цінних паперів, які належать їхнім власникам, у середньому приблизно на 62 коп. Але, необхідно ще раз підкреслити, що ця закономірність з невізначених причин не підтверджується для вітчизняних нефінансових корпорацій, про що свідчить рис. 2.13.

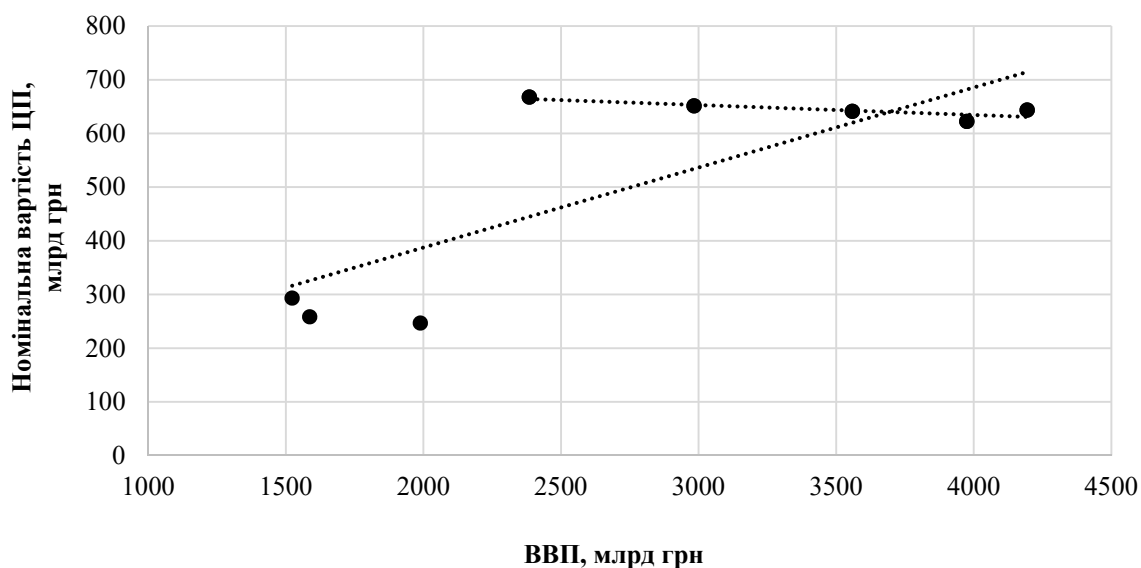


Рис. 2.13. Співвідношення між ВВП у фактичних цінах та номінальною вартістю цінних паперів (ЦП), що належать нефінансовим корпораціям, в Україні за 2013–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [32, 42] та власних досліджень.

Емісійну активність корпорацій в Україні можна оцінити за даними про обсяги зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств, що публікуються у звітах НКЦПФР.

Загалом, динаміка цих обсягів нагадує геометричний броунівський рух (або так зване випадкове блукання), для якого характерно, що показник сили зростання є випадковою величиною з нормальним законом розподілу (або те саме, що й показник темпу зростання є випадковою величиною з логарифмічно нормальним законом розподілу). Динаміку обсягів зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств ілюструє рис. 2.14.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

Як видно на рис. 2.14, зміни обсягів зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств є протилежними. Але робити припущення про існування закономірності, згідно з якою зменшення обсягів випуску акцій компенсується збільшенням обсягів випуску облігацій підприємств, неправильно, оскільки обсяги випусків цих цінних паперів суттєво відрізняються.

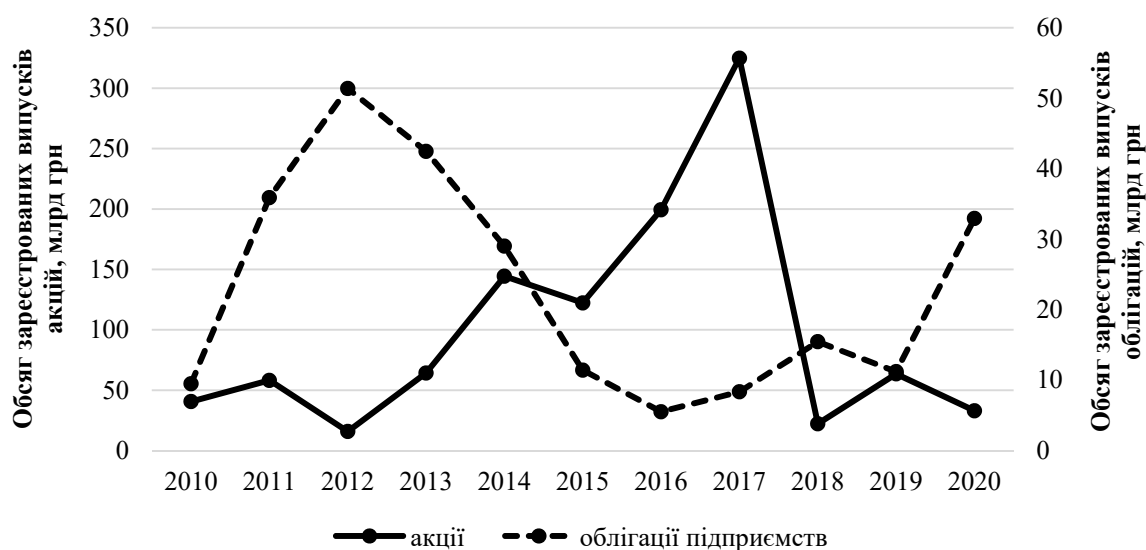


Рис. 2.14. Обсяги зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств в Україні за 2010–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [42].

Середньорічний обсяг зареєстрованих випусків акцій за 2010–2020 рр. у 4,3 раза перевищує середньорічний обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств. Цю різницю ілюструє розбіжність значень на лівій та правій вертикальній осі (рис. 2.14).

Випадкове блукання, яке нагадує динаміку показників на рис. 2.14, є притаманним для ринкового курсу акцій і свідчить про відсутність будь-яких тенденцій.

Для перевірки гіпотези про те, що значення показників сили зростання обсягів зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств в Україні є реалізацією випадкової величини з нормальним законом розподілу, необхідно:

- а) уточнити сутність показника сили зростання;

б) доповнити динамічні ряди за 2010–2020 рр. показниками за усю історію спостережень реєстрації випусків акцій та облігацій підприємств НКЦПФР – тобто, з 1996 року, з огляду на малу кількість даних;

в) обрати критерій для перевірки статистичної гіпотези та реалізувати процедуру його застосування.

Показником сили зростання є натуральний логарифм темпу зростання:

$$\delta = \ln \frac{y_i}{y_{i-1}}, \quad (2.5)$$

де δ – сила зростання;

y – показник, динаміка якого досліджується, – обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів корпорацій (акцій або облігацій підприємства).

Наведений показник сили зростання за формулою (2.5) є аналогом показника *forceofinterest* (сили вигідності, або сили дохідності), що обчислюється за одиничний період і за своєю природою є особливим видом відсоткової ставки для безперервного нарощування та дисконтування грошових потоків у фінансовому моделюванні.

Доповнені динамічні ряди обсягів зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств за 1996–2020 рр. і значення показників сили зростання ілюструє табл. 2.7.

Незважаючи на те, що після доповнення динамічні ряди мають по 25 показників (відповідно, ряди показників сили зростання – по 24 значення), така кількість даних може вважатися малою для перевірки статистичної гіпотези. Тому необхідно обирати критерій перевірки, який був би адаптованим для малої вибірки даних. Таким критерієм є критерій Шапіро-Вілка (*Shapiro-Wilk*),⁷ що передбачає використання статистики (статистичного показника) W_H .

⁷ Цей критерій для перевірки гіпотези про те, що елементи невеликої за обсягом вибірки є реалізацією випадкової величини з нормальним законом розподілу, був опублікований у 1965 р. Семюелем Сенфордом Шапіро та Мартіном Вілком [197].

**Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами
корпорацій в Україні**

Таблиця 2.7

**Обсяги зареєстрованих випусків акцій та облігацій
підприємств в Україні за 1996–2020 рр.**

Рік	Акції		Облігації підприємств	
	Обсяг, млрд грн	Сила зростання	Обсяг, млрд грн	Сила зростання
1996	1,95	–	0,01	–
1997	9,97	1,632	0,12	2,207
1998	12,49	0,225	0,01	-2,654
1999	7,92	-0,456	0,13	2,781
2000	15,49	0,671	0,07	-0,637
2001	21,92	0,347	0,69	2,296
2002	12,8	-0,538	4,27	1,818
2003	18,02	0,342	4,24	-0,008
2004	28,34	0,453	4,11	-0,032
2005	24,81	-0,133	12,75	1,133
2006	43,54	0,562	22,07	0,549
2007	50	0,138	44,48	0,701
2008	46,14	-0,080	31,35	-0,350
2009	101,07	0,784	10,11	-1,132
2010	40,59	-0,912	9,49	-0,063
2011	58,16	0,360	35,91	1,331
2012	15,84	-1,301	51,39	0,358
2013	64,23	1,400	42,47	-0,191
2014	144,35	0,810	29,01	-0,381
2015	122,3	-0,166	11,42	-0,932
2016	199,36	0,489	5,52	-0,727
2017	324,84	0,488	8,35	0,414
2018	22,28	-2,680	15,46	0,616
2019	63,54	1,048	11,21	-0,321
2020	32,98	-0,656	32,95*	1,078

* Без урахування випусків, номінованих у дол. США та євро у 2020 р.

Джерело: складено автором на основі [42].

Статистику W_H обчислюють за формулою:

$$W_H = \frac{U^2}{(n-1)S_x^2}, \quad (2.6)$$

де $U = \sum_{i=1}^n a_{n,i} [x_{(n+1-i)} - x_{(i)}]$ – статистичний параметр;

$a_{n,i}$ – постійні коефіцієнти (константи), значення яких наводяться у спеціальних таблицях і є залежними від n ;

n – кількість значень у вибірці (обсяг вибірки);

$x_{(i)}$ – i -й елемент упорядкованої вибірки випадкової величини, що досліджується (у цьому дослідженні – сили зростання);

S_x^2 – оцінка дисперсії випадкової величини за даними вибірки (вибіркова дисперсія).

Обчислене значення W_H порівнюють з критичним значенням $W_H(\alpha)$ порядку α , який для економічних досліджень зазвичай приймають рівним 0,05. Ці критичні значення $W_H(\alpha)$ наводяться у спеціальних статистичних таблицях.

Якщо $W_H > W_H(\alpha)$, то можна зробити висновок, що гіпотеза про нормальний розподіл випадкової величини не суперечить фактичним даним спостережень.

Процедура перевірки гіпотези про нормальність розподілу випадкової величини за критерієм Шапіро-Вілка з її реалізацією за допомогою *MS Excel* описана у джерелі [22, с. 321–326]. У цьому самому джерелі наведено статистичні таблиці постійних коефіцієнтів $a_{n,i}$ [22, с. 551–553] та критичні значення [22, с. 554].

У разі здійснення перевірки двох окремих гіпотез про те, що показники сили зростання обсягів зареєстрованих випусків акцій та облігацій підприємств в Україні (зміни яких ілюструють рис. 2.15 та рис. 2.16 відповідно) є випадковими величинами з нормальним законом розподілу, значення W_H становлять: для акцій – 0,924; для облігацій – 0,975. Обидва вони перевищують критичне значення $W_H(\alpha) = 0,916$.

Розділ 2. Проблеми і закономірності управління фінансами корпорацій в Україні

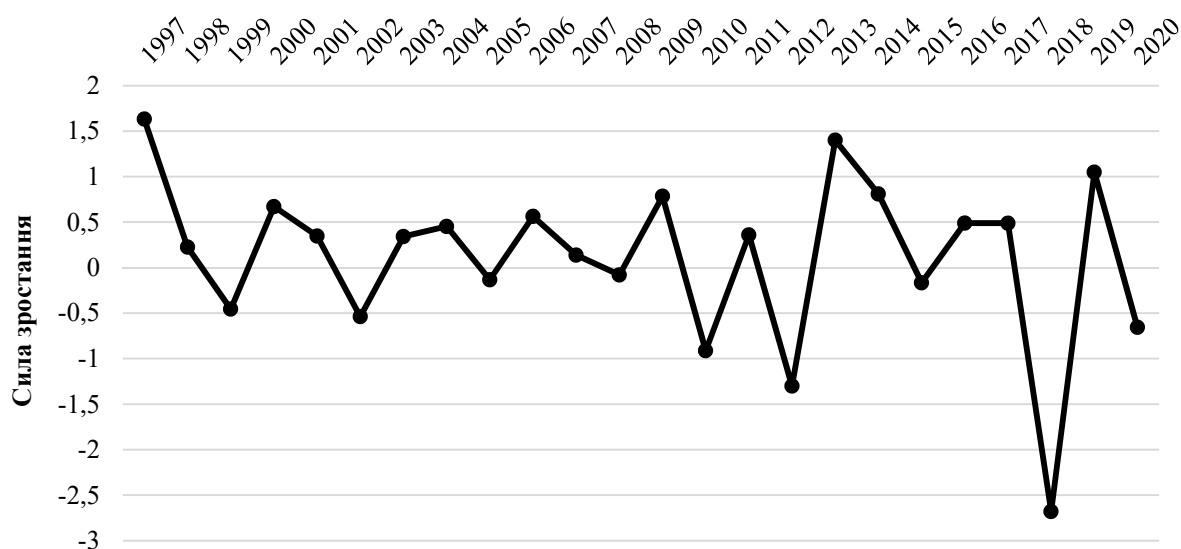


Рис. 2.15. Геометричний броунівський рух (випадкове блукання) сили зростання обсягу зареєстрованих випусків акцій в Україні за 1996–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [42].

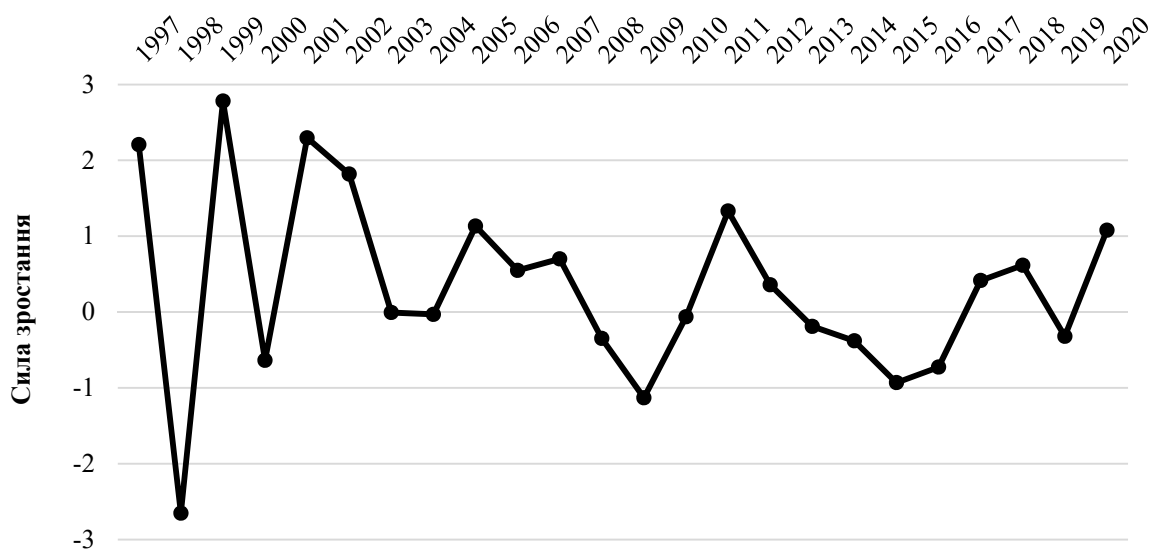


Рис. 2.16. Геометричний броунівський рух (випадкове блукання) сили зростання обсягу зареєстрованих випусків облігацій підприємств в Україні за 1996–2020 рр.

Джерело: складено автором на основі [42].

Отримані результати свідчать, що за критерієм Шапіро-Вілка гіпотеза про нормальний розподіл випадкової величини сили зростання обсягу зареєстрованих випусків як акцій, так і облігацій підприємств в Україні не суперечить фактичним даним спостереження.

Отже, такі результати дозволяють зробити висновок про відсутність підстав для проведення подальших поглиблених досліджень з метою пошуку закономірностей змін обсягу випусків акцій та облігацій підприємств і загалом емісійної активності корпорацій в Україні. Результати аналізу дають підстави стверджувати, що емісійна активність корпорацій в Україні є стохастичним процесом, закономірності якого встановити проблематично.

Розділ 3

АДАПТИВНІ ІНСТРУМЕНТИ УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМИ ФІНАНСАМИ

3.1. Інноваційні методи та інструменти управління корпоративними фінансами

В умовах випереджаючого зростання використання інформаційних технологій змінився режим управління корпоративними фінансами. Сфера управління розширилася від внутрішньої до зовнішньої. Методи та інструменти управління корпоративними фінансами також мають адаптуватися до цієї зміни. В епоху глобального впровадження інформаційних систем і засобів управління новаторство режиму корпоративного фінансового управління полягає не лише у раціональному плануванні та використанні власних ресурсів компанії, а й у включенні різних категорій соціальних ресурсів, необхідних для проведення операцій компанії. Це дослідження присвячене актуальній проблемі створення системи управління корпоративними фінансами з урахуванням інноваційних інформаційних технологій, розподіленої обробки інформації та розвитку Інтернету.

В епоху інтенсивної цифрової трансформації, що обумовлена у тому числі й пандемією COVID-19, технологічні інструменти управління корпоративними фінансами також суттєво змінилися. Першими програмними продуктами, які у тому або іншому ступені автоматизували управління корпоративними фінансами, були автоматизовані робочі місця

(АРМ), що було революцією, оскільки такі рутинні операції як бухгалтерський облік, облік матеріальних запасів тощо було довірено комп'ютерам, які суттєво оптимізували ці процеси.

Наступним етапом еволюції інструментів управління корпоративними фінансами була інтеграція розрізнених АРМів у єдині комплексні системи. Результати таких об'єднань отримали назву MRP. MRP – це Material Requirements Planning, тобто система, що дає змогу планувати потреби корпоративного підприємства у ресурсах і своєчасно їх використовувати. На сучасному етапі управління корпоративними фінансами виходять на новий рівень. Інтернет-технології, розподілені мережі, швидкі зміни в інформаційному просторі потребують іншого підходу до управління фінансами.

Проблематика моделювання сучасних систем управління фінансами підприємств більш якісно розкрита в іноземних джерелах. Е. Генрі і Т.Р. Робінсон вважають, що інформаційні технології та інтелектуальні системи дають змогу автоматизувати процеси прийняття рішень з управління фінансами, значно спрощуючи процес вибору оптимального рішення фінансовим менеджером підприємства. Проте конкурентне середовище породжує дуже велику кількість програмних додатків, серед яких потрібно вибрати ті, які дадуть змогу замовнику і користувачу максимально ефективно використовувати їхні можливості. Така точка зору викладена у дослідженні, що здійснили Б. Бахарех та С.Й. Майелі [160]. Сучасні засоби інтелектуальної обробки даних управління корпоративними фінансами підприємства здійснюється за новою схемою автоматизації процесу прийняття рішень. Це стосується розроблення систем підтримки прийняття рішень (СППР) – як інтерактивної комп'ютерної системи, призначеної для підтримки різних видів діяльності під час прийняття рішень.

При виборі інноваційних методів та інструментів у системі управління корпоративними фінансами на підприємстві варто провести аналіз предметної галузі та обрати відповідне інноваційне програмне рішення. Аналіз предметної галузі – це мета, для досягнення якої необхідно виконати системний

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

аналіз тієї предметної галузі, якої стосується майбутня система, тобто провести усебічне дослідження об'єкта процесу управління корпоративними фінансами підприємства. Вибираючи програмне рішення, необхідно проаналізувати й обрати такі програмні і технічні засоби наявної інтелектуальної системи, які максимально задовольнили б її користувача. Вибір середовища використання системи має дві основні складові, якими є визначення видів, типів та необхідних параметрів програмного й технічного забезпечення, що мало б використовуватися для коректної роботи реалізованої системи управління корпоративними фінансами підприємств [66].

У середовищі засобів інтелектуальної обробки даних управління корпоративними фінансами підприємства здійснюється за новою схемою. За допомогою застосування інтернет-технологій воно може оптимізувати бізнес-процеси, такі як розрахунки, облік, звітність, аналіз, управління й контроль, а також здійснювати віддалене оброблення фінансових даних, відшкодування, аудит, моніторинг тощо; він може бути посилений у зовнішній та фінансовій інформації у різних комунікаціях та посередництві ланцюгів поставок. Така інноваційна модель управління корпоративними фінансами дає змогу компаніям домогтися централізованого управління через мережі передачі даних і обміну даними, а також встановлює тісну співпрацю між внутрішніми підрозділами компанії та іншими компаніями, обмін ресурсами. Ресурси компанії будуть більш ефективно оптимізовані [66].

Вивчаючи процес управління корпоративними фінансами, розроблено концептуальну модель системи управління корпоративними фінансами із застосуванням сучасних інформаційних технологій та засобів оброблення й аналізу даних (рис. 3.1).

Ефективне управління корпоративними фінансами має базуватися на розподілі фінансової сили через послаблення абсолютного керівництва відповідних відомств шляхом надання свободи контролю та складання планів і бюджетних звітів відповідно до фактичної ситуації розвитку компанії.

Інноваційні методи управління корпоративними фінансами мають базуватися на інформаційних платформах з інтеграцією зверху вниз відповідно до вимог розвитку інформаційних технологій, із застосуванням платформ обслуговування фінансових ресурсів та управління різними відділами, збільшивши раціональний розподіл власних коштів і забезпечивши ефективне функціонування підприємства.



Рис. 3.1. Інноваційна модель системи управління корпоративними фінансами

Джерело: за даними [65, 160].

На основі платформи обслуговування фінансового обміну необхідно досягти централізованого фінансового обліку та повноти розкриття інформації, справді гарантувати усебічний внутрішній фінансовий облік компанії, а також забезпечити точність фінансової інформації відділу та його дочірніх підприємств. Водночас на основі розроблення платформи обслуговування фінансових ресурсів необхідно забезпечити, аби кожен відділ отримував точність історичних даних. Керівництву необхідно порівняти дані горизонтально, покращити фінансовий бюджет компанії та досягти збалансованого бюджету серед департаментів. Тільки якщо це так, можна здійснювати ефективне управління фінансами заздалегідь, а потім і на інформаційній платформі спільного обслуговування, щоб досягти розумного розподілу ресурсів та отримати більше прибутку за низької собівартості [65].

Украй важливо активно будувати надійну інформаційну систему управління фінансами на об'єкті, де застосовуються засоби штучного інтелекту в управлінні. За розвитком інтелектуальних технологій оброблення даних більшість економічної діяльності ведеться у глобальних мережах та віддалено, адже бухгалтерська інформація компанії існує у динамічній формі, її важко зафіксувати. З іншого боку, відкритість ринку підприємств може формувати багатокористувацьку інформаційну модель. Звичайно, лише створивши надійну інформаційну систему управління корпоративними фінансами у глобальних мережах, можна по-справжньому гарантувати яскравість, інтуїтивність та усебічну корпоративну інформацію [65].

На підприємствах, які використовують розподілене оброблення інформації, фінансове управління платформами корпоративного фінансового обміну потребує дотримання умов реальності. Необхідно чітко визначити різні потенційні фактори ризику під час оброблення інформації. Серед них мають бути сформовані відповідні політичні та ефективні правові засоби для активного забезпечення безпеки мережі й забезпечення її управління за допомогою планування мережі та управління мережею. Крім того, підприємства повинні

добре виконати роботу з обслуговування й управління безпекою, посилити застосування систем управління мережею та постійно удосконалювати обізнаність щодо безпеки фінансового персоналу корпорації, тонко покращувати безпеку мережевої інформації. Потрібно розпочати з технічної точки зору, вжити ефективних заходів, пройти спосіб додання брандмауера, щоб уникнути ураження вірусами, а також по-справжньому реалізувати захист конфіденційних даних у мережі. Варто зазначити: використовуючи технології цифрового підпису, необхідно забезпечити їхню безпеку, реально реалізувати інновації та удосконалення корпоративних фінансових управлінців. Другий елемент моделі системи управління фінансами підприємства стосується конкретних заходів щодо встановлення режиму фінансового управління.

На фоні удосконалення й трансформації інтернет-технологій на підприємстві трансформація концепції управління корпоративними фінансами використовується як стратегічний засіб сприяння кращому розвитку підприємства. Підприємству потрібно акумулювати знання та витрати підприємства. Програма управління матеріальними активами на кожному етапі уточнюється, отже, відповідно до стратегічних вимог майбутнього розвитку компанії управління капіталом компанії удосконалюється, щоб кожен персонал з управління фінансовими ресурсами компанії міг повністю зрозуміти наявні високоякісні ресурси й типи підприємства. Завдання менеджменту полягає в уточненні основних джерел різних капіталів та фінансових ресурсів компанії, аби точно проаналізувати склад капіталу підприємства; персонал фінансового менеджменту підприємства має посилити управління спеціальними витратами, щоб ефективно розвиватися та використовувати наявний інтелектуальний капітал, а також перетворювати капітал знань на інший капітал, який сприяє кращому розвитку підприємства.

Підприємства повинні розцінювати накопичення операційних активів як важливе завдання підвищення якості розвитку підприємства. Відповідно до конкретних вимог вартості знань

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

підприємства слід досліджувати поточне ринкове середовище, щоб дати можливість підприємству здійснювати капітальні операції. У процесі можуть бути різні елементи комбінованого ринкового середовища, але економічна ефективність підприємств гарантована [65].

Персонал фінансового менеджменту підприємства має спочатку глибоко зрозуміти інтернет-середовище та переваги обміну інформацією в Інтернеті, щоб мати достатню ідеологічну основу для побудови нового типу моделі фінансового управління. Централізоване управління як основний напрям та роздуми щодо удосконалення режиму управління фінансовими ресурсами підприємства використовує усі переваги комп'ютерних мережевих технологій, інтегрує поточну фінансову інформацію підприємства та концентрується на обчисленні того самого методу, уникаючи множинних відділів, які спільно виконують завдання управління фінансами підприємства, що призводить до зниження якості управління. Отже, компаніям потрібно зв'язати наявну модель управління капіталом з інтернет-середовищем та реалізувати електронне управління господарською діяльністю компанії шляхом інтеграції ресурсів якості, аби фінансовий менеджмент компанії міг використовувати мережеві технології для досягнення більшої ефективності управління фінансами.

Перш ніж підприємство починає коригування своєї технології управління корпоративними фінансовими ресурсами, воно має створити інформаційну систему, щоб технологія управління фінансами компанії могла використовувати інформаційну систему для досягнення органічної інтеграції з інтернет-середовищем. Підприємства мають враховувати інтернет-технологію як основний засіб спілкування із зовнішнім світом через створення онлайн-платформи для здійснення закупівлі сировини і продажу товарів, а також як основний режим роботи деяких видів господарської діяльності компанії. У процесі здійснення передачі коштів підприємства повинні використовувати мережеві ресурси для проведення уніфікованого планування наявних коштів компанії, аби сировина, придбана підприємствами, могла отримати більшу вибірковість.

У процесі здійснення валютних операцій та інших видів економічної діяльності підприємства мають покладатися на мережеві технології як на основну технологію, на яку можна покластися, отже, частина господарської діяльності компанії підтримується мережевими технологіями, а підприємства повинні піднімати побудову мережевих платформ до стратегічного рівня сталого розвитку підприємств. Завдяки дослідженню різних типів інформації рівень фінансового менеджменту компанії може бути покращений, різні види інформації можна чітко застосовувати у кількісному контролі, а якість фінансового менеджменту компанії може бути істотно покращена [66].

До впровадження мережевих ресурсів підприємства мають засвоїти передовий досвід інших сфер економіки, щоб уникнути проблем, які можуть спричинити витік інформаційних ресурсів, аби механізм захисту інформації міг бути встановлений на більш високому рівні, а підприємства змогли зміцнювати зв'язки з органами юстиції. Використання Інтернету означає вирішення проблеми незаконної крадіжки фінансової інформації, щоб зробити управління безпекою компанії більш енергійним. Підприємства повинні не лише створювати високо-ефективний механізм управління корпоративною фінансовою інформаційною безпекою, але й контролювати поточний процес переказу коштів відповідно до характеристик операцій з капіталом компанії, щоб зробити процес коригування фондів більш безпечним та уникнути витіку важливої інформації. Інтернет не тільки має величезний позитивний вплив на фінансовий менеджмент компанії, але й легко уникає деяких проблем у фінансовому управлінні компанією. Це ефективно впорядковує конкретні процеси та конкретний зміст управління фінансами компанії [66].

Основою управління корпоративними фінансами підприємства є функціонування й управління корпоративним капіталом. В епоху Інтернету підприємствам потрібно задовольняти індивідуальні потреби користувачів, а ретельне виробництво та експлуатація уже не є просто масовим виробництвом.

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

Це вимагає від підприємства ретельного управління розвитком ринкового бізнесу. Фінансовий менеджмент підприємства має бути глибоко залучений до управління бізнесом та аналізу життєвих циклів різних підприємств і користувачів. За різними користувачами та різними продуктами, згідно з Бостонською матрицею щодо розвитку ринку, реалізується диференційована стратегія фінансової підтримки. Наприклад, для аналізу зіркового продукту розумне оцінювання припливу капіталу та довгострокових вигід дає відповідну стратегічну підтримку й не може домагатися короткострокової дохідності, щоб забезпечити безпеку та ефективність капітальних операцій. В епоху «Інтернет+» фінансовий відділ підприємства перетворився з афілійованого функціонального відділу на основний функціональний відділ шляхом інтеграції з управлінням бізнесом і постійно формує або зміцнює можливості управлінського обліку [66].

Найновіші інтернет-технології, такі як підтримка «хмарних» обчислень, є обов'язковим елементом системи корпоративного управління фінансами підприємств. Традиційними об'єктами досліджень фінансового менеджменту є переважно бухгалтерські дані без аналізу великих даних. Однак в епоху Інтернету підприємства можуть отримувати різні виробничі та експлуатаційні дані за допомогою різних систем, включаючи отримання геометричних даних користувачів, тоді як передові технології, такі як великі дані та «хмарні» обчислення, досягли значного прогресу, а звичайні підприємства також можуть отримати великі можливості аналізу даних за низькою ціною. Як наслідок, усе більше компаній можуть отримати детальний аналіз своєї господарської діяльності, проаналізувавши велику кількість даних. Це може не тільки здійснити більш точні прогнози грошових потоків для розвитку бізнесу, але й бути досягнуто через термін, розподіл і поглиблений аналіз поведінкових переваг, для впровадження відповідних стратегій розширення ринку для конкретних користувачів або груп клієнтів і проведення кореляційного аналізу відповідних галузей, для отримання майбутніх доходів від клієнтів,

а також для отримання відповідних галузей, отриманих від користувачів [66].

В епоху розвитку засобів штучного інтелекту та інтелектуальної обробки даних ринки капіталу – це підприємства з легких активів, які підкреслюють дизайн і сервіс. Для оцінювання ринкової вартості вони можуть підтримувати початкові фонди розвитку через взаємні фонди, компанії з управління активами та інші канали фінансування. Цей вид співпраці під час розроблення продуктів чи проєктів, крім фінансування, також може ефективно стимулювати участь користувачів, консолідувати користувачів, ще більше розширяти ринок та збільшувати увагу ринку. Для вирішення проблеми традиційних каналів фінансування, таких як банки, що підтримують інноваційну економіку, деякі органи місцевого самоврядування також намагаються вирішити ризики банківського фінансування за допомогою банківських гарантій позики. У час розвитку та впровадження глобальних мереж корпоративні канали фінансування використовують цінні сітки для досягнення диверсифікації, а витрати на фінансування поступово зменшуються [66].

Ринок капіталу буде оцінюватися з огляду на ринкове середовище, у якому розвивається компанія, але коливання оцінки вартості будуть піддаватися значним коливанням середовища. Під час посилення ринку капіталу скорочення коштів призведе до величезних операційних ризиків, викликаних відсутністю грошових потоків компанії. Якщо корпоративні фінансові операції не залучають резерв капіталу протягом золотого періоду, щоб запобігти дефіциту коштів у процесі спаду, це може призвести до продажу власного капіталу, що тягне за собою зменшення власного капіталу й навіть ризику розриву ланцюга капіталу. Крім того, підвищився ризик управління інформацією. Оскільки усе більше та більше транзакцій проводяться через Інтернет, корпоративна бізнес-інформація та фінансова інформація можуть бути швидко відображені, а також оброблені у режимі реального часу, але централізований обмін інформацією корпоративного бізнесу,

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

інформацією про клієнтів тощо, телекомунікації, транзакції, «хмарна» поведінка збільшують ризик витоку відповідної інформації.

Персонал з управління фінансами повинен не лише мати певне розуміння щодо бухгалтерського обліку, фінансів і капітальних операцій, але й добре розуміти виробництво та діяльність компанії, ринки товарів і розвиток галузі. Тільки розуміючи товарний ринок, можна використовувати аналіз даних для оцінювання цінності користувача, потенційної цінності розвитку ринку та надання підтримки для розвитку бізнесу. З огляду на це, фінансове управління може мати відповідні середньо- та довгострокові плани управління фондами підприємств. Традиційна освіта з фінансового менеджменту часто базується на освіті бухгалтерського обліку, яка дуже відрізняється від фінансового управління підприємства практичними потребами.

Завдяки аналізу досвіду зростання вищого персоналу фінансового менеджменту компанія може виконувати міжфункціональні вправи на ротацію для видатних талантів, з одного боку, а з іншого боку, заохочувати і спрямовувати таланти до подальшого навчання, удосконалювати власний теоретичний рівень та бізнес-можливості. Корпоративний фінансовий обмін пов'язаний з розвитком і прогресом підприємства, а також став важливою умовою фінансової ефективності підприємства. Порівняно з наявною моделлю традиційна модель управління фінансами не змогла уже задовольнити потреби сучасних підприємств. Вимоги до її розвитку передбачають впровадження глобальних мереж та розподілену обробку даних, чітке визначення переваг розподілу завдань управління фінансами, формулювання обґрунтованих контрзаходів і режимів, заснованих на фактичному розвитку компанії, а також справжнє сприяння сталому розвитку компанії [66].

З прогресом науки й технологій оброблення даних, нові моделі фінансового менеджменту зазнали змін практично за усією своєю структурою. Це мало величезний вплив на управління корпоративними фінансами. Діяльність корпоративного

управління фінансами має бути автоматизованою і запрограмованою. Характеристика інформації для кращого реагування на швидкі зміни для полегшення управління фінансами підприємств для інновацій корпоративного фінансового управління є дуже необхідною. Корпоративний фінансовий менеджмент – важлива складова корпоративного управління. З розвитком мережевої інформації та сучасних систем управління корпоративне фінансове управління надало нові можливості для розвитку. Сучасна інформаційна система управління зосереджена на цільовому управлінні й бюджетному контролі, тому вона перебуває у контексті розподіленого оброблення даних у глобальній мережі. Високі вимоги висуваються до корпоративного управління фінансами. Компаніям потрібно удосконалити та покращити сучасну систему фінансового менеджменту, інтегрувати управління фінансами та управління операціями й дати можливість корпоративному фінансовому менеджменту краще служити розвитку підприємства [66].

В епоху інтенсивної цифрової трансформації, що обумовлена у тому числі й пандемією COVID-19, система управління корпоративними фінансами стала інтенсивно розвиватися та впроваджувати інновації, проводити апробації технологічних і нетехнологічних бізнес-інструментів з метою ефективної трансформації взаємовідносин зі споживачами, постачальниками та іншими стейкхолдерами. В умовах пандемії особливого значення набуває вміння швидкого переформатування бізнес-моделі ведення бізнесу з урахуванням ефективності управління організацією, оптимізації бізнес-процесів та збільшення прибутковості. Усе це сприяє активному розвитку, взаємній інтеграції й появі нових бізнес-інструментів у системі управління корпоративними фінансами.

Враховуючи високий потенціал технологічних бізнес-інструментів, вкрай важливо визначити сучасні тенденції їхнього використання, що допомагають витримувати жорстку конкуренцію, завойовувати свою аудиторію, оптимізувати бізнес-процеси з огляду на запити суспільства, адже вкрай важливим є розуміння того, як зміниться майбутнє корпоративного управління найближчими роками.

Протягом останнього часу теоретико-методологічні аспекти та механізми використання бізнес-технологій і бізнес-інструментів розкриті у працях вітчизняних вчених та практиків: П.М. Дудко, Л.А. Петренко, Т.О. Харченко, І. Струтинської. Однак, незважаючи на велику наукову та практичну значимість, існуючі дослідження не розкривають основних тенденцій застосування бізнес-інструментів у сфері корпоративного управління в умовах економічної кризи, обумовленої пандемією, що підтверджує необхідність подальших досліджень у зазначеному аспекті.

Сучасні наукові підходи щодо трактування термінів «бізнес-технології» та «бізнес-інструменти» є досить дискусійними і неоднозначними. Так, П. Дудко зазначає, що «Бізнес-технології – це сукупність методів, прийомів, інновацій, технічних і розумових рішень, які сприяють розвитку бізнесу, розширюють його можливості та створюють для нього нові перспективи» [37, с. 171]. І. Струтинська надає наступне трактування: «...інформаційні бізнес-технології застосовуються для опрацювання, сортування та агрегування даних, для організації взаємодії учасників процесу та обчислювальної техніки, для задоволення інформаційних потреб, для оперативного зв'язку на усіх фазах і етапах життєвого циклу організації» [117, с. 44]. Наведені визначення, як і низка інших типових тверджень, свідчать про утотоження понять «бізнес-технології» та «бізнес-інструменти». Видається, що існує необхідність розмежування цих понять: так, «бізнес-технологіями» варто називати спосіб ведення бізнесу (такі як аутсорсинг, франчайзинг, електронна комерція, кешбексервіс, краудтехнології, колоборації тощо), у той час під бізнес-інструментами вбачаємо – сукупність засобів (у тому числі пристроїв), які використовуються у процесі ведення бізнесу з метою досягнення поставленої мети та у межах обраної бізнес-технології ведення бізнесу.

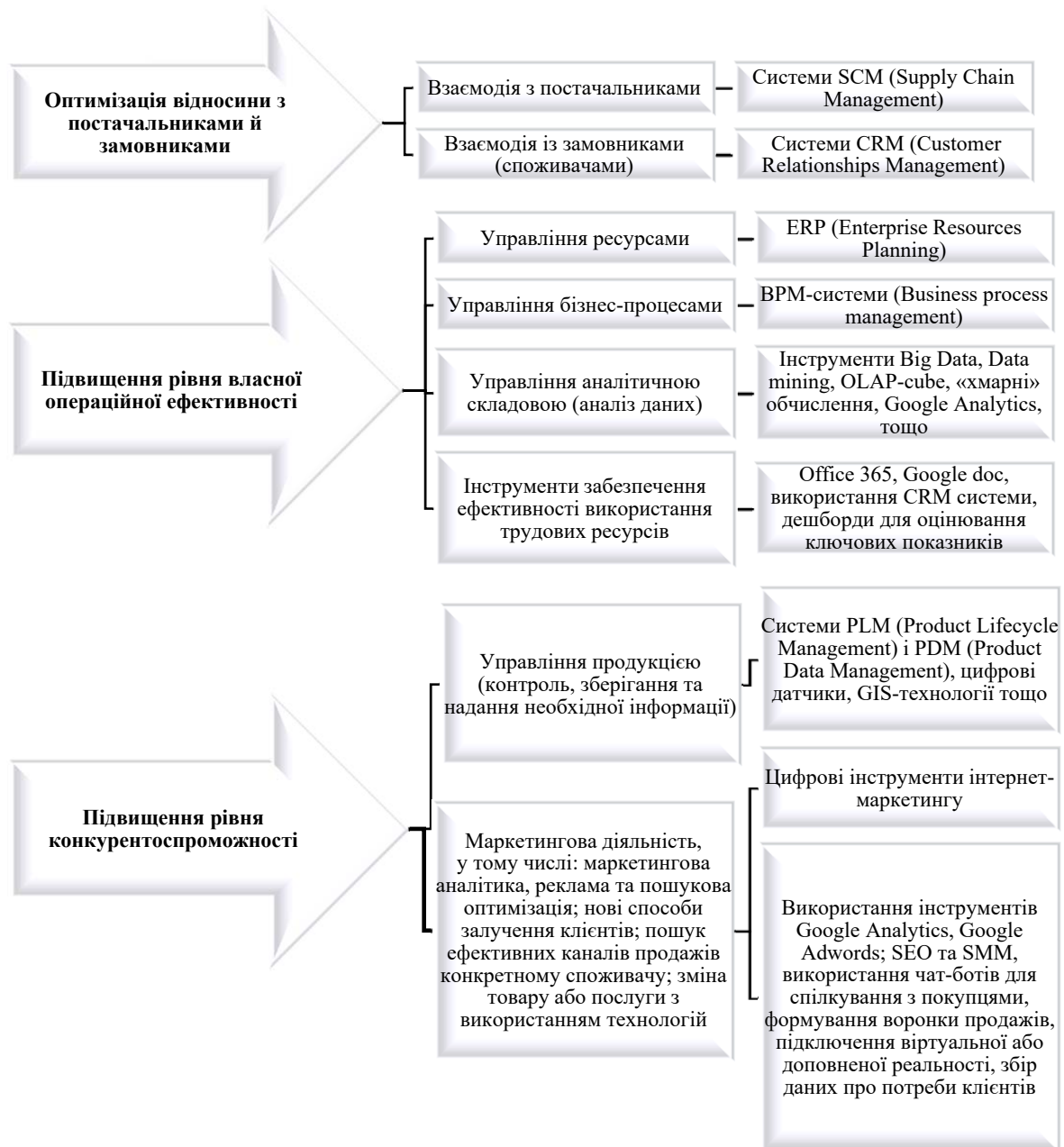


Рис. 3.2. Узагальнена характеристика бізнес-інструментів сфери торгівлі залежно від поставлених завдань

Джерело: [117].

Враховуючи вищенаведене, бізнес-інструменти, що використовуються у сфері корпоративного управління фінансами, можна систематизувати залежно від поставленого стратегічного завдання: оптимізація відносини з постачальниками

й замовниками; підвищення рівня власної операційної ефективності; підвищення рівня конкурентоспроможності бізнесу у цілому.

На рис. 3.2 наведено узагальнену характеристику бізнес-інструментів, що використовуються у сфері торгівлі залежно від наведених завдань.

Варто відмітити той факт, що вітчизняна сфера управління корпоративними фінансами залишається на досить низькому рівні цифровізації бізнес-процесів, адже наведені нижче інформаційні системи досі не широко застосовуються для управління бізнесом. Для прикладу, 86% українських підприємств ніколи не зустрічалися із системою оптимізації взаємовідносин з клієнтами (Customer Relationships Management – далі CRM) у роботі й навіть не знали про її існування. Ще 4% компаній планують встановити CRM протягом року, а 2% знаходяться у процесі впровадження й інсталяції [117, с. 45].

Досить популярними у сфері корпоративного управління є саме бізнес-інструменти, які стосуються підвищення рівня власної операційної ефективності та підвищення рівня конкурентоспроможності бізнесу у цілому. Мабуть, необхідно охарактеризувати основні тенденції розвитку інноваційних бізнес-інструментів у сфері корпоративного управління.

Під час пандемії COVID-19 електронна комерція набула популярності серед споживачів, однак разом з тим зросли й побоювання щодо підтвердження факту проведеної операції й отриманні первинного документа, який би засвідчував цей факт. Саме тому, з метою активізації процесів продажів, власники бізнесу були змушені оптимізувати системи управління корпоративних фінансів через платформи електронної комерції, про що свідчать дані постійно зростаючого попиту на повністю інтегровані рішення для POS-систем, програми як послуги – SaaS (*Software as a service*), від провайдерів «хмарних» технологій для підприємств. Незважаючи на зміну самого формату купівлі-продажу, сфері корпоративного управління фінансами доведеться оптимізувати і синхронізувати онлайн- та офлайн-транзакції у сучасних умовах.

В умовах пандемії попит споживачів зазнав суттєвих змін, тому розуміння цього попиту є невід'ємною складовою процесу прогнозування пропозиції для корпоративного управління. Використовуючи машинне навчання, прогнозування попиту споживачів стає значно точнішим і тим самим позитивно впливає на низку процесів управління, таких як: удосконалення автоматичного прогнозування попиту, планування запасів, маркетинг тощо.

Оптимізуючи системи прогнозування попиту за допомогою моделей обробки даних та останніх даних із зовнішніх ресурсів (обмінних курсів, стану ринку, економічних факторів тощо), можна підвищити точність прогнозування попиту. Саме це робить прогнозування попиту на основі *ML (machine learning, ML)* важливим внеском у розумну систему управління корпоративними фінансами, оскільки такий підхід допомагає запобігти надмірним запасам, зменшити складські і логістичні витрати, а також зменшити негативний вплив на навколишнє середовище й підтримувати стійку тенденцію продажів [177].

Провідний лідер світового масштабу у сфері електронної комерції, компанія Amazon, на постійній основі використовує потенціал машинного навчання для прогнозування попиту, з метою оптимізації власної системи, в аспекті її ефективності та максимального задоволення змінув попиту [165].

Тенденція щодо машинного навчання у сфері прогнозування попиту залишатиметься актуальною, оскільки поведінка споживачів та відносини з новими технологіями різко змінилися протягом останніх років, обумовлених пандемією. Відповідно зміниться й корпоративний менеджмент.

Штучний інтелект продовжує розвиватися й на теренах корпоративного управління фінансами, зокрема, в аспекті голосових асистентів. Провідні лідери, такі як Google Assistant, Alexa та Siri суттєво удосконалили програмні продукти для кращого обслуговування клієнтів, відтак екрани уже не є виключною необхідністю, потрібно лише мати можливість розпізнати голос потенційного споживача за допомогою «розумних» колонок, які також можуть допомогти клієнтові

знайти товар або навіть зробити покупки. Служба голосового замовлення Walmart є прекрасним прикладом цієї технології у дії [168]. Ця технологія сприяє розміщенню товару у кошику, а також зробити замовлення голосом.

В умовах пандемії COVID-19 система управління корпоративними фінансами зіткнулася з неймовірно складними викликами з одного боку, але з іншого, на прикладі провідних підприємств, можемо констатувати про глобальний технологічний прогрес у сфері застосування бізнес-інструментів, що покликані вирішувати проблеми з веденням бізнесу. Вищенаведені бізнес-інструменти свідчать: виклики 2020 року стали можливістю для удосконалення ведення корпоративного управління фінансами. Однак, проведене наукове дослідження засвідчує той факт, що вітчизняні підприємства (навіть у провідних компаніях) сучасні тренди розвитку інноваційних бізнес-інструментів у сфері корпоративного менеджменту практично не застосовують, що вимагає подальшого дослідження причин зазначеного недоліку.

3.2. Модель оптимізації структури поточних зобов'язань підприємства

Важливим джерелом фінансування активів, зокрема оборотних, є поточні зобов'язання, у складі яких виокремлюють короткостроковий банківський кредит, товарний кредит (поточні зобов'язання за товари, роботи, послуги), внутрішні поточні зобов'язання (поточні зобов'язання за розрахунками з бюджетом, персоналом тощо). Останні дві форми у теорії корпоративних фінансів отримали назву спонтанних джерел фінансування, з огляду на те, що їхнє формування є результатом певної системи договірних відносин та встановлених правил і практик розрахунків. Активне застосування цих джерел обумовлюється, насамперед, простотою залучення й дешевизною. Проте безконтрольне нарощення

обсягів спонтанного фінансування, нераціональна структура поточних зобов'язань може призводити до негативних фінансових наслідків: втрати платоспроможності, фінансової стійкості та банкрутства. З огляду на це, формування методичних підходів і принципів оптимізації поточних зобов'язань є важливою ланкою роботи фінансової служби та актуальним напрямом дослідження.

Проблемам сутності, аналізу, оцінки зобов'язань присвячені дослідження вчених та практиків різного профілю: економістів-теоретиків, обліковців, юристів, фінансистів. Особливої уваги заслуговують праці Е. Хендрігсена та М. Ван Бреда, Дж. Ван Хорна, Ю. Брігхема, Б. Нідлза, Р. Шпруза і М. Муніца, С. Росса, С. Майєрса та Н. Майлуфа, І. Бланка, Є. Мниха та Н. Барабаш, Ф. Бутинця, В. Сопко, А. Загороднього та інших. Здебільшого у них висвітлено принципи визнання й оцінки зобов'язань, їхнього економічного змісту та класифікації, характеристики основних підходів до управління (аналізу, планування, контролю).

Однак у працях закордонних авторів у межах оптимізації структури капіталу поточні зобов'язання до уваги не беруться, тобто проблематика формування їхньої структури не розглядається у контексті формування капіталу [19, 23, 85, 145, 182, 183, 195, 199]. У межах управління фінансуванням оборотних активів формування поточних зобов'язань розглянуто у контексті скорочення тривалості фінансового циклу. Проте цільовий показник тривалості фінансового циклу є індивідуальним для кожного підприємства, а його мінімізація не завжди забезпечує належний рівень платоспроможності підприємства, з одного боку, а з іншого – такий підхід орієнтується лише на визначення обсягу поточної кредиторської заборгованості, не розглядаючи її склад та структуру.

Натомість, дехто з вітчизняних авторів розглядають формування зобов'язань у контексті оптимізації структури капіталу, критерії якої не завжди придатні для встановлення їхнього оптимального рівня [11, 15, 75, 76, 116, 153]. Так, максимізація рентабельності, мінімізація середньозваженої вартості

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

капіталу вочевидь буде досягтися за нарощення дешевших і безкоштовних джерел позикового капіталу, що сприяє нарощенню обсягів спонтанного фінансування і може обернутися втратою платоспроможності.

Таким чином, попри значний науковий доробок з питань формування капіталу, проблематика оптимізації поточних зобов'язань підприємства досі не досліджувалася.

Оптимізація поточних зобов'язань (ПЗ) є сферою досліджень, яка розташована на перетині трьох функціональних напрямів фінансового менеджменту (рис. 3.3).



Рис. 3.3. Місце оптимізації поточних зобов'язань у фінансовому менеджменті

Джерело: авторська розробка.

У межах політики управління капіталом залучення зобов'язань має відповідати основному критерію – забезпечувати зростання вартості підприємства, що відображається у підвищенні рівня фінансової рентабельності, зменшенні середньозваженої вартості капіталу.

Основним завданням управління фінансуванням оборотних активів (у тому числі поточних зобов'язань) є забезпечення формування їхнього необхідного обсягу і формування раціональної структури такого фінансування відповідно до обраного типу фінансової політики, хоча критерії такої раціональності однозначно не висвітлюються у спеціалізованій літературі.

У межах антикризового фінансового управління поточні зобов'язання розглядаються у контексті необхідності забезпечення платоспроможності підприємства, тобто здатності вчасно і у повному обсязі їх погашати.

Оптимізація обсягу та структури поточних зобов'язань передбачає встановлення такого співвідношення їхніх елементів і загального розміру відповідно до стану активів, які б забезпечували платоспроможність підприємства й сприяли зростанню його вартості на основі рекомендованих критеріїв. Такий підхід має системний характер і є найбільш раціональним при прийнятті управлінських рішень. Він має ґрунтуватися на певній системі принципів.

По-перше, це принцип багатокритеріального підходу. Зважаючи на різноспрямованість завдань управління поточними зобов'язаннями у межах різних функціональних сфер фінансового менеджменту, їхня оптимізація має враховувати цей аспект і відбуватися відповідно до обраного критерію, але з урахуванням низки обмежень, які б віддзеркалювали принципові завдання управління поточними зобов'язаннями підприємства.

По-друге, принцип забезпечення фінансування необхідного обсягу оборотних активів. Фінансова діяльність спрямована, насамперед, на обслуговування операційної діяльності підприємства. Відтак, формування поточних зобов'язань має підтримувати необхідні обсяги зростання операційної діяльності, а їхній обсяг визначатиметься темпами приросту оборотних активів та можливостей формування чистого робочого капіталу:

**Розділ 3. Адаптивні інструменти управління
корпоративними фінансами**

$$ПЗ_{пл} = ОА_{пл} - ЧРК, \quad (3.1)$$

де $ПЗ_{пл}$ – плановий обсяг поточних зобов'язань;
 $ОА_{пл}$ – плановий обсяг оборотних активів;
 $ЧРК$ – плановий обсяг чистого робочого капіталу.

По-третє, принцип ефективності. Платоспроможність детермінується системою чинників, у тому числі рівнем прибутковості діяльності: наявність прибутку підвищує потенціал формування власного капіталу, що може зменшувати потребу у формуванні поточних зобов'язань. Реалізація зазначеного принципу у практичній площині передбачає залучення поточних зобов'язань за прийнятною ціною, яка не перевищує рівень рентабельності активів:

$$В_{пз} < Р_a, \quad (3.2)$$

де $В_{пз}$ – середньозважена вартість поточних зобов'язань, %;
 $Р_a$ – рентабельність активів, %.

Зважаючи, що внутрішні поточні зобов'язання мають нульову вартість, витрати на залучення поточних зобов'язань можна оцінити таким чином:

$$В_{пз} = В_{кбк} \cdot Ч_{кбк} + В_{тк} \cdot Ч_{тк}, \quad (3.3)$$

де $В_{кбк}$ – вартість короткострокових банківських кредитів (ефективна середньозважена ставка по банківських кредитах, скоригована на податковий коректор), %;
 $Ч_{кбк}$ – частка короткострокових банківських кредитів, десятковий дріб;
 $В_{тк}$ – вартість товарного кредиту, %;
 $Ч_{тк}$ – частка товарного кредиту (поточних зобов'язань за товари, роботи і послуги), десятковий дріб.

Якщо порядок визначення вартості банківського кредиту широко висвітлюється у спеціалізованій літературі, регламентований відповідними нормативними актами, то підхід до оцінювання вартості товарного кредиту потребує окремої уваги. У закордонній практиці вартість товарного кредиту обумовлюється двома факторами: ціновим дисконтом за дострокову оплату та періодом надання відстрочки платежу:

$$V_{\text{TK}} = \frac{\text{ЦД}_d}{100 - \text{ЦД}_d} \cdot \frac{360}{\text{П}_k - \text{П}_п} \cdot (1 - C_{\text{п}}), \quad (3.4)$$

де ЦД_d – ціновий дисконт за дострокову оплату товарів, %;
 П_k – період кредитування (відстрочки платежу), днів;
 $\text{П}_п$ – пільговий період, днів;
 $C_{\text{п}}$ – ставка податку на прибуток, десятковий дріб.

Так, якщо підприємство пропонує умови кредитування «1/10, нетто 30» (кредит надається на 30 днів (П_k); якщо підприємство оплачує товар у перші 10 днів ($\text{П}_п$), то отримує цінову знижку 1% від вартості товарів (ЦД_d).

Ціновий дисконт (знижку) за дострокову (або ранню) оплату (*cashdiscount*) розрізняють поміж інших видів цінових дисконтів: знижки з ціни продажу (*tradediscount*), яка надається оптовим покупцям; знижки за великий обсяг партії товару (*quantitydiscount*), тобто ідентифікується виключно з ранньою оплатою у межах пільгового періоду кредитування. В українських реаліях законодавче поле не дає змоги пропонувати цінові дисконти за дострокову оплату після відвантаження товарів, що унеможлиблює застосування формули (3.4) для обчислення вартості товарного кредиту. Інколи це створює ілюзію безкоштовності поточної кредиторської заборгованості за товари, роботи і послуги або певних перешкод у її оцінюванні.

Проте раціональна економічна поведінка ринкових агентів спонукає їх отримати певну винагороду за відволікання власного оборотного капіталу та кредитування покупців. Тому зазвичай

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

продавці, що пропонують відстрочку платежу, збільшують ціну продажу товарів, якщо він оплачується з відтермінуванням, а зростання ціни визначається періодом надання кредиту та особливостями кредитної політики підприємства. Таким чином, підприємство-продавець, не пропонуючи ціновий дисконт за дострокову оплату, встановлює приховану цінову надбавку за надання відстрочки платежу, яка, власне, і визначатиме вартість товарного кредиту. Відтак, вартість товарного кредиту в умовах вітчизняного правового поля буде визначатися за формулою (3.5):

$$V_{\text{тк}} = \frac{ЦН_{\text{в}} \cdot 360}{\Pi_{\text{к}}} \cdot (1 - C_{\text{п}}), \quad (3.5)$$

де $ЦН_{\text{в}}$ – цінова надбавка за надання відстрочки платежу, яка визначається у відсотках до базової ціни (при оплаті за фактом поставки).

Важливою умовою ефективності залучення товарного кредиту є забезпечення його нижчої вартості порівняно з банківським кредитом, з огляду на те, що останній є універсальною формою кредитування (позика надається у грошовій формі). Інакше підприємству доцільніше залучати банківський кредит і бути більш гнучким у здійсненні закупівельної діяльності. Таким чином, важливою умовою ефективності формування поточних зобов'язань є дотримання умови (3.6):

$$V_{\text{тк}} < V_{\text{кбк}}, \quad (3.6)$$

де $V_{\text{тк}}$ – вартість товарного кредиту;

$V_{\text{кбк}}$ – вартість короткострокового банківського кредиту.

По-четверте, принцип відповідності строків погашення. Можливість забезпечення платоспроможності підприємства обумовлюється не лише наявністю достатньої ліквідної маси

активів для покриття поточних зобов'язань, а й співвідношенням рівня ліквідності цих активів і термінів погашення поточних зобов'язань. Відсутність «касових розривів» можлива лише за умови, що поточні активи швидше трансформуються у грошові кошти за ринковою вартістю, ніж настає термін погашення поточних зобов'язань. Це можна описати такою нерівністю:

$$ПО_{oa} < ПО_{пз}, \quad (3.7)$$

де $ПО_{oa}$ – середній період обігу оборотних активів;

$ПО_{пз}$ – середній період обігу поточних зобов'язань.

По-н'яте, принцип функціональної відповідності. Формування поточних зобов'язань є результатом реалізації на підприємстві певного типу політики фінансування оборотних активів. Важливий чинник платоспроможності – вибір джерел фінансування відповідно до структури активів. Принциповим моментом є узгодженість обсягів окремих видів поточних активів і поточних зобов'язань, особливо найменш ліквідних видів оборотних активів – запасів.

Відповідно до існуючих моделей фінансової стійкості, запаси ризиковано фінансувати за рахунок внутрішніх поточних зобов'язань, порушення термінів погашення яких тягне фінансову та адміністративну відповідальність. Тому важливою умовою формування структури поточних зобов'язань є дотримання необхідності покриття запасів так званими «нормальними джерелами», до складу яких включають: чистий робочий капітал, товарний кредит та короткостроковий банківський кредит:

$$ЗВ \leq \text{НДФ}, \quad (3.8)$$

де $ЗВ$ – сума запасів і витрат майбутніх періодів (у складі оборотних активів);

НДФ – нормальні джерела фінансування.

**Розділ 3. Адаптивні інструменти управління
корпоративними фінансами**

Зазначені принципи покладено в основу побудови математичної моделі задачі оптимізації обсягу й структури поточних зобов'язань підприємства, зокрема, на метод лінійного програмування. Введемо необхідні позначення (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

**Основні позначення для побудови математичної моделі
задачі оптимізації обсягу та структури поточних
зобов'язань підприємства**

Оборотні активи	Умовне позначення	Джерело фінансування	Умовне позначення
Запаси, витрати майбутніх періодів	a_1	Чистий робочий капітал	$b_1 = a \cdot x_1$
Поточна дебіторська заборгованість за товари, роботи і послуги	a_2	Короткострокові кредити банків	$b_2 = a \cdot x_2$
Поточна дебіторська заборгованість за внутрішніми та іншими розрахунками	a_3	Поточні зобов'язання за товари, роботи і послуги (товарний кредит)	$b_3 = a \cdot x_3$
Грошові кошти	a_4	Поточні зобов'язання за розрахунками (внутрішні поточні зобов'язання)	$b_4 = a \cdot x_4$
Разом оборотні активи	a	Разом джерела фінансування	b

де $x_1 - x_4$ – частки окремих джерел фінансування оборотних активів у їхньому загальному обсягу, десятковий дріб.

Джерело: розроблено автором.

Основним критерієм оптимізації є забезпечення цільового рівня платоспроможності підприємства за умови дотримання зазначених принципів, які становлять основу форму-

вання системи обмежень. Таким чином, цільовою функцією оптимізації обсягу й структури поточних зобов'язань є забезпечення цільового рівня коефіцієнта загального покриття:

$$\frac{a}{a \cdot x_1 + a \cdot x_2 + a \cdot x_3 + a \cdot x_4} = \text{КЗП}_c, \quad (3.9)$$

за обмежень (3.10), (3.11):

$$\left\{ \begin{array}{l} V_{пз} < P_a \\ V_{b3} < V_{b2} \\ \text{ПО}_a < \text{ПО}_{пз} \\ a_1 \leq b_1 + b_2 + b_3 \\ x_1 + x_2 + x_3 + x_4 = 1 \end{array} \right. , \quad (3.10)$$

$$x_{1(2,3,4)} \geq 0, \quad (3.11)$$

де КЗП_c – цільове значення коефіцієнта загального покриття;

$V_{пз}$ – середньозважена вартість поточних зобов'язань;

P_a – рентабельність активів;

V_{b3} – вартість товарного кредиту;

V_{b2} – вартість короткострокового банківського кредиту;

ПО_a – середній період обігу оборотних активів;

$\text{ПО}_{пз}$ – середній період обігу поточних зобов'язань.

Зазначена модель розв'язується засобами табличного редактора *Excel* («Пошук рішення»), що робить її доступною для використання підприємствами різного розміру.

Запропонований підхід забезпечує комплексне рішення проблеми оптимізації структури поточних зобов'язань відповідно до зазначених принципів та обраної підприємством фінансової політики, відповідає головній функції підприємства – забезпечення зростання його вартості шляхом введення відповідних обмежень, сприяє формуванню стану фінансової безпеки, підвищенню кредитного рейтингу підприємства.

Запропоновані принципи та модель оптимізації суттєво розвивають теоретичні основи управління фінансуванням оборотних активів, антикризового фінансового управління та сприяють розв'язанню актуальної проблеми підприємств торгівлі у практичній площині. Це обумовлено:

- комплексністю запропонованого підходу, його багатокритеріальністю, що віддзеркалюється у заданій системі обмежень і враховує усі завдання управління поточними зобов'язаннями;

- варіативністю вибору критерію оптимізації шляхом індивідуального встановлення цільового значення коефіцієнта загального покриття (який варіює у діапазоні від 1 до 3 відповідно до розроблених у спеціалізованій літературі рекомендацій) згідно з обраним типом фінансової політики;

- сприяє мінімізації ризику втрати платоспроможності, що є необхідною умовою фінансової безпеки та збалансованого фінансового розвитку підприємства, особливо в умовах нестабільного зовнішнього середовища;

- створює основу для контролю поточних зобов'язань та розробки дієвих механізмів усунення негативних відхилень;

- може бути основою для удосконалення портфеля постачальників, зокрема тих, хто надає відстрочку платежу шляхом їхнього відбору відповідно до цільових показників вартості товарного кредиту і терміну погашення.

Загалом запропонований інструментарій дає змогу створити основу для більш осмисленого управління поточними зобов'язаннями підприємства, структурувати цей процес.

3.3. Структура капіталу як фундаментальна проблема корпоративних фінансів

Сучасні економічні умови характеризуються посиленням конкуренції, нестабільністю фінансового та сировинного ринків і пов'язаною з ними невизначеністю. У таких умовах

особливої важливості набуває виявлення внутрішніх факторів зростання вартості підприємства, одним з яких є структура капіталу.

Проблема пошуку оптимальної структури капіталу підприємства із середини минулого століття є предметом дослідження багатьох зарубіжних економістів, а останні двадцять років і вітчизняних учених. При цьому існуюче різноманіття підходів до формування оптимальної структури капіталу об'єктивно обумовлене економічними умовами, що постійно змінюються як на макро-, так і на мікрорівні, ставленням інвесторів до ризику, еволюцією управлінських концепцій, а також поглядів на показники, що відображають структуру капіталу, та критерії її оптимізації.

Останніми роками посилилися умови невизначеності, які необхідно враховувати при прийнятті управлінських рішень щодо створення та зростання вартості підприємства, у тому числі щодо формування джерел фінансування й структури капіталу. Проте існуючі підходи формування оптимальної структури капіталу відображають лише наявність ризиків. Тому застосування цих підходів в умовах невизначеності може істотно знизити ефективність проведеної підприємством політики оптимізації структури капіталу, спрямованої на зростання вартості, унаслідок зміни умов залучення капіталу, здатності підприємства відповідати за своїми фінансовими зобов'язаннями, і навіть мотивації прийнятих менеджментом підприємства рішень.

У процесі аналізу теоретичних підходів щодо оптимізації структури джерел фінансування діяльності підприємств виходимо з того, що власні, залучені та позикові кошти різноманітними способами беруть участь у формуванні корпоративного капіталу підприємства. Залучені кошти разом з власними джерелами утворюють власний капітал підприємства, а позикові кошти – його запозичений капітал. У цьому сенсі основні підходи до оптимізації структури джерел фінансування діяльності підприємств формуються на основі теорій

структури капіталу, а розробка теоретичних положень визначення оптимального методу фінансування нерозривно пов'язана з методичним інструментарієм аналізу структури капіталу.

На сьогодні термін «структура капіталу» часто ототожнюють з поняттям «фінансовий важіль (леверидж)», і таке ототожнення не є випадковим. Важіль, як відомо, засіб, що полегшує і примножує ефект зусиль, які докладаються. Залучення позикового фінансування має працювати на стратегічні завдання власника. У контексті фінансування термін «фінансовий важіль» спрямовує до регулярної практики фінансування довгострокового розвитку за рахунок позикових ресурсів заради досягнення інтересів власників і, перш за все, зростання вартості підприємства. З точки зору традиційного аналізу між структурою капіталу і поняттям фінансового важеля відсутня істотна різниця: і те, й інше поняття характеризує співвідношення позикового і власного капіталу. Видається, що такий підхід є не досить обґрунтованим та коректним.

Максимізація вартості підприємства вимагає, щоб ціна усіх факторів виробництва, котрі використовуються, включаючи задіяний капітал, була мінімізована. Розв'язок даної задачі передбачає, перш за все, чітку ідентифікацію елементів, що формують структуру капіталу, а також знання методів їхньої кількісної оцінки.

У цьому контексті традиційний підхід не дозволяє отримати надійні результати, оскільки у формулах розрахунку фінансового важеля відсутня різниця між короткостроковими і довгостроковими джерелами фінансування. При вирахуванні витрат на сплату відсотків, що знижують оподатковуваний прибуток, не виділяють типи кредитів, не враховують їхній характер і строки (коротко- та довгострокові кредити). Разом із тим, відповідь на питання, чи завжди короткострокові комерційні зобов'язання є частиною позикового капіталу в аналізі структури капіталу, залежить від конкретної ситуації.

Думається: якщо короткострокові відсоткові кредити використовуються як джерело приросту капіталу, то вони фактично виступають у якості субституту довгострокових

кредитів і їх неможливо ігнорувати у кількісному описі й аналізі структури капіталу. При цьому вони впливають на оцінку частки позикових ресурсів, збільшуючи її величину. Крім того, у даному випадку потребує коригування й оцінка дохідності, що потребують кредитори. Ставка необхідної дохідності виступає як ставка альтернативних вкладень, тому, коли короткострокові кредити заміщують довгострокові зобов'язання, замість фактичної ставки відсотка за короткостроковими позиками необхідно використовувати поточну ринкову ставку відсотка за довгостроковими кредитами.

Ще одна суттєва відмінність понять фінансового важеля і структури капіталу проявляється у випадку використання підприємством інших джерел фінансування, наприклад, довгострокової фінансової оренди (лізингу) майна. Як відомо, при передачі майна об'єкт, що передається у фінансову оренду, обліковується як на балансі орендодавця, так і на балансі орендоотримувача. У цьому випадку, лізинг є за своєю сутністю кредитом-орендою, виступає у якості субституту прямого довгострокового кредитування, а, отже, має бути прирівняний до позикового капіталу. Звідси випливає, що частка позикових ресурсів, а також необхідна кредиторам дохідність повинні бути розглянуті з урахуванням і цього джерела інвестування. Підставою для розрахунків грошових потоків слугують строки договору, виплати лізингових платежів і графік їхнього погашення, а також для оцінки рівня капіталізації – поточна ринкова ставка відсотка за довгостроковими кредитами для категорії позичальників, до яких варто віднести підприємство, що аналізується.

Можливі і ситуації, коли зобов'язання пов'язані із наданням третім особам гарантій і поручительства за кредитами. У таких випадках якість зобов'язань самого підприємства, що надало гарантії, тісно пов'язані з якістю виконання зобов'язань за кредитом, отриманим третьою стороною. У традиційному підході щодо оцінки фінансового важеля такі взаємозв'язки ігноруються. Видається, що при оцінці структури капіталу необхідно брати у розрахунок величину гарантій

і поручительств, наданих підприємством третім особам, зважені з урахуванням імовірності настання виплат.

Відмінності традиційного та фінансового підходів щодо кількісної характеристики структури капіталу виникають і у тому випадку, коли підприємство здійснює конвертовані випуски облігацій або привілейованих акцій для фінансування діяльності. Обидва види конвертованих випусків є борговими зобов'язаннями. Саме тому відносити їх до категорії позикового капіталу необхідно доти, доки імовірність їхньої конвертації у власний капітал є невисокою. І навпаки, якщо співвідношення ринкового курсу звичайних акцій підприємства-емітента конвертованих інструментів і курсу виконання договору конвертації (конверсійного курсу) сприятливе й ринковий курс стабільно перевищує конверсійний, то можливість обміну конвертованих цінних паперів уже допускається. У цьому випадку конвертований компонент позикового капіталу зникає, а власний капітал зростає.

Таким чином, поняття «фінансовий важіль» не може адекватно заміщувати поняття структури капіталу. З точки зору ефективності фінансування діяльності підприємства, аналіз структури капіталу є значно складнішим. Проблема полягає у тому, щоб зрозуміти, чи відповідає політика фінансування довгострокового розвитку підприємства задачі зростання його вартості.

Задача оптимізації структури капіталу, таким чином, закономірно створює необхідність врахування різноманітних позитивних особливостей і недоліків використання власного й позикового капіталів та їхніх окремих складових для фінансування діяльності.

Крім того, у процесі аналізу формування структури капіталу підприємства необхідно враховувати, що вона формується під впливом комплексу протилежних, але діалектичних факторів, які взаємодіють і визначають співвідношення рівня дохідності і ризику використання капіталу, сумарний вплив яких має бути врахований у процесі оптимізації його структури. При цьому необхідно дати відповідь на головне

питання: яке співвідношення позикового та власного капіталу веде до підвищення ефективності фінансування діяльності підприємства.

Крім встановлених меж, у яких має здійснюватися кількісна характеристика структури капіталу, для коректної побудови політики фінансування діяльності необхідно виявити зону оптимальних значень структури капіталу підприємства. Пошук такої зони пов'язаний із двома різними, проте одночасно застосовуваними підходами: якісним та кількісним аналізом оптимальної структури капіталу.

У реальній ситуації структура капіталу формується під впливом багатьох факторів, більшість з яких складно кількісно оцінити. Кількісні методи пошуку оптимальної структури капіталу можуть дати лише приблизну оцінку цільового співвідношення позики і власного капіталу.

Якісна оцінка структури капіталу певного підприємства має передбачати виділення різноманітних макро- та мікро-економічних факторів, які слід мати на увазі при формуванні політики фінансування. Серед них – різна привабливість джерел фінансування для менеджменту, стадія життєвого циклу підприємства, необхідність збереження фінансової гнучкості і питань акціонерного контролю над корпорацією, вплив так званих стейкхолдерів, до яких відносяться клієнти, працівники, постачальники обладнання і програмного забезпечення, регулюючі органи тощо. Усі вони можуть негативно сприймати нарощування підприємством суми боргу, що у кінцевому випадку буде призводити до зниження його чистих грошових потоків при спробі збільшити фінансовий важіль.

Разом із тим проблема оптимальної структури капіталу залишається невирішеною. Так, можна виділити основні критерії, які є важливими при визначенні оптимальної структури капіталу підприємства, а саме:

– вартість підприємства. Існують різні теорії, які розглядають взаємозв'язок структури капіталу і вартості підприємства як бізнесу, зокрема: метод дисконтованого грошового потоку (Discounted Cash Flow – *DCF*), концепція

економічної доданої вартості (Economic Value Added – *EVA*), модель Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model – *EBO*), модель Блека-Шоулза, концепція ринкової доданої вартості (Market Value Added – *MVA*), модель аналізу цінності для акціонерів (Shareholders Value Added – *SVa*), модель управління за дохідністю грошового потоку від інвестицій (Cash Flow Return of Investment – *CFROI*) тощо. При цьому оптимальною є структура капіталу, що максимізує ринкову вартість підприємства;

– вартість капіталу. Оскільки як власний, так і позиковий капітал мають для підприємства свою вартість – вартість обслуговування, то оптимальна структура з цієї точки зору – структура, що мінімізує вартість капіталу;

– величина ризиків. При формуванні структури капіталу підприємство стикається з різноманітними видами ризиків. Так, до них відносяться ризик часткового чи повного неповернення позикових коштів, ризик обслуговування боргу (несплата відсотків), ризик банкрутства. При цьому підприємство може поставити задачу оптимізації структури капіталу при існуючих обмеженнях з точки зору зниження певних видів ризиків;

– рентабельність капіталу. Загальновизнаним фактом є те, що залучення позикових ресурсів може призвести до зростання рентабельності власного капіталу підприємства за рахунок ефекту фінансового важеля. Оптимальна структура капіталу у цьому випадку максимізує рентабельність підприємства, тобто дозволяє отримати найбільший прибуток за існуючого рівня власних ресурсів.

Крім того, на основі наведених критеріїв можна виділити показники більш складного порядку, наприклад, співвідношення «ризик-дохідність (рентабельність)».

Для розгляду проблеми вибору оптимальної структури капіталу звернемося до дедукції як методу наукового пізнання, що дозволяє від теоретичних концепцій структури капіталу перейти до визначення оптимальної структури джерел фінансування діяльності. Варто зауважити, що деякі економісти

вважають: вибір критерію при розгляді структури капіталу не впливає на її оптимальність. Так, наприклад, Ю.Ф. Брігхем [19, с. 601] під оптимальною структурою капіталу розуміє як таку структуру капіталу, яка встановлює рівновагу між ризиком і доходом та максимізує середньозважену ціну акцій (тобто вартість суб'єкта господарювання), так і таку комбінацію боргових зобов'язань, привілейованих і звичайних акцій, яка мінімізує середньозважену вартість капіталу.

Подібні твердження мають певну основу, оскільки виділені критерії є певним чином взаємозалежними. Так, імовірніше за все, зниження вартості капіталу призведе до підвищення рентабельності, а зростання рентабельності власного капіталу і мінімізація ризиків, у свою чергу, призведуть до підвищення вартості підприємства. Проте, це зовсім не означає, що оптимальна структура капіталу для усіх виділених критеріїв обов'язково буде однаковою. Видається, що на визначення точки оптимуму у кожному конкретному випадку буде впливати низка суб'єктивних та об'єктивних факторів, і залежно від обраного підприємством критерію будуть різнитися не тільки фактори, а й їхня значимість.

Вочевидь, що кожний із виділених критеріїв оптимізації є досить важливим і має істотне значення при формуванні структури капіталу підприємства. Проте найбільш вагомим показником, що характеризує ефективність використання капіталу, інвестованого власниками, а разом з тим і їхнього добробуту, є рентабельність власного капіталу (*Return On Equity – ROE*), оскільки однією з основних істотних характеристик капіталу якраз і є його здатність приносити дохід. Підприємству вигідно збільшувати частку позикових ресурсів доти, поки таке запозичення дозволяє збільшити рентабельність власного капіталу (прибутковість проєкту і рентабельність сукупних активів, вищий рівень відсотків за кредит дозволяє підприємству отримувати приріст рентабельності власних коштів за рахунок використання дешевих кредитних ресурсів). Важливість коефіцієнта рентабельності

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

власного капіталу і віднесення його до одного із найважливіших фінансових коефіцієнтів підкреслюють й інші економісти, зокрема: Дж.Х. Блісс [161], К. Ріккей [191]. Таким чином, поділяючи погляди вчених щодо пріоритетності показника ROE, під оптимальною структурою капіталу підприємства будемо розуміти таке співвідношення власного і позикового капіталу, яке з урахуванням особливостей функціонування підприємства дозволяє йому максимізувати рентабельність власних ресурсів, тобто отримувати максимальний розмір чистого прибутку на авансований у діяльність власний капітал.

У рамках теорії фінансового левериджу розроблено наступні методики розрахунку оптимальності структури капіталу на основі критерію рентабельності власного капіталу:

– методика розрахунку ефекту фінансового левериджу [15, с. 199–206; 62, с. 270–273; 150, с. 109–114] дозволяє максимізувати рентабельність власного капіталу шляхом виявлення взаємозв'язку між чистим прибутком підприємства та величиною його валового прибутку, а також існування ефекту фінансового важеля, що спостерігається у результаті залучення позикового капіталу:

$$ЕФЛ = (1 - C_{\text{III}}) \cdot (ROA - C_{\text{B}}) \cdot \frac{ПК}{ВК}, \quad (3.12)$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, %;

C_{III} – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

ROA (Return On Assets) – економічна рентабельність сукупного капіталу (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

C_{B} – відсотки за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %;

ПК – позиковий капітал;

ВК – власний капітал.

– Методика розрахунку коефіцієнта виробничо-фінансового левериджу надає можливість оптимізації структури капіталу шляхом виявлення й оцінки взаємозв'язку між показниками валового прибутку, витрат виробничого і фінансового характеру та чистого прибутку. Поряд з ефектом зростання рентабельності власного капіталу у результаті зростання обсягів продаж і залучення позикових ресурсів відображає також загальний ризик зниження рентабельності й отримання збитків:

$$DTL = \frac{Q \cdot (P - VC)}{Q \cdot (P - VC) - FC - I}, \quad (3.13)$$

де DTL – рівень виробничо-фінансового важеля;

Q – обсяг реалізації, од.;

P – ціна одиниці продукції;

VC – величина змінних витрат на одиницю продукції;

FC – величина постійних витрат на одиницю продукції;

I – відсотки за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %.

– Методика розрахунку рентабельності власного капіталу на основі мультиплікатора капіталу [109, с. 555–557] дозволяє оптимізувати структуру пасивів у результаті мультиплікативного ефекту капіталу – прямої залежності між прибутковістю власного капіталу і рівнем фінансового ризику:

$$ROE = Ч_{\text{чп}} \cdot ROA \cdot \text{МК}, \quad (3.14)$$

де ROE – рентабельність власного капіталу (відношення чистого прибутку підприємства до середньорічної величини акціонерного капіталу), %;

$Ч_{\text{чп}}$ – частка чистого прибутку у загальній сумі валового прибутку;

ROA – економічна рентабельність сукупного капіталу, %;

МК – мультиплікатор капіталу (відношення сукупного капіталу до величини власного капіталу).

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

– *EBIT-EPS* підхід [150, с. 47–156] – оптимізація структури капіталу шляхом виявлення такого співвідношення джерел інвестиційної діяльності підприємства, яке дозволяє максимізувати показник «чистого прибутку на акцію» порівняно з очікуваним рівнем валового прибутку:

$$EPS = \frac{(1 - C_{\text{шт}}) \cdot (EBIT - C_{\text{в}}) - D_{\text{на}}}{K_{\text{а}}}, \quad (3.15)$$

де *EPS* (Earnings Per Share) – розмір чистого прибутку на одну звичайну акцію;

$C_{\text{шт}}$ – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом;

EBIT (Earning Before Interest and Taxes) – прибуток до вирахування відсотків по позиковому капіталу і сплати відсотків;

$C_{\text{в}}$ – відсотки за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу, %;

$D_{\text{на}}$ – дивіденди по привілейованих акціях;

$K_{\text{а}}$ – кількість звичайних акцій у обігу.

– Метод «Дюпон» [15, с. 103–106] – розклад формули розрахунку дохідності власного капіталу на фактори, що впливають на цю дохідність, і аналіз співвідношень, які утворюють коефіцієнт *ROE*:

$$ROE = \frac{\text{ЧП}_0}{P} \cdot \frac{P}{A} \cdot \frac{\bar{A}}{CK} \cdot 100\%, \quad (3.16)$$

де *ROE* – рентабельність власного капіталу, %;

ЧП_0 – сума чистого прибутку у періоді, що розглядається, отримана від усіх видів господарської діяльності;

P – загальний обсяг реалізації продукції у періоді, що розглядається;

- \bar{A} – середня сума усіх активів, використовуваних підприємством у періоді, який розглядається;
- $\bar{СК}$ – середня сума власного капіталу підприємства у періоді, що розглядається.

Розгляд наведених підходів формування структури капіталу дозволив виявити наступні недоліки, що обмежують їхнє застосування на практиці, а саме:

1) у рамках розглянутих підходів відсутній явний розподіл позикових ресурсів на довго- та короткострокові, крім того, із розгляду зникає внутрішня структура власних та позикових джерел;

2) власні кошти підприємства визначаються як безкоштовні і у розрахунок не беруться, що, видається, є невиправданим;

3) жоден із вказаних методів не здатний повним чином задовольнити вимоги менеджерів і власників у прийнятті рішення щодо оптимальної структури капіталу – їхнє використання у процесі моделювання стратегії поведінки підприємства на ринку капіталу можливе лише з урахуванням певних умов і обмежень, залишаючи поза увагою реалії ринку, об'єктивно і суб'єктивно існуючі фактори ендогенного та екзогенного середовища, в умовах яких відбувається формування структури капіталу підприємства.

Проте наведені підходи теорії фінансового левериджу існують і активно використовуються економістами (як теоретиками, так і практиками) у якості оцінки ефективності діяльності підприємства, при цьому для визначення оптимальної структури капіталу найбільше розповсюдження отримав саме підхід, заснований на оцінці ефекту фінансового левериджу.

Частково це пов'язане з тим, що його базова формула уже містить посилання на структуру капіталу підприємства, що зводить задачу оптимізації співвідношення власного і позикового капіталу лише до знаходження такого значення плеча фінансового важеля (ПК/ВК), при якому ефект фінансового левериджу буде максимальним.

Крім того, очевидною є логіка вказаного підходу, оскільки, знаючи механізм впливу фінансового капіталу на рівень прибутковості власного капіталу і рівень фінансового ризику, можна цілеспрямовано управляти структурою капіталу підприємства. При цьому класична формула ефекту фінансового левериджу з урахуванням плати за позикові ресурси при розрахунку прибутку має вигляд, наведений у формулі (3.12).

Наведені вище недоліки теорії фінансового левериджу свідчать про те, що вказаний показник оцінки ефективності використання позикового капіталу, застосовуваний на практиці у своїй класичній формі, не може повністю задовольнити потреби менеджерів і власників у частині формування оптимальної структури капіталу з позиції максимізації рентабельності власного капіталу і вимагає певних уточнень. У результаті математичних перетворень формули (3.12) отримуємо:

$$\text{ЕФЛ} = (ROA \cdot (1 - C_{\text{пп}}) - C_{\text{в}} \cdot (1 - C_{\text{пп}})) \cdot \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}}. \quad (3.17)$$

При цьому очевидно, що добуток $C_{\text{в}} \cdot (1 - C_{\text{пп}})$ є вираженням вартості позикового капіталу, що залучається шляхом кредитування, з урахуванням податку на прибуток.

Проте, як уже зазначалося, на практиці джерелом довгострокових позикових ресурсів підприємства є не тільки банківські кредити і позики, надані іншими суб'єктами господарювання, а й капітал, що залучається шляхом емісії власних боргових цінних паперів, фінансового лізингу тощо.

Також варто зауважити, що у фінансуванні діяльності підприємство використовує не лише позикові джерела, але й власні, які, у свою чергу, також мають вартість і мають братися до уваги при аналізі структури джерел фінансування діяльності з урахуванням вартості одиниці їхнього залучення.

У зв'язку з цим виникає об'єктивна необхідність визначення загальної вартості капіталу, тобто сукупної суми витрат

підприємства на формування структури капіталу. На практиці подібна задача розв'язується за допомогою показника середньозваженої вартості капіталу (*WACC*).

Показник *WACC*, мабуть, дозволяє максимально повно відобразити структуру джерел інвестування підприємства з позиції їхньої вартості і може бути ефективно використаний з метою вивчення та побудови моделі оптимальної структури капіталу підприємства. Таким чином, формула (3.17) з урахуванням вартості залучення усіх джерел фінансування інвестицій підприємства, а не тільки відсотків за кредити, може бути модифікована наступним чином:

$$\text{ЕФЛ} = (ROA \cdot (1 - C_{\text{пл}}) - WACC) \cdot \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}}. \quad (3.18)$$

При цьому відзначимо, що оптимальна структура капіталу передбачає не тільки максимізацію рентабельності власного капіталу підприємства, але також може включати низку обмежень, які мають відношення до інших можливих критеріїв оптимізації. Так, залежно від індивідуальних уподобань власників і менеджерів підприємства, можуть бути побудовані обмеження, а саме: досягнення максимального ефекту фінансового левериджу може відбуватися або за рахунок мінімізації середньозваженої вартості капіталу підприємства (*WACC*); або за рахунок мінімізації рівня фінансового ризику (ПК/ВК); або шляхом максимізації вартості підприємства (*POI/WACC*), де *POI* є показником прибутку до вирахування відсотків і податків, зменшений на величину податку на прибуток та інших обов'язкових відрахувань від прибутку, який характеризує загальну суму, що витрачається підприємством за рік на обслуговування власного і позикового капіталу.

Співвідношення виділених факторів оптимальності структури капіталу підприємства і критерію максимізації ефекту фінансового левериджу наведено на рис. 3.4.

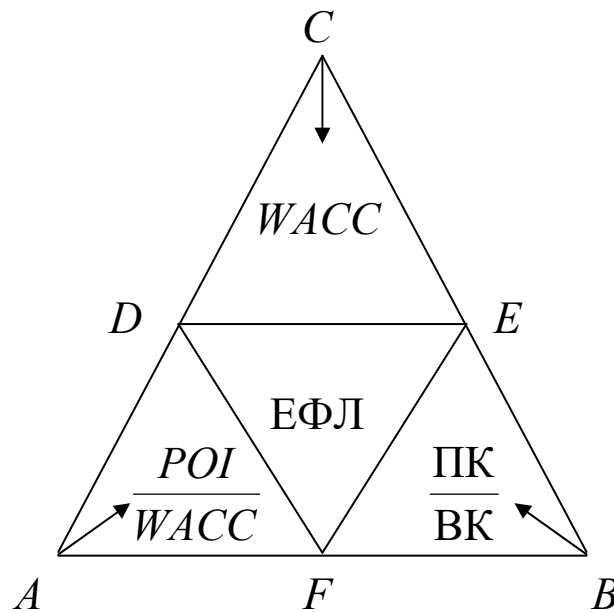


Рис. 3.4. Співвідношення окремих критеріїв оптимальності структури капіталу підприємства і критерію максимізації ефекту фінансового левериджу

Джерело: розроблено автором.

Як видно з рис. 3.4, модель, що характеризує співвідношення усіх запропонованих критеріїв оптимальності, має форму рівностороннього трикутника, поділеного на чотири інших рівносторонні трикутники. При цьому кожен із виділених трикутників є найбільш привабливим для підприємства критерієм оптимальності структури капіталу.

Також варто зауважити, що кути трикутників, не суміжні з кутами інших вписаних фігур (DAF , FBE , ECD), є точками відліку для визначення ступеня оптимальності значення відповідного показника ($POI/WACC$; $WACC$; $ПК/ВК$), а променями, що задають напрям відповідним векторам, є бісектриси даних кутів.

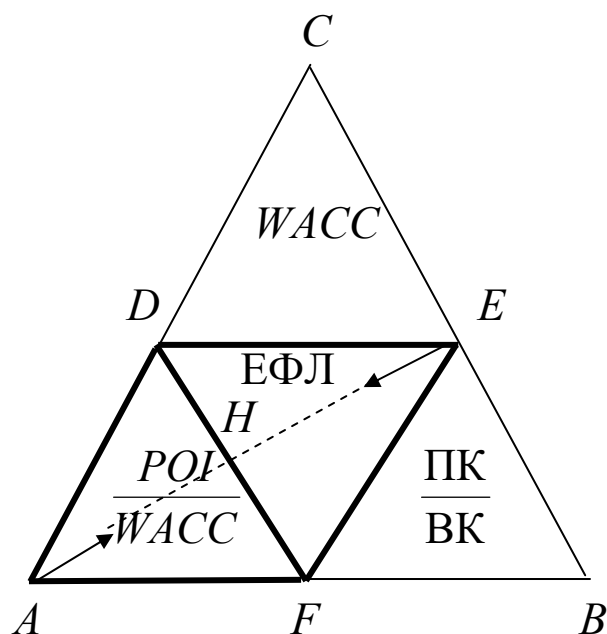


Рис. 3.5. Знаходження точки оптимуму при формуванні оптимальної структури капіталу на основі критеріїв рентабельності власного капіталу і максимізації вартості

Джерело: розроблено автором.

При реалізації побудови обмежень будемо спостерігати суміжні фігури: ΔDCE та ΔDFE , ΔEBF та ΔEDF , а також ΔFAD і ΔFED відповідно. Наприклад, у випадку формування оптимальної структури капіталу на основі критерію рентабельності власного капіталу, пов'язаного з критерієм максимізації вартості підприємства, отримаємо графік знаходження точки оптимуму у заданих умовах, наведений на рис. 3.5.

При цьому значення теоретичного оптимуму відповідає значенню координат точок D та F , спроектованого на пряму AE , і знаходиться на прямій DF , а найбільш привабливим для підприємства із декількох наявних варіантів фінансової поведінки буде той, сума координат ($POI/WACC$ і $ЕФЛ$) якого, поділена на 2, буде ближчою до прямої DF .

Аналогічним чином можна визначити оптимальні і найбільш привабливі варіанти фінансування на основі критеріїв рентабельності власного капіталу та мінімізації його вартості (рис. 3.6).

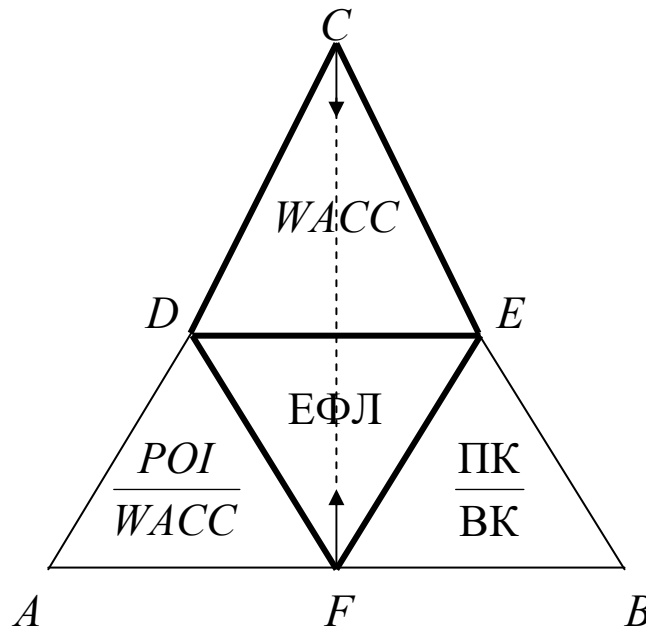


Рис. 3.6. Знаходження точки оптимуму при формуванні оптимальної структури капіталу на основі критеріїв рентабельності власного капіталу і мінімізації вартості капіталу

Джерело: розроблено автором.

Співвідношення критеріїв рентабельності власного капіталу та мінімізації рівня фінансового ризику наведено на рис. 3.7.

При цьому, крім визначених вище, при виборі оптимального співвідношення тих чи інших джерел власних і довгострокових позикових ресурсів керівництво підприємства може вводити власні припущення й обмеження, самостійно формулюючи додаткові критерії оптимальності із урахуванням особистих вимог і суб'єктивних уподобань, наприклад, щодо рівня фінансової стійкості, значенню тих чи інших фінансових показників.

Крім того, варто враховувати вимоги законодавства, що висуваються до структури капіталу. При цьому пошук оптимального значення необхідних показників може бути здійснений за допомогою елементів комп'ютерного програмування.

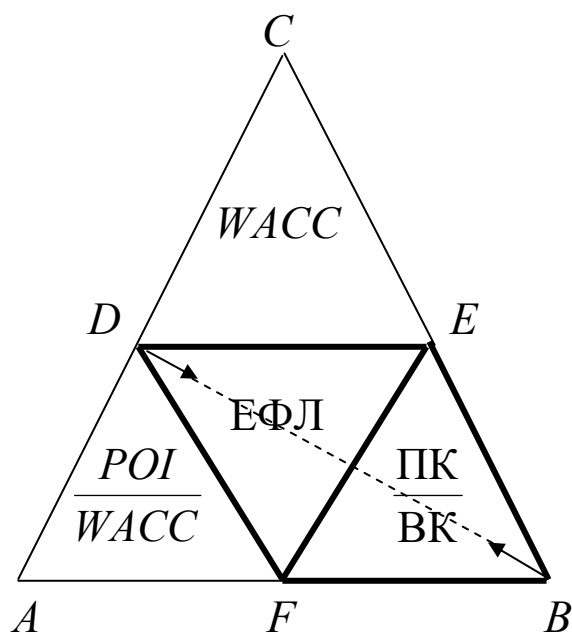


Рис. 3.7. Знаходження точки оптимуму при формуванні оптимальної структури капіталу на основі критеріїв рентабельності власного капіталу і мінімізації рівня фінансового ризику

Джерело: розроблено автором.

Таким чином, запропонована модель формування оптимальної структури капіталу підприємств може бути ефективно використана зацікавленими особами на практиці, оскільки передбачає можливість кількісних і якісних факторів, таких як: вимоги законодавства, інфляція, вартість джерел залучення коштів, валюта балансу, специфіка діяльності, дивідендна політика підприємства, зміна вимог кредиторів, що супроводжується зростанням фінансової залежності, вимоги керівництва та власників підприємства щодо рівня фінансової стійкості тощо.

У цілому, основні відмінності запропонованого підходу побудови моделі оптимальної структури капіталу підприємства на основі критерію рентабельності власного капіталу від існуючих методичних підходів теорії фінансового левериджу наведені у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

**Відмінності авторського підходу від традиційних
методичних підходів оцінки фінансового левериджу**

Традиційні методичні підходи	Авторський підхід
1. У розрахунок приймається тільки розмір відсотків за кредит, що сплачуються підприємством за використання позикового капіталу	1. Врахування вартості усіх джерел фінансування діяльності підприємства, а не тільки відсотків за кредитами
2. Структура окремих елементів пасивів (власних і позикових) не береться до уваги	2. Врахування структури усіх елементів власного і позикового капіталу підприємства
3. Вартість власного капіталу у розрахунок не береться і приймається рівною нулю	3. Береться до уваги вартість власного капіталу, яка на практиці відмінна від нуля
4. Не враховуються особливості дивідендної політики	4. Можливість врахування дивідендної політики
5. Вивчення значень показників у статистиці	5. Можливість використання як у проведенні статичного аналізу, так і у динаміці шляхом встановлення очікуваного значення показників

Джерело: розроблено автором.

Для досягнення позитивного ефекту фінансового левериджу необхідно, щоб економічна рентабельність сукупного капіталу (ROA), скоригована на величину податку на прибуток, була вищою за середньозважену вартість капіталу підприємства, тобто, іншими словами, має виконуватися рівність:

$$WACC < ROA \cdot (1 - C_{\text{шт}}), \quad (3.19)$$

де $WACC \rightarrow \min$.

Досягнення бажаного рівня величини середньозваженої вартості капіталу можливе лише шляхом застосування методики планомірної зміни структури капіталу у бік збільшення більш дешевих джерел позикового капіталу і зменшення питомої ваги більш дорогих джерел фінансування.

Таким чином, авторський підхід щодо формування оптимальної структури капіталу з позиції рентабельності власного капіталу дає можливість керівництву підприємства приймати обгрунтовані рішення у сфері фінансування діяльності підприємств.

3.4. Концепція управління корпоративними фінансовими ризиками

Унікальність, складність, динамізм зовнішнього середовища, а також поєднання глобального характеру світової економіки, розвиненої інфраструктури (фінансової та інформаційної), накопичених в економіці диспропорцій роблять сучасну економіку унікальною, складною й дуже ускладнюють управління. Негативну сторону такого розвитку економіки спостерігаємо на сьогодні. Так, за підсумками 2020 року багато компаній отримали мільярдні збитки. За даними Держкомстату, 64,5% підприємств отримали прибутки у розмірі 209117,4 млн грн, тоді як 35,5% підприємств є збитковими, розмір збитку склав 298942,0 млн грн [32]. Як бачимо, сума отриманих збитків перевищує прибутки. Багато державних компаній за цей період отримали збитки.

Перше місце за сумою збитків зайняв НАК «Нафтогаз України», розмір збитку якого склав 36,93 млрд грн. Друге місце дісталось Національній енергетичній компанії «Укренерго», її збитки сягнули 27,5 млрд грн. АТ «Укрзалізниця» отримала збитки у сумі 11,9 млрд грн. Державна продовольчо-зернова корпорація України отримала 5,8 млрд грн збитків у 2020 році. НАЕК «Енергоатом» отримав за рік 4,8 млрд грн чистих збитків. «Украерорух» у 2020 р. отримав 1,5 млрд грн збитків. Звичайно, це стало причиною обмеження польотів через пандемію [90]. Як зазначають В. Панчак та С. Грабський [25], ділова активність і бізнес в Україні у 2020–2021 рр., беззаперечно, увійдуть у новітню історію нашої держави як такі,

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

що функціонують в умовах цілковитої невизначеності, комплексних безпекових ризиків та соціально-економічної непередбачуваності. За такої ситуації критично важливим стає питання належної готовності бізнесу реагувати на надзвичайні події, що можуть бути пов'язані з різними чинниками.

Нині, 83% великих міжнародних корпорацій у США включають систему управління ризиками у першу десятку пріоритетів розвитку, оскільки існує прямий зв'язок управління ризиками з ринковою вартістю акцій компанії, а також можливостями запозичення на фінансових ринках [126].

У сучасних умовах для бізнесу стає важливим оцінювати ситуацію і вчасно реагувати на виклики, тому запровадження й активне використання управління ризиками стає необхідною умовою.

Криза показала, що система управління ризиками ще не досить розвинена (опитування компаній списку Fortune 500). Так, 88% опитаних керівників посилаються на ключові фактори, які обмежують виявлення та управління ризиками в організації, виділяючи наступні: 61% керівників акцентують увагу на проблемах здійснення кількісної оцінки ризиків; 60% пов'язують з труднощами навколо корпоративних пріоритетів; ще 59% вказують на якість інформації та доступність, з якою необхідно працювати; 53% мають труднощі із впровадженням системи управління ризиками у бізнес-процеси; у 46% керівників виникають труднощі при розподілі обов'язків та пов'язаних з відповідальністю у рамках управління ризиками [126].

Як бачимо, ризик є невід'ємною рисою підприємницької діяльності. Будь-яка активність бізнесу безпосередньо пов'язана із ймовірністю певних загроз, що цілком природно для такого роду діяльності. Нині загрози потрібно вміти перетворювати на сучасну розгорнуту систему управління ризиками, яка включає знання, інструменти й засоби, потребує умінь і навичок у сфері економіки, фінансів, математичної статистики, права та окремих галузей бізнесу.

Про необхідність дослідження ризиків та їхній вплив на діяльність зазначав ще А. Сміт, вказуючи на те, що «професії з високим рівнем ризику гарантують у середньому більш високу оплату, ніж професії з низьким рівнем ризику». Цей висновок пізніше було покладено в основу відомого сучасного постулату теорії ризику – про взаємозв'язок рівнів прибутковості та ризику [103].

Відношення людства до ризику як до феномену змінювалося у часі, відповідно еволюціонували і концепції ризик-менеджменту.

Узагальнюючи теоретичні дослідження щодо розуміння сутності ризику, можемо виділити наступні концепції: перша характеризує ризик як загрозу; друга – як шанс.

Концепція ризику як загрози, котра ґрунтується на інтерпретації ризику як небезпеки несприятливого розвитку подій, що історично сформувалася першою і є більш поширеною [81, 144]. Згідно зі стандартом COSO, ризик – це ймовірність виникнення події, яка негативно вплине на досягнення поставленої мети [127].

На противагу концепції ризику як загрози, концепція ризику як шансу бере до уваги і можливі позитивні прояви розвитку подій. Уперше ця концепція прозвучала у праці угорських економістів Т. Бочкаї та Д. Месена [143, с. 14–15], де зазначалося, що ризики – не збитки, завдані реалізацією рішення, а можливість відхилення від мети, заради досягнення якої приймалося рішення, тому прояв елементів ризику може виражатися не тільки у більших збитках, але, у першу чергу, у більшому прибутку – саме для цього йдуть на ризик керівники організацій. Такого погляду дотримується і американський дослідник П. Бернстайн, який зазначає, що ризик – це скоріше вибір, ніж жереб, це дії, які ми готові вжити, що передбачає наявність свободи вибору [7, с. 68]. У міжнародному стандарті ISO 31000:2018 «Risk management – Guidelines» ризик розглядається як вплив невизначеності на цілі, що може мати як позитивний, так і негативний результат для підприємства [75].

Можна погодитися з І.Д. Фаріон [130], який характеризує ризик як невід'ємну частину процесу стратегічного управління, якого неможливо уникнути, але можна і потрібно враховувати. Крім того, ризик підприємства характеризується ступенем, за якого результати корпоративної стратегії компанії можуть відрізнятись від тих, що зазначені у її корпоративних цілях [169].

Таким чином, ризик розглядають через вплив на корпоративну стратегію та цілі компанії. А, отже, усе більше уваги приділяють фінансовим і корпоративним ризикам.

Серед усіх ризиків фінансовий ризик є однією з найскладніших категорій, пов'язаних із провадженням господарської діяльності, якій притаманні такі основні характеристики [13, 68, 137]:

1. Фінансовий ризик проявляється у сфері економічної діяльності, прямо пов'язаний з формуванням прибутку та характеризується можливими економічними втратами у процесі здійснення фінансової діяльності.

2. Фінансовий ризик є об'єктивним явищем і супроводжує практично усі види фінансових операцій та напрями фінансової діяльності.

3. Фінансовий ризик характеризується наявністю ймовірності настання і невизначеністю наслідків від його впливу. Фінансовий ризик може супроводжуватися як суттєвими фінансовими втратами, так і формуванням додаткових його доходів.

Виходячи із зазначеного, під фінансовими ризиками розуміють ймовірність настання непередбачуваних фінансових наслідків (зниження або збільшення прибутку, доходів, втрати капіталів тощо) у ситуації невизначеності здійснення фінансової діяльності суб'єктів господарювання.

У сфері корпоративних фінансів під корпоративним фінансовим ризиком слід розуміти ймовірність виникнення несприятливих фінансових наслідків у формі втрати доходу та капіталу у ситуації невизначеності умов здійснення його фінансової діяльності.

Корпоративний фінансовий ризик підприємства має такі основні характеристики (рис. 3.8) [1, 2, 108, 141].



Рис. 3.8. Характеристики корпоративного фінансового ризику

Джерело: розроблено автором за даними [1, 2, 108, 141]

Економічна природа корпоративних фінансових ризиків полягає у тому, що ризики корпоративних фінансів безпосередньо пов'язані з формуванням прибутку.

Об'єктивність прояву ризиків корпоративних фінансів пояснюється тим, що сам собою ризик притаманний будь-якій господарській діяльності. Ризик є у кожному фінансовому рішенні, пов'язаному з очікуванням доходів.

Суб'єктивність оцінки визначається різним рівнем повноти й достовірності інформації, кваліфікацією, досвідом та іншими факторами.

Невизначеність наслідків – це неможливість детермінувати кількісний фінансовий результат у процесі прийняття фінансових рішень.

Очікувані наслідки фінансового ризику можуть характеризуватися як позитивними, так і негативними результатами фінансової діяльності.

Дія в умовах вибору. Фінансовий ризик – це не відображення ризикової ситуації, а конкретна дія суб'єкта, який приймає рішення, спрямоване на практичний вихід із цієї ситуації в умовах неминучого вибору.

Ймовірність реалізації характеризується наявністю ймовірності відхилення від мети, що є атрибутом будь-якого фінансового ризику.

Варіабельність рівня ризику пов'язана з використанням капіталу, що властиво тій чи іншій фінансовій операції або певному виду господарської діяльності підприємства, не є незмінним. Показник рівня фінансового ризику значно варіює під впливом численних об'єктивних і суб'єктивних факторів, які знаходяться у постійній динаміці.

Альтернативність вибору передбачає необхідність вибору альтернативи дій. При будь-яких видах ситуації ризику або невизначеності існує, щонайменше, дві альтернативи цього вибору: прийняти фінансовий ризик або відмовитися від нього.

Цілеспрямованість вибору: фінансовий ризик розглядається по відношенню до конкретної мети, на досягнення якої він спрямований.

Зростання ступеня впливу ризиків на результати діяльності та фінансову стабільність підприємства пов'язане зі швидкою мінливістю економічної ситуації у країні і кон'юнктури фінансового ринку, появою нових фінансових технологій та інструментів. Отже, ризики на сьогодні набувають глобальних масштабів, усе більше підприємств впроваджує управління ризиками, де усе важливіша роль відводиться обробці глобальних ризиків.

Зважаючи на те, що у сучасних умовах управління ризиками є однією із найважливіших концепцій людської діяльності, розглянемо існуючі концепції.

Концепція пріоритету економічних інтересів власників. Уперше її висунув американський економіст Герберт Саймон [29] і зробив революційний для свого часу висновок: фірми ставлять перед собою як мету не максимізацію прибутку, а знаходження прийнятних рішень у складних проблемах, що виникають перед ними.

Концепція вартості грошей у часі. Основні теоретичні положення цієї концепції були сформульовані Ірвіном Фішером [135], Джоном Хіршлейфером [53], Джоном Бері Уільямсоном [125],

Майроном Гордоном [78]. У цій концепції зазначається, що грошові одиниці, наявні нині та грошові одиниці, які очікується отримати через певний час, далеко ще не рівноцінні. Ця нерівноцінність визначається дією таких факторів: 1) вплив інфляції; 2) ризик неотримання очікуваної суми; 3) оборотність коштів.

Концепція компромісу між ризиком та прибутковістю була сформульована Френком Найтом [81]. У ній зазначається, що отримання будь-якого доходу у бізнесі найчастіше супроводжується ризиком, причому залежність між двома взаємопов'язаними характеристиками прямо пропорційна: чим вища необхідна чи очікувана дохідність, тим вищий рівень ризику, пов'язаний з можливим неотриманням цієї дохідності.

Концепція оцінки фінансових активів з урахуванням систематичного ризику запропонована Уільямом Шарпом [154]. У ній зазначається, що рівень прибутковості окремих фінансових інструментів інвестування формується з урахуванням рівня їхнього систематичного ризику.

Сучасна портфельна теорія, засновником якої є Гаррі Марковець [28], характеризується тим, що в основі цієї концепції знаходяться методологічні засади статистичного аналізу та оптимізації співвідношення рівня ризику й прибутковості ризикових інструментів фінансового інвестування.

Концепція структури капіталу – це одна з наріжних концепцій фінансового менеджменту, яка була висунута Франком Модільяні та Мертоном Міллером [35]. Оптимальна структура капіталу має на увазі поєднання власного і позикового капіталу, що забезпечує максимум ринкової оцінки усього капіталу.

Гіпотеза ефективності ринку вказує на залежність цінової ефективності ринку від рівня інформаційного забезпечення його учасників. Процес формування ціни передбачає, що очікувана дохідність цінних паперів є випадковою величиною, яка відображає відповідний рівень поінформованості учасників ринку. Ця концепція сформована Юджином Фама [35, 86].

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

Концепція агентських відносин висунута Майклом Дженсеном і Уільямом Меклінгі [118]. Суть даної концепції у тому, що власники організації не повинні вникати у всі питання поточного управління. Інтереси власників компанії та її управлінського персоналу не завжди можуть збігатися, тому між власниками і менеджерами може існувати конфлікт інтересів у забезпеченні максимізації добробуту власників.

Зміна в уявленні про ризики привела до зміни у *концепції управління ризиками*. Акцент в управлінні ризиками було перенесено на єдність, координацію у рамках організації. Ризик-менеджмент перейшов з-під контролю спеціалізованого підрозділу під управління вищого керівництва. Інструменти й принципи такого єдиного управління ризиками стали інтегруватися в основну діяльність усієї організації. На зміну старої парадигми управління ризиками прийшла нова (табл. 3.3).

Перехід до нової парадигми управління ризиками пов'язаний з так званою «революцією в умах» – переглядом традиційних уявлень про те, що управління ризиками є уникнення або мінімізація ризику, який належить прийняти.

Виведення управління ризиками у самостійну галузь менеджменту відноситься до середини ХХ сторіччя. Але розповсюдження управління ризиками отримало лише у 70-х роках – у ці роки з'явилися перші кваліфікації у сфері ризик-менеджменту та спеціалізовані організації, що надавали послуги по оцінці ризиків. Широке розповсюдження ризик-менеджменту пов'язане з такими галузями як: важка промисловість; транспорт; енергетика.

Таблиця 3.3

Основні риси нової і старої парадигм ризик-менеджменту

Стара парадигма	Нова парадигма
<i>Розрізнене управління ризиками</i> Кожен відділ (структурний підрозділ) підприємства самостійно управляє ризиками відповідно до своїх функцій	<i>Інтегроване, об'єднане управління ризиками</i> Управління ризиками координується вищим керівництвом

Закінчення табл. 3.3

Стара парадигма	Нова парадигма
Передусім це стосується бухгалтерії та фінансового відділу	Кожен працівник підприємства розглядає управління ризиками як частину своєї роботи
<i>Епізодичне управління ризиками</i> Управління ризиками здійснюють тоді, коли менеджери визнають це необхідним	<i>Безперервне управління ризиками</i> Процес управління ризиками здійснюється безперервно
<i>Обмежене управління ризиками</i> Стосується передусім негативних наслідків фінансових ризиків та ризиків, які підлягають страхуванню	<i>Розширене управління ризиками</i> Розглядають усі ризики, і не тільки негативні, але й можливі позитивні ефекти для підприємства, пов'язані з ризиками

Джерело: розроблено автором за даними [22, 48, 52].

1. У 80-х роках управління ризиками стало розповсюджене усередині організацій. Крупні компанії стали створювати у рамках своєї структури підрозділи, основним завданням яких було скорочення страхових витрат за рахунок впровадження превентивних заходів для зниження ризиків. Саме у цей період відбувається розквіт традиційної концепції ризик-менеджменту. Перелік ризиків, яким підприємство приділяло увагу, обмежувався страховими та фінансовими, а сам ризик-менеджмент був націлений на зниження страхових витрат шляхом попередження виникнення ризиків.

Для управління ризиками усередині крупних організацій створювався спеціалізований підрозділ. Середній і малий бізнес здійснював функції ризик-менеджменту через уже існуючий департамент. Кожен відділ управляв тими ризиками, які відносилися до його діяльності. При цьому витрати на ризик-менеджмент зростали, а його ефективність при прийнятті рішення падала, оскільки система не була узгоджена. Традиційне управління ризиками не мало системного характеру. Відповідно міри приймалися тоді, коли у них, на думку відповідного спеціаліста чи відділу, виникала необхідність.

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

Переломний момент в еволюції управління ризиками відбувся у 90-х роках. У цей час значна увага стала приділятися різним видам ризиків, а саме: матеріальним, комерційним, операційним, а також тим ризиковим ситуаціям, ймовірність виникнення яких не дуже велика, але ступінь впливу на організацію є суттєвою. Крупні компанії стали переносити акцент ризик-менеджменту зі страхування на реалізацію ризиків.

У 1995 р. в Австралії був випущений перший національний стандарт ризик-менеджменту. Пізніше, у 1997 р., вийшов канадський стандарт CSA Q 850:1997 «Ризик-менеджмент. Керівництво»; у 2001 р. – японський JIS Q 2001:2001 «Рекомендації з розробки та впровадження RM»; у 2002 р. у Великій Британії з'явився IRM 2002 «Стандарт управління ризиками»; у Європі вийшов стандарт FERMA «Управління ризиками»; у 2004 р. у США – COSO-2004 «Інтегрована модель управління ризиками організації», Комітет спонсорських організацій Комісії Тредвея [127]. Перша версія міжнародного стандарту ISO 31000 вийшла 2009 р. [75], а у 2018 р. була оновлена.

Як видно, із середини 1990-х років в управлінні ризиками підприємства виникає нова концепція, що виносить управління ризиками у функції управління у корпораціях [163, 169]. Її поява пов'язана: по-перше, з тим, що сфера корпоративного управління розширилася, з'явилися нові ризики, які необхідно охопити, щоб зменшити втрати від них; по-друге, моделі акціонерної вартості відіграють дедалі більшу роль у стратегічному плануванні та будуються на фінансовій теорії, де ризику завжди відводилася центральна роль.

Алі Фатемі та Карл Люфт [156], характеризуючи управління ризиками у сучасних умовах, зазначають: як з теоретичної, так і з прикладної точки зору управління ризиками можна краще зрозуміти у контексті його поширення на кожну з трьох основних сфер фінансів: корпоративні фінанси, фінансове посередництво та інвестиції.

Отже, сучасний етап управління ризику здійснюється у рамках концепції корпоративного управління ризиками,

де уся організація залучена у цей процес. Ризик-менеджмент координується вишим керівництвом організації і здійснюється силами усіх відділів. Кожний підрозділ та кожен співробітник бере участь безпосередньо в управлінні ризиками у рамках своїх посадових обов'язків.

2. Крім того, корпоративний ризик-менеджмент, на відміну від традиційного управління ризиками, націлений на облік максимальної кількості можливих ризиків і застосування великої кількості різних методів та інструментів управління ними. Корпоративна концепція управління ризиками є інтегрованою, оскільки ризик-менеджмент стає частиною усіх процесів організації.

За таких умов ефективна система корпоративного управління ризиками дозволить підприємству отримати максимальну користь унаслідок своєчасного виявлення та зниження ризиків, що загрожують його економічній стійкості.

Виходячи з вищезазначеного, концепція управління корпоративним ризиком має ґрунтуватися на таких положеннях:

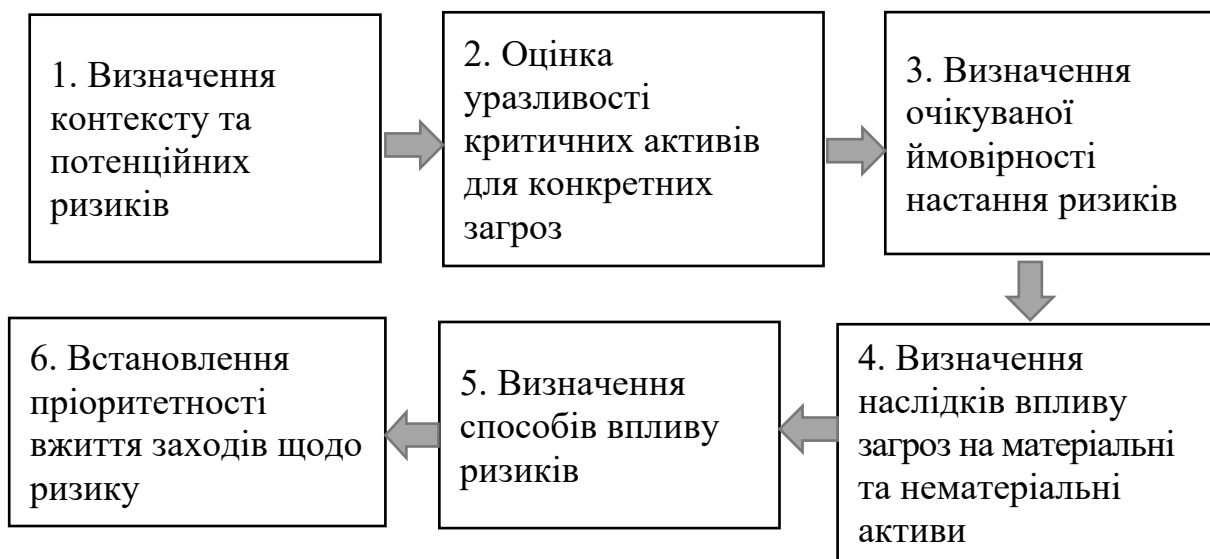
- ризик – це, як правило, не статичний і постійний, а керований параметр, на рівень якого можна і потрібно здійснювати вплив;
- вплив можна здійснити лише на ідентифікований, проаналізований та оцінений ризик;
- високий рівень початкового ризику не повинен бути підставою для відмови від здійснення діяльності, пов'язаної з цим ризиком;
- завжди можна знайти ризикове рішення, що забезпечує певний компроміс між очікуваною вигодою та загрозою втрат.

Комплекс дій щодо реалізації ризик-менеджменту має на меті забезпечити досягнення наступних цілей:

- 1) ризики мають бути зрозумілими та усвідомлюватися керівництвом організації;
- 2) рішення щодо прийняття ризику повинні бути конкретними, чіткими і відповідати стратегічним завданням діяльності компанії;

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

- 3) очікувана дохідність має компенсувати прийнятий ризик;
- 4) розподіл капіталу має відповідати розмірам ризиків, на які наражається компанія;
- 5) стимули для досягнення високих результатів діяльності повинні узгоджуватися з рівнем толерантності до ризику.



*Рис. 3.9. Етапи сучасного управління корпоративними ризиками
Джерело: розроблено автором за даними [48, 156, 163, 169].*

Виходячи з вищезазначеного, управління корпоративними ризиками – це безперервний і циклічний процес, що є складовою корпоративного управління, направленою на виявлення, ідентифікацію й аналіз ризиків, пов’язаною з прийняттям рішень щодо впливу на ризик та включає максимізацію позитивних і мінімізацію негативних наслідків від настання ризикових подій.

Сучасна методика управління корпоративними ризиками полягає у реалізації послідовних етапів (рис. 3.9).

Ефективне управління корпоративними ризиками здійснюється на наступних принципах і функціях ризику (рис. 3.10).

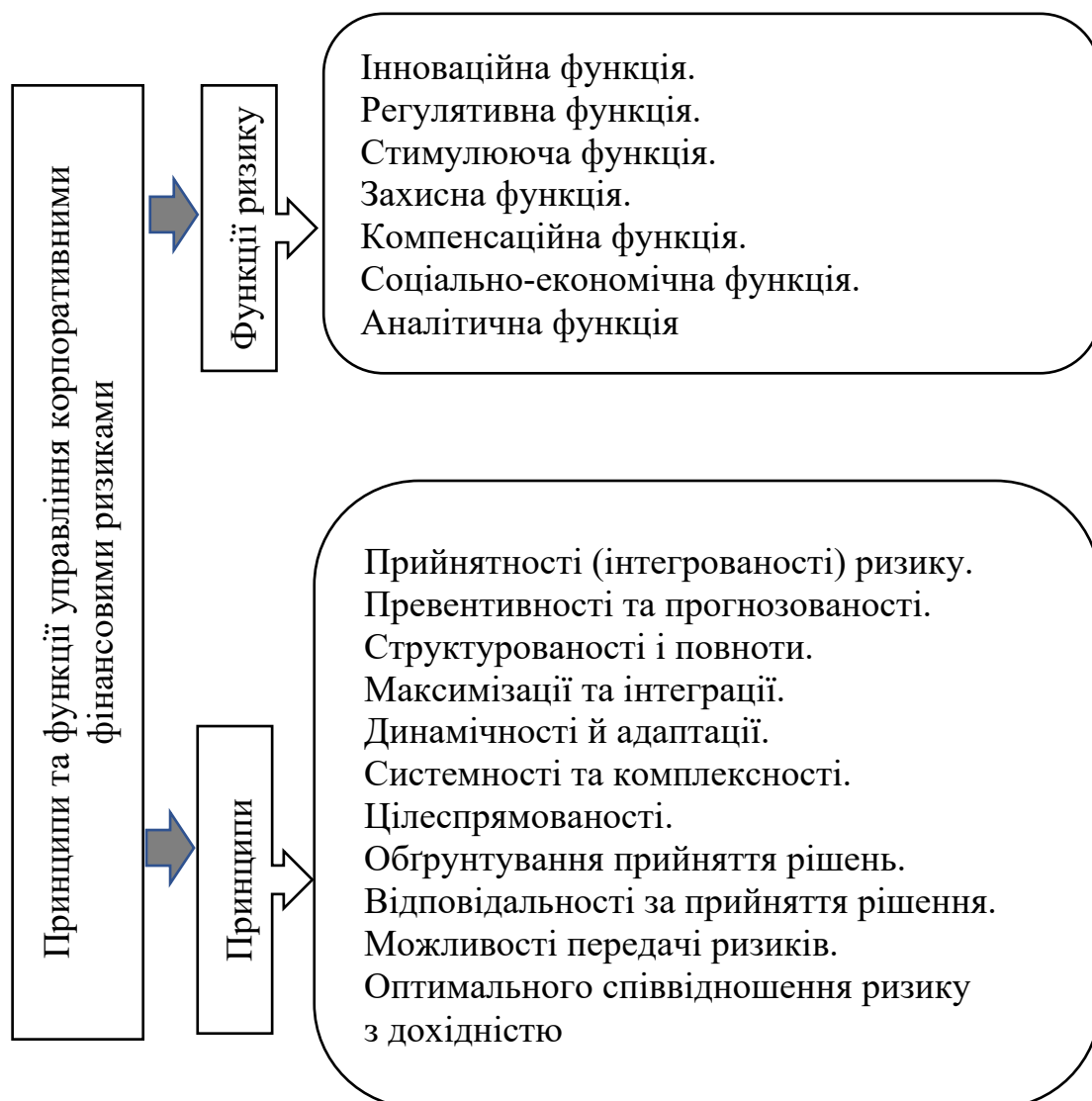


Рис. 3.10. Функції та принципи управління корпоративними фінансовими ризиками

Джерело: розроблено автором за даними [13, 26, 64, 75, 84, 111, 127, 128, 146].

Сучасні вчені-економісти неоднозначно ставляться до визначення функцій ризику [64, 75, 127, 128]. До основних з них відносять захисну і регулятивну (стимулюючу).

Стимулююча функція має суперечливий характер і виступає у двох формах: конструктивній і деструктивній.

Захисна функція ризику: якщо для підприємця ризик – природний стан, то нормальним має бути і терпиме ставлення до невдач.

Деякі вчені вважають за потрібне виділяти третю й четверту функції [13, 75, 127, 146]. Компенсаційна (сануюча) функція ризику найбільш повно проявляється в умовах конкуренції. Ринковий механізм – жорстка система, яка диференціює товаровиробників, зумовлює соціальне розшарування населення і народів як у середині країни, так і між країнами.

Соціально-економічна функція пов'язана з тим, що, сприяючи підвищенню ефективності виробництва, ризик тим самим створює реальну матеріальну базу для задоволення соціальних потреб, підвищення добробуту населення.

Також можна виділити ще наступні функції.

Інноваційну функцію ризик виконує, стимулюючи пошук нетрадиційних розв'язань проблем, які виникають перед підприємцем.

Конструктивна форма полягає у тому, що здатність ризикувати – один зі шляхів успішної діяльності підприємця. Однак якщо рішення приймається в умовах неповної інформації, ризик може виступати як дестабілізуючий фактор (деструктивна форма).

Аналітична функція пов'язана з тим, що, аналізуючи усі можливі альтернативи, підприємець прагне вибирати найбільш рентабельні і найменш ризиковані рішення.

Прогресивна функція проявляється у безперервному оновленні форм і структури виробничих відносин, у внутрішній потребі до зростання якості рішень.

Управління ризиками має здійснюватися на основі таких принципів [13, 26, 64, 75, 84, 111, 127, 128, 146].

1. Принцип прийнятності (інтегрованості) ризику полягає у визначенні й досягненні фінансово обґрунтованих нормативних значень ризиків та впровадженні усіх можливих методів і моделей для оцінки ризиків у щоденну роботу з попередження кризових ситуацій та своєчасного й точного використання технологій управління ризиками.

2. Принцип превентивності та прогнозованості передбачає максимально можливе і завчасне виявлення небезпечних значень параметрів стану чи процесу та ініціювальних

подій, які створюють загрозу й застосування усіх можливих методів прогностного аналізу задля прогнозування наслідків ризику.

3. Принцип структурованості та повноти вказує, що ризик є інтегральною величиною, яку треба визначати з урахуванням усіх загроз.

4. Принцип максимізації та інтеграції передбачає прагнення до найширшого аналізу використання методів та моделей задля виявлення й оцінки можливих причин і чинників виникнення ризику.

5. Принцип динамічності та адаптації вказує на те, що ризики можуть виникати, змінюватися або зникати в міру зміни зовнішнього і внутрішнього контексту організації, тому структура й процес ризик-менеджменту співвідносяться і налаштовуються з урахуванням зовнішнього і внутрішнього контексту організації, пов'язаного з її завданнями.

6. Принцип системності та комплексності полягає у тому, що ризик-менеджмент повинен мати системний підхід, при якому кожен ризик, який досліджується, має розглядатися як система, що включає низку взаємопов'язаних зв'язків як внутрішніх, так і зовнішніх, а комплексність полягає у повноті елементів механізму ризик-менеджменту.

7. Принцип цілеспрямованості характеризує рішення, що стосуються управління ризиками та мають бути узгодженими зі стратегічними цілями управління ризиками.

8. Принцип обґрунтування прийняття рішень витікає з того, що рішення з приводу ризиків повинні бути економічно обґрунтованими і не чинити негативного впливу на діяльність підприємства.

9. Принцип відповідальності за прийняття рішення визначає межі повноважень, у рамках яких дозволяється та вітається ініціатива керівництва і працівників щодо вирішення поточних питань.

10. Принцип можливості передачі ризиків, згідно з яким ризик можна передавати іншій стороні для збереження існуючого рівня ризику або шляхом його розподілу між зацікавленими сторонами.

11. Принцип оптимального співвідношення ризику з дохідністю, згідно з яким з усіх варіантів, що забезпечують прийнятний для підприємства ризик, обирається той, у якому співвідношення прибутку і втрат (збитку) є найбільшим.

12. Принцип урахування фактору часу полягає у тому, що ризики у часі змінюють свій вплив та актуальність.

Важливим етапом у здійсненні корпоративного управління ризиками є процес ідентифікації ризиків. Цей процес ітеративний і триває протягом усього життєвого циклу підприємства. Ідентифікувати ризики необхідно, незалежно від того, чи знаходяться джерела цих ризиків під контролем підприємства чи ні. Процес ідентифікації ризику передбачає визначення елементів ризику, складання їхнього переліку та опису кожного з цих елементів ризику. Його мета полягає у пошуку, визначенні та описі ризиків, які можуть допомогти або перешкодити організації у досягненні її цілей [75].

Процес ідентифікації ризику також включає у себе встановлення причин і джерел небезпечних подій, ситуацій та обставин, які можуть істотно впливати на досягнення цілей організації, включаючи характер цих впливів.

На етапі ідентифікації ризиків необхідно сформувати повний реєстр ризиків, з якими може зіткнутися підприємство у своїй діяльності. Для структурування ризиків необхідно їх класифікувати за певними ознаками. Так, одна з перших спроб класифікувати ризики була зроблена Дж.М. Кейнсом [49].

Класифікація ризиків є важливим завданням для розуміння сутності даної категорії, її глибини, багатоаспектності та вибору відповідних інструментів впливу. Саме розподіл ризиків за видами з різним ступенем агрегування, важливістю, ознаками дозволяє краще визначати подальшу методику аналізу й оцінки, приймати рішення у межах стилю політики управління ризиками

Таким чином, правильна класифікація корпоративних фінансових ризиків є обов'язковою умовою ефективного реагування на виникаючі у системі корпоративного управління

компанії проблеми і важливою умовою побудови ефективної системи управління ризиками.

Серед великої кількості фінансових корпоративних ризиків можна виділити такі:

1. Ризики реалізації прав акціонерів, до яких відносять утиск інтересів міноритаріїв, реальний контроль над підприємством у руках менеджерів тощо.
2. Ризики діяльності органів управління, серед яких можна виділити такі як шахрайство, корупція, дії в особистих інтересах, а не в інтересах компанії, тощо.
3. Ризики розкриття інформації – такі як витік інсайдерської інформації, розкриття комерційної таємниці тощо.

Найбільш повна класифікація фінансових корпоративних ризиків неведена на рис. 3.11.

Ризики корпоративного управління вимагають великої уваги з боку керівництва, вони не повинні бути недооцінені, а їхній негативний вплив і ймовірність мають бути мінімізовані. Одним з ефективних способів виявлення ризиків, який швидко поширюється у практичній діяльності провідних менеджерів, є картографування ризиків. На думку І.Я. Лукашевича, картографування ризику – це систематичне представлення небезпек, з якими зіштовхують фірму її власні дії, зовнішнє оточення і фінансові відносини [70, с. 60]. Результатом проведення оцінки ризиків стає матриця ризиків (рис. 3.12). Треба зазначити, що не існує універсальної карти ризиків, тому залежно від мети і від сфери діяльності суб'єкта господарювання можна побудувати багато різноманітних карт ризику.

Отже, картографування є потужним аналітичним інструментом, який дає можливість розібратися у ризиках і розмістити їх за пріоритетністю. Так, представлена на рис. 3.12 карта ризиків дозволяє наочно побачити ризики, за якими підприємство формує ризик-апетит (невисокі – 1), на які необхідно звернути увагу (середні – 2), і які потребують відповідних термінових дій (високі – 3).

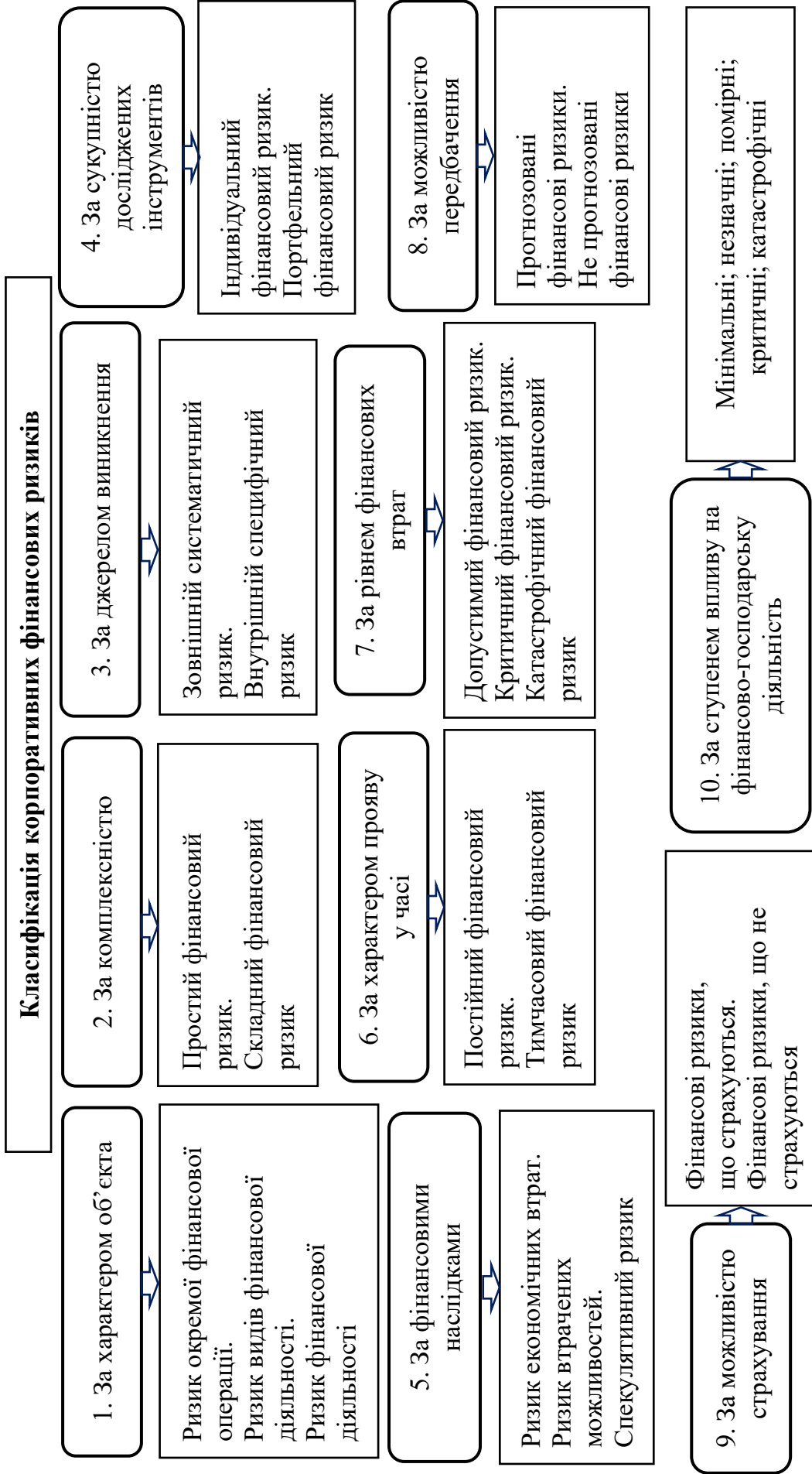


Рис. 3.11. Класифікація корпоративних фінансових ризиків

Джерело: розроблено автором за даними [1, 13, 138, 163].

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ

Ймовірність втрат	Тяжкість наслідків		
	Легка	Середня	Висока
Низька	Невисокий (1)	Невисокий (1)	Середній (2)
Середня	Невисокий (1)	Середній (2)	Високий (3)
Висока	Середній (2)	Високий (3)	Високий (3)

Рис. 3.12. Карта ризиків

Джерело: розроблено автором за даними [18, 70].

Після ідентифікації, класифікації та ранжування ризиків керівництво компанії приймає рішення щодо способу управління ризиком. Застосування способів впливу на ризики має ґрунтуватися на наступних положеннях:

- вбудовувати елементи контролю і стримування ризиків необхідно ще на етапі планування бізнес-процесів;
- необхідна постійна переоцінка тих видів ризику, які властиві більшості бізнес-операцій діяльності підприємства;
- потрібне постійне впровадження скоригованих заходів щодо зниження відповідного типу ризиків.

Отже, вірогідно, на основі виявлення та оцінки ризиків можна застосовувати наступні методи управління ризиком [13, 55, 75, 93, 127]: прийняття ризику; повна або часткова передача його іншій стороні; ухилення від ризику шляхом прийняття «стратегії виходу»; зниження ризику за допомогою різних захисних механізмів.

Прийняття ризику означає, що ризик залишається за суб'єктом ризику та реалізується шляхом відмови від будь-яких дій, спрямованих на компенсацію ризику. Збереження ризику передбачає прийняття збитку або вигоди від ризику при виникненні інциденту. Основними формами цього методу є формування резервного (страхового) фонду підприємства; цільових резервних фондів; резервних сум фінансових ресурсів у системі бюджетів; системи страхових запасів матеріальних і фінансових ресурсів по окремих елементах оборотних активів та низка інших. Принцип дії цього методу заснований на різній комбінації ризиків шляхом диверсифікації об'єкта фінансових ризиків [13, с. 127–135].

Методи управління ризиками пов'язані з передачею ризику іншій стороні, охоплюють страхування, хеджування та інші договірні форми передачі відповідальності з управління ризиками. Передача або трансферт ризику партнерам по окремих фінансових операціях шляхом укладення контрактів. При цьому господарським партнерам передається та частина фінансових ризиків підприємства, по якій вони мають більше можливостей нейтралізації їхніх негативних наслідків і, як правило, мають у розпорядженні ефективніші способи внутрішнього страхового захисту [18, с. 50–57]. Іноді передача ризику третій стороні часто помилково застосовується замість розподілу ризику. Найчастіше для цього використовується страхування або аутсорсинг. При цьому такі заходи тягнуть за собою додаткові ризики, наприклад, повернення даного ризику у разі банкрутства страхової або аутсорсингової компанії. Дуже часто купівля договору страхування позначається як передача ризику. Однак важливо пам'ятати, що юридична відповідальність за такі втрати автоматично лягає на покупця контракту.

Метод ухилення від ризику є нейтралізацією ризиків шляхом відмови від учинення будь-якого заходу, пов'язаного з ризиком. Цей метод, як правило, застосовується на підприємствах з консервативним підходом до управління фінансовими ризиками і має використовуватися лише у крайніх випадках [13, с. 127–135]. Уникнення ризиків – найбільш радикальний напрям, який передбачає відмову від: здійснення фінансових операцій з надмірно високим рівнем ризику; використання у великих обсягах позикового капіталу; високої концентрації оборотних коштів у низьколіквідних формах; використання тимчасово вільних грошових коштів у короткострокових цінних паперах (має негативні наслідки – знецінення грошових коштів в умовах інфляції та упущена вигода від тимчасового розміщення грошей у цінні папери).

Дехто з науковців пропонують наступні види методів зниження фінансових ризиків: метод відмови від ризику; метод зниження частоти збитку або запобігання збиткам;

метод прийняття ризику на себе; метод зменшення розміру збитків; метод розподілу ризику; метод аутсорсингу ризику; метод запобігання збиткам; страхування; самострахування; метод передачі ризику. Мінімізація фінансових ризиків може здійснюватися методами, наведеними у табл. 3.4.

Таблиця 3.4

Методи мінімізації ризиків в управлінні фінансовою діяльністю

Назва методу	Характеристика
Локалізація ризиків	Розмежування системи прав та відповідальності таким чином, щоб наслідки ризикових ситуацій не впливали на реалізацію управлінських рішень
Мінімізації ризиків або утримання ризику у межах прийняттого	Визначення мінімальних розмірів високоліквідних активів підприємства, встановлення граничного розміру позикових коштів у господарському обігу; встановлення максимального розміру депозитного вкладу, розміщеного в одному банку; лімітування концентрації ризиків; отримання від контрагентів певних гарантій при наданні комерційних кредитів і позик
Розсіювання ризиків	Здійснюється шляхом диверсифікації напрямів діяльності підприємства
Ухилення від ризиків	Відмова від співпраці з ненадійними партнерами, відмова від роботи над ризиковими проєктами, пошук гарантів

Джерело: [55].

Використання способу ухилення від ризику може бути досить привабливим своєю простотою, це також може призвести до втрати можливих вигод від прийняття ризику. Так, спроба мінімізувати ризик шляхом відмови від ризикових проєктів може призвести до втрати можливого прибутку. Таким чином, розуміючи, що ризики можуть спричинити як потенційний

Розділ 3. Адаптивні інструменти управління корпоративними фінансами

прибуток, так і потенційні втрати, система корпоративного ризик-менеджменту має бути спрямована на досягнення рівноваги між негативним ризиком і потенційним прибутком.

Таким чином, на підставі вищезазначеного, можна зробити основні висновки:

- під корпоративними фінансовими ризиками слід розуміти ймовірність виникнення певної ситуації, вираженої або у фінансових втратах, або у вигоді, тому розглядати фінансові ризики слід у кількох аспектах;
- найпоширенішим підходом щодо визначення поняття та змісту «фінансових ризиків» є підхід, заснований на ризику як можливості виникнення несприятливої ситуації, пов'язаної з фінансовими втратами;
- методологія управління фінансовими ризиками включає систему принципів, форм і методів його наукового пізнання у логічному взаємозв'язку елементів даної системи. Ключовою умовою конкурентоспроможності та ефективності економічного суб'єкта у сучасних умовах турбулентності стає його здатність прогнозувати, перш за все, стан бізнес-середовища, що характеризується високим ступенем невизначеності.

Розділ 4

ФІНАНСОВА БЕЗПЕКА КОРПОРАЦІЙ ЯК ЗАПОРУКА ЇХНЬОГО СТРАТЕГІЧНОГО УСПІХУ

4.1. Розвиток системи забезпечення фінансової безпеки корпорацій

Діяльність будь-якого суб'єкта господарювання в умовах ринкової економіки, перш за все, визначається станом його фінансів, що, у свою чергу, актуалізує необхідність детального розгляду проблем забезпечення фінансової безпеки вітчизняних корпорацій. Приділення недостатньої уваги проблемам забезпечення фінансової безпеки корпорацій може призвести до зниження прибутковості бізнесу, підвищення залежності корпорації від зовнішніх джерел фінансування, ворожого поглинання чи рейдерського захоплення, втрати самостійності в ухваленні управлінських рішень тощо. Таким чином, забезпечення стійких темпів розвитку корпорації, максимізація її фінансових результатів, підвищення ефективності її фінансової діяльності, реалізація цілей, що відповідають інтересам власників, знаходяться у безпосередній залежності від розробки та запровадження у практиці діяльності результативної системи забезпечення фінансової безпеки корпорації.

У свою чергу, побудова дієвої системи забезпечення фінансової безпеки дозволяє здійснити захист корпорації від внутрішніх та зовнішніх загроз її фінансовим інтересам, уникнути можливості (знизити вірогідність) завдання збитку майну (капіталу) корпорації, зменшити ризик втрати нею рентабельності, ліквідності, платоспроможності й фінансової

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

стійкості чи погіршення її ділової активності та збільшити рівень фінансової незалежності бізнесу.

Необхідно зауважити, що в окрему економічну категорію термін «фінансова безпека корпорації» у вітчизняній та зарубіжній науці трансформувався відносно недавно. При цьому й до сьогодні в економічній літературі відсутній єдиний підхід до розкриття сутності поняття «фінансова безпека корпорації». Відтак, першим кроком буде розгляд основних підходів до розуміння сутності досліджуваного поняття, адже розвиток системи забезпечення фінансової безпеки неможливий без чіткого розуміння її сутності:

1. Функціональний: фінансова безпека корпорації розглядається як функціональна складова її економічної безпеки (більшість науковців сходяться на думці щодо того, що фінансова безпека – це провідний функціональний елемент економічної безпеки суб'єкта господарювання, адже фінанси є кровоносною системою будь-якої економіки).

2. Захисний: фінансова безпека корпорації розглядається як стан, що забезпечує захищеність фінансових інтересів корпорації від наявних та потенційних загроз зовнішнього й внутрішнього походження, фінансову рівновагу, фінансову стійкість, рентабельність, платоспроможність, ліквідність, ділову активність тощо.

3. Ресурсний: фінансова безпека корпорації розглядається як здатність суб'єкта господарювання здійснювати ефективно і стабільно свою господарську діяльність або ефективно використовувати ресурсний потенціал та наявні корпоративні ресурси.

4. Стратегічний: фінансова безпека корпорації розглядається як її здатність самостійно розробляти, обирати найбільш ефективну і провадити обрану фінансову стратегію.

5. Системний: фінансова безпека корпорації розглядається як єдина система, що забезпечує стабільність важливих фінансових пропорцій розвитку та економічного зростання корпорації або збалансований стан її фінансів [39, 51, 63, 67, 79, 98].

Спираючись на визначення фінансової безпеки корпорації, що пропонується науковцями у межах розглянутих підходів, запропонуємо власне визначення досліджуваного поняття: фінансова безпека корпорації є станом захищеності її фінансової системи та фінансових процесів, який забезпечує оптимальне співвідношення між їхньою адаптивністю, спрямованістю на досягнення мети, інтеграцією і здатністю до підтримання латентного зразка, можливості попередження виникнення, мінімізації та подолання наслідків дії внутрішніх і зовнішніх загроз, здатність максимально ефективно реалізувати пріоритетні фінансові інтереси в умовах мінливості зовнішнього середовища господарювання, використовуючи наявний ресурсний потенціал й резерви стійкості та самоудосконалення.

Огляд як різноманітних підходів до трактування фінансової безпеки корпорації, так і запропонованого визначення доводить, наскільки багатоаспектною й складною є досліджувана категорія. Тож розглянемо детальніше основні сутнісні характеристики фінансової безпеки корпорації, які покладено в основу її визначення [17]:

1. Так, адаптація фінансової системи корпорації є її здатністю:

- швидко реагувати та, якщо виникає необхідність, пристосовуватися до внутрішніх і зовнішніх змін, насамперед таких, що мають високий потенціал фінансового ризику та є потенційними загрозами фінансовим інтересам корпорації;
- перерозподіляти фінансові ресурси корпорації відповідно до нових умов, які зумовлені змінами зовнішнього середовища господарювання й використовувати їх з метою попередження (мінімізації негативного впливу) основних загроз;
- розробляти і застосовувати у практиці господарювання нові підходи, методи, інструменти, принципи організації та провадження фінансових процесів у корпорації, організації, моніторингу та управління рівнем фінансової безпеки корпорації.

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Властивість адаптації проявляється у здатності фінансової системи корпорації генерувати інноваційні рішення щодо попередження або, у крайньому випадку, мінімізації негативних наслідків впливу наявних загроз та їхнього подолання. Спроможність фінансової системи корпорації адаптуватися до змін середовища господарювання, тобто рівень прояву адаптаційної властивості знаходиться у залежності від внутрішнього та зовнішнього компенсаційних потенціалів до внутрішніх і зовнішніх збурень.

Внутрішній компенсаційний потенціал, у свою чергу, визначається спроможністю внутрішніх елементів фінансової системи корпорації до ефективної самоорганізації та взаємодії. Зовнішній компенсаційний потенціал фінансової системи корпорації безпосередньо залежить від ефективності зовнішнього керівного впливу, який проявляється у державному регулюванні та управлінні соціально-економічними процесами на рівні країни у цілому, що має бути спрямовано на попередження виникнення й мінімізацію негативного впливу загроз на функціонування корпорації.

2. Властивість досягнення мети пов'язана з наявністю у корпорації на кожному етапі її функціонування переліку пріоритетних фінансових інтересів та організації їхнього ефективного захисту від зовнішніх і внутрішніх загроз. Ефективність захисту наявних фінансових інтересів безпосередньо пов'язана зі сформованим у корпорації ресурсним потенціалом й можливостями його використання (а також потенціалом нарощення у майбутньому). У зв'язку із цим для корпорації існує необхідність розв'язання таких важливих завдань щодо формування власного ресурсного потенціалу:

- формування необхідного рівня ресурсного потенціалу, що створює можливості захисту фінансової системи та фінансових процесів від зовнішніх і внутрішніх загроз для підтримання необхідного й достатнього рівня фінансової безпеки;

– розробка та запровадження ефективного механізму захисту наявних у корпорації фінансових ресурсів від неефективного або нецільового використання, знищення, розкрадання чи інших негативних для корпорації дій, які можуть мати несприятливий вплив на рівень її фінансової безпеки.

3. Властивість інтеграції пов'язана із забезпеченням збалансованої несуперечливої взаємодії та взаємовідносин як між усіма суб'єктами корпорації, які мають відповідні фінансові інтереси (власники, менеджмент, працівники), так і між окремими елементами фінансової системи корпорації (бюджетною, валютною, кредитною тощо підсистемами) і їхнім сприятливим впливом на рівень фінансової безпеки. Відзначимо, що узгодження елементів фінансової системи корпорації здійснюється на основі механізмів внутрішнього й зовнішнього (державного) регулювання відповідних процесів, які належать до різних підсистем вказаної системи. При цьому у процесі зовнішнього регулювання держава реалізує пріоритетні загальнонаціональні фінансові інтереси. Вказаний механізм, насамперед, спрямований на узгодження й урівноваження дій усіх суб'єктів фінансової безпеки, у тому числі й корпорацій, у напрямі забезпечення балансу їхніх фінансових інтересів на мікро-, мезо- та макрорівнях.

4. Властивість до підтримки латентного зразку пов'язана з тим, що фінансова система корпорації є спроможною до самовідтворення – простого, яке є граничним порогом її існування, та розширеного, що є ознакою стійких соціальних систем і являє собою базис для їхнього подальшого розвитку. При цьому взаємозалежність, взаємозв'язок і взаємозумовленість між складовими фінансової системи корпорації є основою її цілісності, крім того, вони зумовлюють формування нових властивостей і якостей, які початково не властиві наявним у фінансовій системі корпорації складовим [17].

Закінчуючи розгляд сутності фінансової безпеки відзначимо, що запропоноване уточнене визначення поняття «фінансова безпека корпорації» враховує якісні властивості дослі-

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

джуваної дефініції, здатність до реалізації фінансових інтересів, ресурсний потенціал й резерви стійкості та самоудосконалення корпорації.

Враховуючи складність і системність досліджуваної дефініції, що, за інших рівних умов, пояснюється складністю й різноманітністю фінансових відносин як усередині корпорації, так і з численними суб'єктами середовища її господарювання, слід відзначити, що ефективно діючу систему забезпечення фінансової безпеки корпорації неможливо побудувати без розуміння переліку тих підсистем (елементів) фінансової безпеки, на захист яких і буде спрямована діяльність вказаної системи.

Треба повністю погодитися з Л.О. Матвійчук, яка виділяє наступні складові фінансової безпеки корпорацій [73]:

1. Бюджетна складова відповідає за взаємовідносини корпорації з бюджетами різних рівнів щодо сплати податків, зборів та інших обов'язкових платежів, отримання податкового кредиту чи податкових пільг, бюджетного фінансування, відшкодування податку на додану вартість тощо.

2. Банківська складова відповідає за взаємовідносини корпорації з комерційними банками з питань кредитних і депозитних операцій, відкриття різноманітних рахунків, здійснення безготівкових розрахунків тощо.

3. Страхова складова відповідає за взаємовідносини корпорації зі страховими компаніями щодо страхування майна та персоналу підприємства, фінансових ризиків тощо.

4. Інвестиційна складова спрямована на врегулювання діяльності корпорації в інвестиційній сфері, підтримання інвестиційної привабливості корпорації, залучення необхідного розміру інвестиційних ресурсів.

5. Фондова складова спрямована на врегулювання питань, що виникають під час емісії та продажу корпорацією власних звичайних і привілейованих акцій, облігацій, векселів та купівлі цінних паперів інших корпорацій.

6. Зовнішньоекономічна складова відповідає за взаємовідносини корпорації із зовнішніми контрагентами під час здійснення нею експортно-імпортних операцій, науково-технічного співробітництва.

7. Грошова складова відповідає за врегулювання питань, що виникають під час готівкових розрахунків корпорації, дотримання платіжної дисципліни, контроль дебіторської заборгованості.

8. Кредитна складова відповідає за врегулювання питань, які виникають у процесі надання/отримання корпорацією комерційних і споживчих кредитів, недопущення надмірного відволікання коштів у дебіторську заборгованість, надмірного зростання кредиторської заборгованості.

Відповідно, система забезпечення фінансової безпеки корпорації має бути спрямована на забезпечення збалансованих параметрів кожної складової фінансової безпеки, розмір яких має бути достатнім для забезпечення необхідної й достатньої стійкості фінансової системи та фінансових процесів корпорації відносно впливу внутрішніх і зовнішніх загроз й захисту її фінансових інтересів, що й є метою функціонування системи забезпечення фінансової безпеки корпорації.

При цьому, власне система забезпечення фінансової безпеки корпорації є сукупністю взаємопов'язаних елементів (підсистем), до складу яких входять суб'єкти та об'єкти забезпечення фінансової безпеки, механізм і стратегія управління. Складові елементи системи забезпечення фінансової безпеки корпорації наведені на рис. 4.1.

Так, прямими суб'єктами забезпечення фінансової безпеки корпорації виступають суб'єкти, які мають безпосереднє відношення до вказаного процесу: керівник (рада директорів), начальник та працівники служби фінансової безпеки (служби безпеки корпорації).

Непрямими суб'єктами забезпечення фінансової безпеки корпорації є суб'єкти, що мають опосередковане відношення до вказаного процесу, наприклад, працівники юридичного, планово-фінансового або економічного, маркетингового відділів тощо.

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Суб'єкти забезпечення фінансової безпеки корпорації у межах функціонування системи її забезпечення мають вирішувати комплекс відповідних завдань, з-поміж яких: ідентифікація реальних і потенційних загроз фінансовим інтересам, фінансовій системі та фінансовим процесам корпорації; формування сукупності показників-індикаторів оцінювання фінансової безпеки корпорації; побудова підсистем фінансової діагностики й управління фінансовими ризиками; контроль та оцінювання результатів функціонування системи забезпечення фінансової безпеки корпорації; створення необхідних і достатніх з погляду забезпечення стійкості зростання корпорації фінансових умов, зокрема, забезпечення потрібного обсягу фінансування з внутрішніх і зовнішніх джерел; забезпечення фінансової стійкості, ліквідності та платоспроможності корпорації протягом усього періоду її життєдіяльності; недопущення початку у діяльності корпорації фінансової кризи, швидке подолання й мінімізація її негативних наслідків.

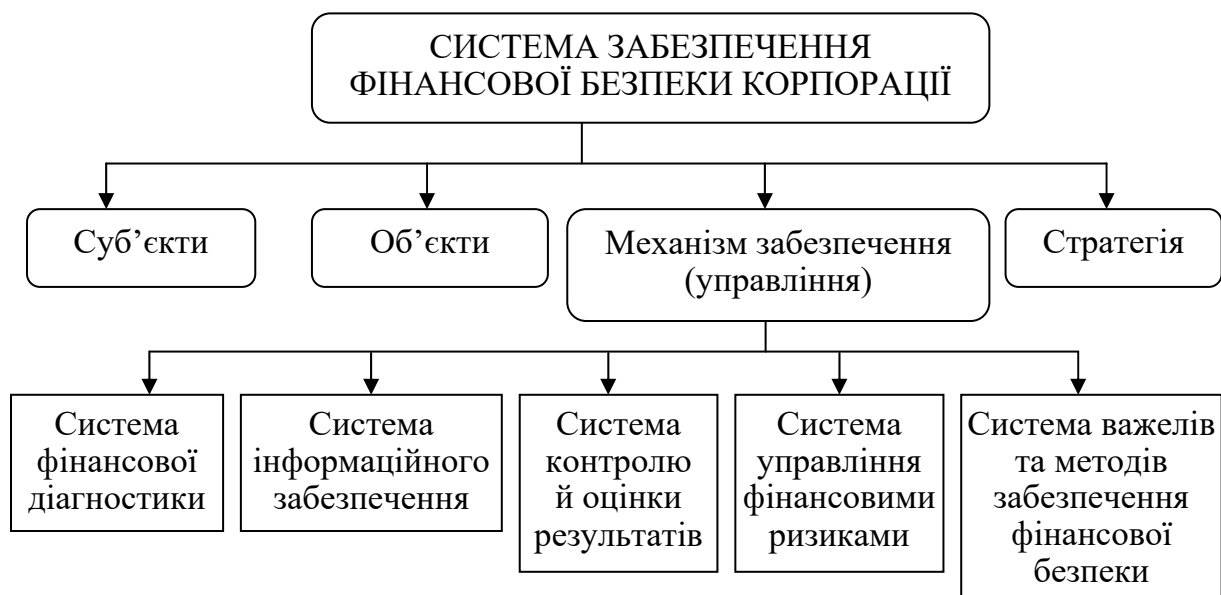


Рис. 4.1. Структура системи забезпечення фінансової безпеки корпорації

Джерело: розроблено автором з урахуванням [147].

Відповідно, об'єктами впливу для реалізації вказаних завдань у системі забезпечення фінансової безпеки корпорації виступають доходи, фінансові результати, зокрема, чистий прибуток, капітал, інвестиції, зовнішні та внутрішні джерела формування капіталу, фінансові ризики, стадії розвитку фінансової кризи тощо.

Реалізація завдань, поставлених у межах функціонування системи забезпечення фінансової безпеки корпорації, можлива за умови формування механізму забезпечення (управління) фінансовою безпекою, який можна розглядати як сукупність організаційних, фінансових та адміністративно-правових засобів впливу, що мають на меті своєчасне виявлення, попередження, нейтралізацію і ліквідацію загроз фінансовій безпеці корпорації [31].

Як видно з рис. 4.1, однією з ключових складових механізму забезпечення фінансової безпеки корпорації є підсистема фінансової діагностики, від результативності якої та своєчасності наданої інформації буде залежати рівень забезпечення фінансової безпеки корпорації. На цю підсистему покладені функції прогнозування настання фінансової кризи, оцінка ймовірності банкрутства корпорації у перспективі, визначення масштабів і стадії фінансової кризи, а також причин, що лежать у її основі. Мета цієї підсистеми – вчасно інформувати про можливі проблемні місця у роботі корпорації, а також оцінювати ступінь загрози на основі здійснення експрес-аналізу, комплексного й фундаментального аналізу рівня фінансової безпеки корпорації [96].

Важливою складовою механізму забезпечення фінансової безпеки корпорації є система інформаційного забезпечення, яка складається з достовірної фінансової звітності корпорації, інформації про конкурентний стан корпорації на ринку, включає кількісні і якісні значення показників-індикаторів оцінки рівня фінансової безпеки, наявність ймовірних фінансових ризиків, реальних та потенційних загроз, систему фінансових інтересів корпорації і стан їхньої реалізації, стратегічний план забезпечення фінансової безпеки корпорації, параметри

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

використання фінансових ресурсів та джерела їхніх надходжень [147]. Саме на її основі проводять фінансову діагностику у системі забезпечення фінансової безпеки корпорації.

Важливою складовою механізму забезпечення фінансової безпеки корпорації є підсистема управління фінансовими ризиками, яка має на меті нейтралізацію або попередження фінансового ризику, мінімізацію негативного впливу ризиків та загроз на результати функціонування корпорації, управління фінансовими ризиками на основі страхування, диверсифікації, уникнення тощо.

Центральною підсистемою, базисом механізму забезпечення фінансової безпеки корпорації є підсистема фінансових важелів і методів, спрямована на ліквідацію кризових явищ і процесів, причин, що їх викликали, а також забезпечення результативного функціонування корпорації. Завдання, які виконує вказана підсистема у межах функціонування механізму забезпечення фінансової безпеки корпорації, полягають у виборі оптимальної фінансової стратегії підприємства й інструментарію її реалізації; нейтралізації кризових явищ; ліквідації причин фінансової кризи; ліквідації чи мінімізації її наслідків [96]. Потрібно відзначити, що інструментарій, який спрямований на виконання підсистемою фінансових важелів і методів встановлених перед нею завдань, включає:

- фінансові методи – прогнозування, фінансовий облік, фінансовий аналіз, фінансове планування, інвестування, страхування, матеріальне стимулювання тощо;
- фінансові важелі – прибуток, дохід, фінансові санкції та пільги, дивіденди, ціна, амортизаційні відрахування, відсоток, заробітна плата, податки, кредити тощо.

Система фінансових важелів і методів є інструментарієм забезпечення фінансової безпеки корпорації.

Заключним елементом механізму забезпечення фінансової безпеки корпорації є контроль та оцінка результатів, що мають забезпечити взаємозв'язок інших підсистем механізму. Основним завданням контролю у системі забезпечення фінансової безпеки корпорації є коригування поведінки підконтрольного об'єкта спостереження та перевірка заходів по

забезпеченню фінансової безпеки корпорації, виявлення й нейтралізація відхилень, що виявляються, приведення системи забезпечення фінансової безпеки корпорації до цільового стану за допомогою спеціальних інструментів-регуляторів. Контроль за ефективністю роботи системи забезпечення фінансової безпеки корпорації орієнтується на створення умов для досягнення встановлених цільових показників фінансової діяльності [96].

Щодо останнього елемента системи забезпечення фінансової безпеки корпорації, яким є стратегія, зауважимо, що стратегією забезпечення фінансової безпеки корпорації є перелік вихідних положень, які мають спрямованість на забезпечення необхідного й достатнього рівня фінансової безпеки корпорації. До основних видів стратегій забезпечення фінансової безпеки корпорації можна віднести наступні:

– реактивна стратегія, яка використовується у разі виникнення у межах функціонування корпорації необхідності реагування на реальні загрози зовнішнього та внутрішнього походження, що уже існують й чинять негативний вплив на фінансову систему та фінансові процеси корпорації. Може бути ефективною для мінімізації негативного впливу реальних загроз, з іншого боку, використання вказаної стратегії може призвести до отримання корпорацією значного розміру збитків;

– превентивна стратегія, яка має спрямованість на попередження (недопущення) негативного впливу загроз на фінансову систему та фінансові процеси корпорації на основі завчасного виявлення зовнішніх і внутрішніх потенційних загроз, постійного моніторингу як внутрішнього середовища корпорації, так і умов та параметрів оточуючого середовища господарювання. Ця стратегія вважається найбільш результативною, адже попередження негативного впливу й загрози отримання збитків є більш економічно вигідним, ніж подолання негативних наслідків, які відбулися, та мінімізація завданих збитків;

– стратегія, спрямована на відшкодування збитків – є найменш ефективною з погляду забезпечення фінансової

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

безпеки корпорації, адже превентивні заходи завжди більш економічно вигідні, і має застосовуватися лише у тому разі, коли використання попередніх стратегій неможливе.

Відзначимо, що у сучасних умовах господарювання однією з базових проблем у сфері забезпечення фінансової безпеки вітчизняних корпорацій і, відтак, їхньої безкризової, стійкої та результативної діяльності є недостатня увага, яка приділяється керівництвом корпорацій моніторингу фінансових ризиків, недостатньо швидка й ефективна реакція на виникаючі загрози внутрішнього та зовнішнього походження і неспроможність провадити ефективне фінансове управління. Таким чином, основоположним завданням у сфері забезпечення фінансової безпеки корпорації є побудова системи її забезпечення, яка на основі захисту фінансової системи, фінансових процесів та фінансових інтересів забезпечувала б стабільну й результативну діяльність корпорації в умовах українського сьогодення.

Підкреслимо також: суттєвою проблемою є той факт, що у значній кількості випадків на необхідність забезпечення потрібного й достатнього рівня фінансової безпеки корпорації звертають увагу уже після настання кризових ситуацій (тобто використовується реактивна стратегія забезпечення фінансової безпеки). Тож цілком доцільною є пропозиція вбудувати систему забезпечення фінансової безпеки безпосередньо у економічний механізм життєдіяльності корпорації. Це створить умови для провадження не лише заходів з усунення фінансових криз на різних стадіях їхнього розгортання а й, відтак, попередження можливого банкрутства корпорації, але й здійснення на систематичній основі моніторингу зовнішнього середовища господарювання корпорації для максимально оперативного реагування на наявні та потенційні загрози. Також, видається, це створює умови для покращання управлінського впливу на ефективність діяльності корпорації на основі удосконалення її фінансового менеджменту.

Не можна не погодитися, що найбільш логічним і адекватним місцем для впровадження системи забезпечення фінансової безпеки корпорації є її інтеграція у фінансово-економічний механізм корпорації, під яким розуміють найважливішу складову її господарського механізму, що відображає сукупність фінансових та економічних методів, способів, форм, інструментів і важелів, за допомогою яких здійснюється регулювання фінансово-економічних процесів і відносин з метою ефективного впливу на кінцеві результати діяльності корпорації [138].

Наступним кроком після визначення місця системи забезпечення фінансової безпеки корпорації у її економічній діяльності доцільно розглянути особливості її формування. Так, виокремимо такі елементи:

1. Мета – забезпечення необхідної й достатньої стійкості фінансової системи та фінансових процесів корпорації відносно впливу внутрішніх і зовнішніх загроз та захист її фінансових інтересів, що є основою стабільного, безкризового і результативного функціонування корпорації.

2. Функції [138]:

- визначення потенційних проблем – включає такі елементи як ідентифікація проблеми, оцінка масштабів і визначення факторів, що призвели до її виникнення та які можуть погіршити ситуацію;
- усунення проблем – вибір необхідних інструментів впливу на проблему, а також визначення заходів з її усунення;
- контроль результативності – оцінка ефективності вжитих заходів і повторна перевірка на наявність ідентифікованої проблеми;
- забезпечення ефективного фінансового менеджменту – на основі використання відповідного фінансового інструментарію та специфічних методів фінансового управління, зокрема, антикризового.

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Необхідно відзначити, що забезпечення стійких темпів розвитку та результативного функціонування корпорації ґрунтується на провадженні низки діагностичних заходів для оцінювання не лише рівня фінансової безпеки корпорації, але й конкретних вузьких місць у її функціонуванні, що мають підвищений потенціал ризику, поряд із цим безперечно важливим є використання відповідного переліку фінансових важелів і фінансових методів, що має спрямованість на удосконалення фінансової діяльності корпорації. Крім того, обов'язковою для використання є сукупність контрольних заходів, які мають забезпечити обґрунтованість фінансового менеджменту корпорації й точну та своєчасну оцінку вжитих заходів.

Відтак, до складу системи забезпечення фінансової безпеки корпорації, перш за все, слід віднести такі підсистеми: фінансової діагностики, фінансових важелів і методів забезпечення фінансової безпеки та підсистему фінансового контролю й оцінювання результатів дії системи у цілому та її складових підсистем (звужили кількість складових порівняно зі складом – рис. 4.1).

Вказана система забезпечення фінансової безпеки корпорації дозволить боротися із реальними кризами, а не їхніми фіктивними похідними, адже фіктивні й навмисні кризові ситуації практично неможливо спрогнозувати. Ці види не є нормальними з точки зору функціонування господарського механізму корпорації. Як правило, вони генеруються самою корпорацією, що суперечить логіці функціонування системи, адже вважається, що корпорація прагне уникнути кризи та забезпечити стабільне й ефективне функціонування.

Крім того, у випадку навмисних дій зі створення кризової ситуації система забезпечення фінансової безпеки зіштовхнеться з низкою перешкод для її нормального функціонування – перекручування даних фінансової звітності, саботування результатів аналізу з боку осіб, зацікавлених у створенні кризи, ігнорування сигналів від окремих підсистем системи забезпечення фінансової безпеки корпорації, маніпулювання даними тощо. Тому запропонована система буде працювати

у випадку існування реальних кризових ситуацій, тобто таких, що були спричинені об'єктивними внутрішніми чи зовнішніми факторами і при відсутності злого наміру з боку самої корпорації [138]. Схема дії системи забезпечення фінансової безпеки корпорації представлена на рис. 4.2.

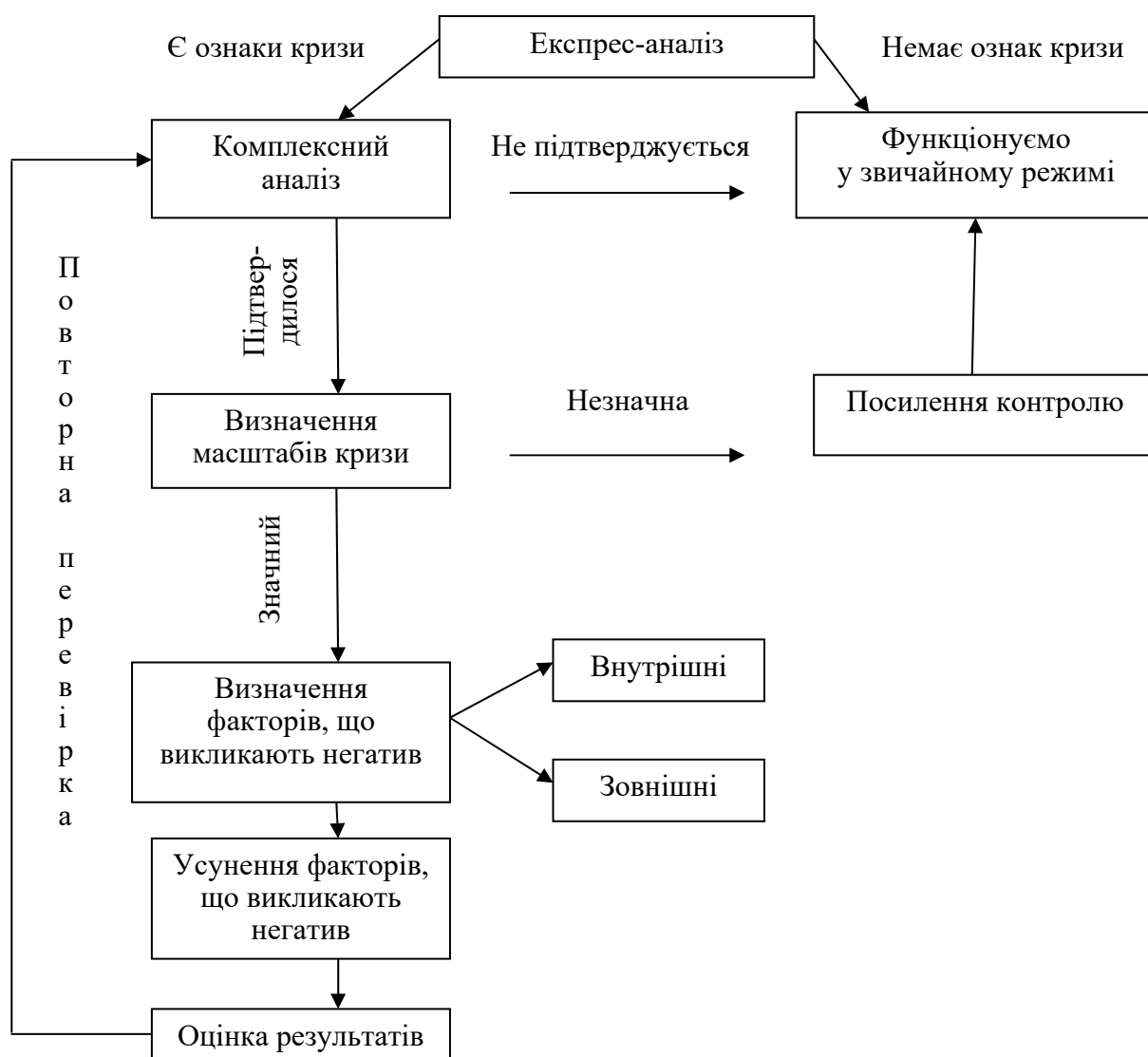


Рис. 4.2. Схема дії системи забезпечення фінансової безпеки корпорації

Джерело: [138].

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Вказана система має спрямованість на використання прямими суб'єктами забезпечення фінансової безпеки корпорації (не призначена для використання зовнішніми користувачами), що пов'язано з присутністю безпосередньої зацікавленості у забезпеченні фінансової безпеки корпорації у прямих суб'єктів, інакше система забезпечення фінансової безпеки корпорації не буде ефективно функціонувати.

Таким чином, система забезпечення фінансової безпеки корпорації є сукупністю взаємопов'язаних діагностичних, інструментальних та контрольних заходів фінансового характеру, що мають оптимізувати використання фінансових ресурсів корпорації, забезпечити належний їхній рівень і нівелювати вплив фінансових ризиків та загроз внутрішнього й зовнішнього середовища [95].

Зазначимо: однією з найважливіших складових пропонуваної системи забезпечення фінансової безпеки корпорації є підсистема фінансової діагностики, бо це пов'язане з тим фактом, що своєчасне й точне оцінювання рівня фінансової безпеки корпорації є основою для формулювання виважених управлінських рішень у напрямі її забезпечення. Результативність фінансової діагностики, точність, релевантність і своєчасність наданої інформації безпосередньо впливає на загальну ефективність системи забезпечення фінансової безпеки корпорації. Вказана підсистема виконує функції прогнозування кризового розвитку корпорації, оцінювання вірогідності банкрутства корпорації у поточному і стратегічному періодах, оцінює стадію фінансової кризи, а також причини й фактори, що її зумовили.

Діагностика – це певна сукупність методичних розробок, яка дозволяє на ранніх стадіях визначити кризові ситуації, оцінити ступінь їхньої загрози для корпорації і фактори, що їх викликали. Основна мета цієї підсистеми – вчасно інформувати про можливі проблемні місця у роботі корпорації, а також оцінювати ступінь загрози. Завдання, що ставляться перед діагностикою: аналіз внутрішнього й зовнішнього середовища корпорації; визначення кризового середовища

корпорації і виділення критичних ризиків; оцінка ймовірності настання криз та можливості банкрутства корпорації; виділення проблемних місць у роботі корпорації, спираючись на дані проведеного аналізу; оцінка ефективності діяльності корпорації [96].

Отже, фінансова діагностика у системі забезпечення фінансової безпеки корпорації забезпечує можливість формування обґрунтованих управлінських рішень у напрямі попередження кризового розвитку корпорації, дозволяє провести аналіз ефективності фінансової діяльності суб'єкта господарювання. У практиці господарювання корпорації ці завдання реалізуються на основі вжиття системи відповідних діагностичних заходів.

Доцільною для використання у межах функціонування системи забезпечення фінансової безпеки корпорації є фінансова діагностика на трьох рівнях – експрес-діагностика, комплексна і фундаментальна діагностика (рис. 4.3).

Так, експрес-діагностика рівня фінансової безпеки корпорації є найбільш простою у практичному використанні, дозволяє зекономити час та кошти на проведення оцінювання, не вимагає спеціальних економічних знань і може проводитися на основі тест-анкетування у розрізі ключових інформативних характеристик корпорації.

Потрібно відзначити, що на сьогодні існує численна кількість як якісних, так і кількісних методик фундаментальної й комплексної діагностики рівня фінансової безпеки корпорації, однак, суттєвою проблемою багатьох з них є те, що вони розроблялися західними вченими відповідно до умов функціонування закордонних корпорацій. Відтак, використання вказаних методів у незмінному (початковому) вигляді (тобто без урахування специфіки вітчизняного економічного простору) для діагностики рівня фінансової безпеки вітчизняних корпорацій призводить до спотворення результатів діагностики й часткової невідповідності реальному стану справ.

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху



Рис. 4.3. Підсистема фінансової діагностики як елемент системи забезпечення фінансової безпеки корпорації

Джерело: [138].

Отже, слід констатувати недосконалість існуючих методичних підходів у галузі, перш за все, коефіцієнтного аналізу рівня фінансової безпеки корпорацій України, адже саме він є базисом для отримання оцінних значень для формування моделей інтегрального оцінювання тощо. Такий стан справ зумовлює доцільність розробки й застосування на практиці наочних і нескладних у використанні методів оцінювання фінансової безпеки, які б забезпечували можливість обчислення інтегрального показника рівня фінансової безпеки вітчизняних корпорацій та, поряд із цим, враховували б специфіку економічного простору України.

Враховуючи вищевказане, пропонуємо до використання у межах функціонування системи забезпечення фінансової

безпеки (підсистема фінансової діагностики, фундаментальна та комплексна діагностика) на вітчизняних корпораціях методика оцінювання рівня фінансової безпеки, в основі якої знаходиться методика інтегральної оцінки фінансового стану підприємства, запропонована О.Ю. Клементьєвою [50].

Для побудови інтегрального показника пропонується використовувати формулу середньоарифметичної зваженої, яка передбачає надання кожному показнику певного рівня значущості [50]:

$$I = \sum_i^m s_i w_i, \quad (4.1)$$

де m – кількість фінансових показників інтегральної оцінки;
 s_i – стандартизоване значення фінансового показника;
 w_i – вага (значимості) фінансового коефіцієнта.

Фінансова безпека корпорації, насамперед, характеризується коефіцієнтами фінансової стійкості, ліквідності і платоспроможності та ефективності використання капіталу, тому інтегральна оцінка є сумарним значенням стандартизованих показників, що характеризують ці складові. Стандартизація вибраних показників здійснюється шляхом ділення фактичних показників на стандартне значення, тобто [50]:

$$s_i = x_i / a_i, \quad (4.2)$$

де x_i – фактичне значення фінансового показника;
 a_i – стандартне значення фінансового показника.

Таким чином, виходячи із визначеного механізму стандартизації (4.2), формула (4.1) буде мати наступний вигляд [50]:

$$I = \sum_i^m \frac{x_i}{a_i} w_i. \quad (4.3)$$

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

На основі отриманого інтегрального показника робиться висновок про рейтинг підприємства за певною шкалою.

Таблиця 4.1

Стандартні значення показників оцінки рівня фінансової безпеки корпорації та їхні вагові коефіцієнти

Показник	ω_i	a_i
Показники ефективності використання капіталу, Z		
Прибутковість поточних активів	6	0,1
Ефективність використання власного капіталу	2	0,06
Загальна рентабельність продукції	10	0,10
Рентабельність продажу за чистим прибутком	4	0,05
Коефіцієнт обігу оборотних коштів	3	2,40
Коефіцієнт обігу кредиторської заборгованості	3	5
Показники платоспроможності та ліквідності, Y		
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	2	0,20
Коефіцієнт покриття	2	0,70
Показники фінансової стійкості, X		
Коефіцієнт забезпеченості запасів власними оборотними коштами	2	0,10
Коефіцієнт фінансової незалежності	2	0,5

Джерело: [50].

До беззаперечної переваги запропонованої методики оцінки фінансової безпеки корпорацій України відносимо той факт, що її розробка відбувалася з урахуванням специфіки вітчизняної економічної системи, на що вказує той факт, що значення показників оцінки рівня фінансової безпеки та їхніх вагових коефіцієнтів отримані на основі аналізу результатів діяльності промислових підприємств України (табл. 4.1).

Залежно від значення інтегрального показника оцінки рівня фінансової безпеки на основі шкали, розробленої О.Ю. Клементьєвою, пропонується п'ятиступенева градація рівнів фінансової безпеки корпорацій: незадовільна, задовільна, нестабільна, впевнена, куражна, критерії яких наведені у табл. 4.2.

Таблиця 4.2

**Класифікація рівнів фінансової безпеки корпорації
залежно від значення інтегрального показника**

Значення	Фінансова безпека	Характеристика
Менше 0	Незадовільний рівень фінансової безпеки	Характеризується збитковою діяльністю, низьким рівнем ліквідності та залежністю від зовнішніх джерел фінансування
0–39	Задовільний рівень фінансової безпеки	Низький рівень ефективності використання капіталу, характерна нестабільна структура капіталу та недостатній рівень ліквідності
40–65	Нестабільна фінансова безпека	Нестабільний рівень прибутковості та оборотності активів при наявності перебоїв у платоспроможності і фінансовій стійкості
66–99	Впевнена фінансова безпека	Усі показники знаходяться на оптимальному рівні
Більше 99	Куражна фінансова безпека	Характеризується надвисоким рівнем прибутковості і платоспроможності. Частіш за все, корпорації недовгий проміжок часу перебувають у такому стані, оскільки такий стан є виснажливим і ресурсно містким

Джерело: побудовано з урахуванням [50].

Відтак, було проведено оцінювання рівня фінансової безпеки корпорації ВТК «Запоріжсталь» згідно із запропонованою методикою діагностики її рівня (табл. 4.3).

Як видно з даних табл. 4.3, протягом аналізованого періоду рівень фінансової безпеки ВТК «Запоріжсталь» характеризується як упевнений. При цьому варто звернути увагу на декілька моментів. Так, на початок аналізованого періоду інтегральний показник фінансової стійкості має від’ємне значення ($X = -14,4$), що пов’язано з нераціональним використанням капіталу та незадовільною структурою активів (відбувається іммобілізація більшості капіталу аналізованого суб’єкта господарювання у найменш ліквідні активи).

**Розрахунок інтегрального показника рівня фінансової безпеки ВТК «Запоріжсталь»
за 2018–2020 рр.**

Показник	ω_i	a_i	2018 р.			2019 р.			2020 р.		
			z, y, x	s_i	$s_i \omega_i$	z, y, x	s_i	$s_i \omega_i$	z, y, x	s_i	$s_i \omega_i$
Показники ефективності використання капіталу, Z											
Прибутковість поточних активів	6	0,1	0,17	1,7	10,2	0,12	1,2	7,2	0,03	0,3	1,8
Ефективність використання власного капіталу	2	0,06	0,03	0,5	1	0,02	0,33	0,66	0,01	0,17	0,34
Загальна рентабельність продукції	10	0,1	0,88	8,8	88	0,34	3,4	34	0,36	3,6	36
Рентабельність продажу за чистим прибутком	4	0,05	0,08	1,6	6,4	0,06	1,2	4,8	0,02	0,4	1,6
Коефіцієнт обігу оборотних коштів	3	2,4	2,0	0,83	2,49	2,2	0,92	2,76	2,1	0,88	2,64
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	3	5	2,1	0,42	1,26	9,2	1,84	5,52	5,8	1,16	3,48
Z	–	–	–	–	99,15	–	–	54,94	–	–	45,86
Показники платоспроможності та ліквідності, Y											
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	2	0,2	0,1	0,5	1	1,0	5	10	0,4	2	4
Коефіцієнт покриття	2	0,7	1,6	2,29	4,58	5,7	8,14	16,28	3,8	5,43	10,86
Y	–	–	–	–	5,58	–	–	26,28	–	–	14,86
Показники фінансової стійкості, X											
Коефіцієнт забезпеченості запасів власними оборотними коштами	2	0,1	–0,88	–8,8	–17,6	0,07	0,7	1,4	0,54	5,4	10,8
Коефіцієнт фінансової незалежності	2	0,5	0,80	1,6	3,2	0,84	1,68	3,36	0,88	1,76	3,52
X	–	–	–	–	–14,4	–	–	4,76	–	–	14,32
Інтегральний показник, I	–	–	–	–	90,33	–	–	85,98	–	–	75,04

Джерело: [90].

Зазначений висновок також підтверджує низьке значення інтегрального показника платоспроможності та ліквідності ($Y = 5,58$), що вказує на наявність певних проблем у цій сфері. Найбільшою проблемою для аналізованої корпорації є щорічне зниження загального інтегрального показника рівня фінансової безпеки – на 4,85% у 2019 р. порівняно з 2018 р., та на 12,7% у 2020 р. порівняно з 2019 р. Якщо поглянути на здійснені розрахунки, можна зробити висновок, що таке падіння, насамперед, зумовлене погіршенням рентабельності через зниження чистого прибутку та зниженням ліквідності аналізованої корпорації унаслідок зменшення надходження грошових коштів через замороження коштів у залишках готової продукції.

У цілому ж слід зробити висновок: проведена оцінка рівня фінансової безпеки ВТК «Запоріжсталь» підтверджує результати традиційних розрахунків, проведених за даними фінансової звітності аналізованого суб'єкта господарювання. Відтак, застосування цієї методики іншими вітчизняними корпораціями є цілком доцільним, адже може полегшити роботу фінансових аналітиків та зробить результати їхньої роботи більш об'єктивними й відповідними реальній економічній ситуації в Україні.

Для проведення діагностики фінансової безпеки вітчизняних корпорацій у межах функціонування системи забезпечення фінансової безпеки також доцільно запропонувати використання методики розрахунку інтегрального показника фінансової безпеки корпорації, яка дозволяє розрахувати інтегральний показник фінансової безпеки на основі оцінювання невеликого обсягу вихідних даних, що містяться у відкритій фінансовій звітності суб'єкта господарювання.

Так, у межах запропонованої методики на основі аналізу економічної літератури [30, 47] було визначено коефіцієнти оцінювання рівня фінансової безпеки корпорації, пропонувані для включення у розрахунок інтегрального показника її рівня:

1. Показники майнового стану:
 - коефіцієнт придатності основних засобів ($K_{\text{пр}}$), який показує частину основних засобів корпорації, придатну

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

для експлуатації, що безпосередньо впливає на ефективність господарської діяльності корпорації і, відтак, рівень її фінансової безпеки.

2. Показники ділової активності, які відображають рівень ефективності використання ресурсів корпорації, здійснюють безпосередній вплив на розмір чистого доходу від реалізації й валового прибутку, можуть призводити до вивільнення частини фінансових ресурсів, що чинить безпосередній вплив на фінансову безпеку корпорації. Останній включений у модель показник дозволяє врахувати й відкоригувати збалансованість грошових потоків під час розрахунків з комерційними кредиторами й дебіторами, що позитивно впливає на рівень фінансової безпеки корпорації: фондвіддача (F_B); коефіцієнт обігу оборотних активів ($K_{об}$); коефіцієнт співвідношення дебіторської та кредиторської заборгованості ($K_{дзкз}$).

3. Показники ліквідності і платоспроможності, які характеризують спроможність корпорації швидко трансформувати наявні активи у грошові кошти з метою оплати своїх поточних зобов'язань. Про проблеми у галузі забезпечення фінансової безпеки свідчитиме той факт, що потреба корпорації у ліквідних активах перевищує їхню реальну наявність. Тому доцільно до моделі оцінювання фінансової безпеки корпорації включити такі показники ліквідності як: коефіцієнт загальної ліквідності ($K_{зл}$); коефіцієнт абсолютної ліквідності ($K_{ал}$).

4. Показники фінансової стійкості, яка, перш за все визначає фінансову незалежність суб'єкта господарювання від позикових джерел фінансування його діяльності. Також важливий вплив на фінансову безпеку корпорації має маневреність власних коштів, яка визначає ефективність використання її власного капіталу: коефіцієнт автономії ($K_{авт}$); коефіцієнт фінансової стійкості ($K_{фс}$); коефіцієнт маневреності власного капіталу ($K_{мвк}$).

5. Показники рентабельності, які віддзеркалюють можливість корпорації генерувати прибуток під час здійснення своєї господарської діяльності, а, отже, не можуть бути не

включені до моделі оцінювання фінансової безпеки корпорації: коефіцієнт рентабельності активів (K_{pa}); коефіцієнт рентабельності власного капіталу ($K_{pвк}$); коефіцієнт рентабельності діяльності ($K_{рд}$).

Для розрахунку інтегрального показника на основі оцінювання вищенаведених показників пропонується використати узагальнену функцію бажаності Е. Харрінгтона, яка є універсальним способом побудови узагальненого показника відповідних явищ (процесів). В основі побудови функції знаходиться ідея перетворення натуральних значень окремих показників у безрозмірний вигляд з наступним вирахуванням часткових функцій за шкалою Харрінгтона та інтегрального показника оцінювання фінансової безпеки підприємства D [41, с. 69]:

$$D = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n d_i}; \quad (4.4)$$

$$d_i = \exp(-\exp(-y_i)), \quad (4.5)$$

де n – кількість показників, що використовуються для оцінювання рівня фінансової безпеки;

d_i – частинна функція (частинна бажаність), яка визначається відповідно до шкали Харрінгтона;

y_i – показник фінансової безпеки у безрозмірному вигляді.

Таким чином, для оцінювання фінансової безпеки корпорації на основі функції бажаності Харрінгтона необхідно систему виділених для аналізу показників перевести до безрозмірного вигляду, після чого обчислити величини частинних функцій за формулою (4.5).

Формули для переведення коефіцієнтів у безрозмірний вигляд такі:

$$y_i \uparrow(\max) = \frac{k_i}{k_{kpm}}; \quad (4.6)$$

$$y_i \downarrow(\min) = \frac{(1 - k_i)}{k_{kpm}}, \quad (4.7)$$

де k_i – розрахункове значення показника;
 k_{kpm} – критичне значення показника;
max/min – критерій максимізації/мінімізації отриманого показника.

Для інтерпретації отриманої характеристики рівня фінансової безпеки корпорації слід скористатися шкалою бажаності Харрінгтона. Шкала бажаності відноситься до психофізичних шкал. Її призначення – встановлення відповідності між фізичними і психофізичними параметрами. Під фізичними параметрами розуміють можливі відклики, які характеризують функціонування досліджуваного об'єкта. Серед них можуть бути естетичні і навіть статистичні параметри. Під психологічними параметрами розуміють чисто суб'єктивні оцінки експериментатора бажаності (пріоритетності) того чи іншого відклику. Щоб отримати шкалу бажаності, зручно користатися готовими розробленими таблицями відповідностей між відношеннями пріоритетів в емпіричній і числовій (психологічній) системах (табл. 4.4) [131]. Отже, оцінки, наведені у табл. 4.4, у незмінному вигляді пропонується використовувати для характеристики рівня фінансової безпеки відповідної корпорації.

Таблиця 4.4

Шкала бажаності Харрінгтона

Значення функції	Оцінки по шкалі бажаності
1,00–0,81	Дуже добре
0,80–0,64	Добре
0,63–0,38	Задовільно
0,37–0,21	Погано
0,20 – 0,00	Дуже погано

Джерело: [131].

Перевіримо на практиці запропоновану методику оцінювання фінансової безпеки на прикладі ТЗОВ «Сарненський хлібозавод».

Так, на першому етапі відповідно до обраної методики було розраховано 14 показників, які з різних боків характеризують стан фінансової безпеки корпорації (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

**Показники оцінювання рівня фінансової безпеки
ТЗОВ «Сарненський хлібозавод» у 2019–2021 рр.**

Назва показника	Вхідні дані			Критерій оптимізації	
	2019 р. (факт)	2020 р. (факт)	2021 р. (план)		
$K_{\text{пр}}$	0,56	0,58	0,58	0,5	<i>max</i>
$\Phi_{\text{в}}$	6,14	3,89	3,22	3	<i>max</i>
$K_{\text{об}}$	3,92	5,08	5,80	5	<i>max</i>
$K_{\text{дзкз}}$	2,21	1,52	1,93	1,00	<i>max</i>
$K_{\text{зл}}$	1,16	1,16	0,97	1,00	<i>max</i>
$K_{\text{ал}}$	0,08	0,05	0,06	0,25	<i>max</i>
$K_{\text{авт}}$	0,51	0,60	0,52	0,5	<i>max</i>
$K_{\text{фс}}$	0,60	0,72	0,62	1,00	<i>max</i>
$K_{\text{мвк}}$	-0,04	-0,12	-0,21	0,5	<i>max</i>
$K_{\text{ра}}$	0,06	0,01	0,05	0,1	<i>max</i>
$K_{\text{рвк}}$	0,12	0,03	0,03	0,1	<i>max</i>
$K_{\text{рд}}$	0,03	0,007	0,009	0,1	<i>max</i>

Джерело: [131].

Наступний крок – приведення системи обчислених коефіцієнтів до безрозмірного вигляду. Для цього кожний показник порівнюємо зі значенням встановленого критерію оптимізації (табл. 4.6).

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

Таблиця 4.6

**Безрозмірні значення показників фінансової безпеки
ТЗОВ «Сарненський хлібозавод» у 2019–2021 рр.**

Показник	2019 р. (факт)	2020 р. (факт)	2021 р. (план)
$K_{\text{пр}}$	1,12	1,16	1,16
$\Phi_{\text{в}}$	2,05	1,30	1,07
$K_{\text{об}}$	0,78	1,02	1,16
$K_{\text{дзкз}}$	2,21	1,52	1,93
$K_{\text{зл}}$	1,16	1,16	0,97
$K_{\text{ал}}$	0,32	0,20	0,24
$K_{\text{авт}}$	1,02	1,20	1,05
$K_{\text{фс}}$	0,60	0,72	0,62
$K_{\text{мвк}}$	-0,08	-0,24	-0,42
$K_{\text{ра}}$	0,60	0,10	0,51
$K_{\text{рвк}}$	1,20	0,30	0,31
$K_{\text{рд}}$	0,30	0,07	0,09

Джерело: [131].

На останньому етапі слід розрахувати частинні функції бажаності й обчислити інтегральний рівень фінансової безпеки корпорації на основі визначення значення функції Харрінгтона для кожного з аналізованого років (табл. 4.7).

За результатами оцінювання фінансової безпеки ТЗОВ «Сарненський хлібозавод» з використанням функції бажаності Харрінгтона і відповідно до шкали бажаності Харрінгтона аналізований суб'єкт господарювання протягом 2019–2020 рр. має задовільний рівень фінансової безпеки з погіршенням на кінець 2020 р., що відповідає розрахункам, проведеним традиційними методами (індикаторним підходом у розрізі оцінки ліквідності, рентабельності, фінансової стійкості й ділової активності). У плановому періоді рівень фінансової безпеки аналізованого суб'єкта залишається на задовільному рівні з неістотним покращанням, що відповідає результатам проведеного за даними відкритої фінансової звітності планування.

Таблиця 4.7

Частинна функція $d_i = \exp(-\exp(-y_i))$

Показник	2019 р. (факт)	2020 р. (факт)	2021 р. (план)
$K_{\text{пр}}$	0,72160	0,73089	0,73090
$\Phi_{\text{в}}$	0,87883	0,76076	0,71006
$K_{\text{об}}$	0,63345	0,69625	0,73072
$K_{\text{дзкз}}$	0,89610	0,80355	0,86549
$K_{\text{зл}}$	0,73089	0,73089	0,68825
$K_{\text{ал}}$	0,48377	0,44099	0,45501
$K_{\text{авт}}$	0,69726	0,73993	0,70706
$K_{\text{фс}}$	0,57764	0,61462	0,58684
$K_{\text{воз}}$	0,33848	0,28048	0,22590
$K_{\text{мвк}}$	0,57764	0,40461	0,60152
$K_{\text{ра}}$	0,73993	0,47672	0,51751
$K_{\text{рвк}}$	0,47672	0,39361	0,41073
$K_{\text{рд}}$	0,72160	0,73089	0,73090
$K_{\text{б}}$	0,87883	0,76076	0,71006
Функція Харрінгтона	0,62	0,56	0,57

Джерело: [131].

Таким чином, запропонована методика інтегрального оцінювання рівня фінансової безпеки корпорації на основі функції бажаності Харрінгтона є цілком дієвою, має достатній рівень гнучкості, дозволяє виявити загрози фінансовим інтересам корпорації і може бути використана як один із критеріїв при розробці та прийнятті управлінських рішень щодо напрямів забезпечення необхідного й достатнього рівня фінансової безпеки корпорації.

Далі зупинимося більш детально на тих видах фінансової діагностики, які запропоновані до використання на рис. 4.3. Так, експрес-діагностика проводиться один раз на початку кожного місяця на основі заповнення тестової анкети, сформованої з використанням якісних показників на основі методу Аргенті (табл. 4.8) [91].

Таблиця 4.8

**Тестова анкета для експрес-діагностики рівня
фінансової безпеки корпорації**

Критерій	Максимальна оцінка, бал
Погані фінансові показники (наприклад, значення окремих статей фінансових звітів)	10
Проведення «авральних» мір: збільшення залучених коштів, зниження заробітної плати, згортання перспективних програм	10
Небезпечні нефінансові симптоми (наприклад, падіння якості продуктів і послуг, морального духу персоналу)	10
Зриви у виконанні зобов'язань	10
Перевищення деякого критичного рівня кредиторської заборгованості	10
Надмірне використання короткострокових позикових коштів як джерела фінансування довгострокових вкладень	10
Невиконання зобов'язань перед інвесторами, кредиторами тощо	10
Втрата ключових контрагентів	10
Зниження обсягів продаж	10
Втрата ключових співробітників апарату управління	10
Максимум загальної оцінки	100
Небезпечний рівень загальної оцінки	25

Джерело: [91].

Як видно з табл. 4.8, спеціалісту з фінансової безпеки (фінансовому аналітику, фінансовому менеджеру) пропонується для розгляду перелік критеріїв, по кожному з яких потрібно виставити відповідну кількість балів (від 0 до 10) залежно від фактичного рівня реалізації кожного з критеріїв у діяльності корпорації.

Відзначимо, що у табл. 4.8 наведено лише орієнтовний перелік критеріїв для проведення експрес-діагностики рівня

фінансової безпеки корпорації – залежно від особливостей фінансової діяльності, розмірів, масштабів та специфіки діяльності, критичних фінансових ризиків та інших параметрів для кожної конкретної корпорації перелік критеріїв (за незмінності кількості та бальної оцінки) може бути змінено.

У разі, коли за результатами експрес-діагностики рівня фінансової безпеки відповідної корпорації отримана оцінка перевищує запропонований у табл. 4.8 небезпечний рівень (25 балів), необхідно провести комплексну (фундаментальну) діагностику рівня її фінансової безпеки з метою встановлення вузьких місць з підвищеним рівнем ризику у діяльності корпорації.

Так, комплексна діагностика проводиться 4 рази на рік (щоквартально, наприкінці кварталу) і ґрунтується на двох видах аналізу: якісний аналіз функціонування корпорації; комплексний коефіцієнтний аналіз.

При цьому якісний аналіз функціонування корпорації можна проводити на основі заповнення розширеної відносно експрес-діагностики тестової анкети, яка містить 20 критеріїв (табл. 4.9).

Як видно з табл. 4.9, фінансовому аналітику пропонується для розгляду перелік критеріїв, по кожному з яких потрібно виставити кількість балів від 0 до 10 залежно від фактичного рівня реалізації кожного з критеріїв у діяльності відповідної корпорації, отже принцип заповнення є аналогічним анкеті у табл. 4.8, проте загальний бал та небезпечний рівень оцінки мають більші значення – 200 балів та 50 балів відповідно. Аналогічно з експрес-діагностикою фінансової безпеки перелік критеріїв, наведених у табл. 4.9, може бути змінено залежно від умов функціонування та особливостей конкретної корпорації.

Для проведення комплексного коефіцієнтного аналізу фінансової безпеки корпорації пропонується використовувати методики, особливості побудови й розрахунків за якими було розглянуто вище. Таким чином, комплексна діагностика ґрунтується на методах кількісного і якісного аналізу, що дає змогу отримати реальну картину для відповідної корпорації та оцінити реальні загрози її фінансовій безпеці.

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

Таблиця 4.9

**Тестова анкета для комплексної діагностики
фінансової безпеки корпорацій**

Критерій	Максимальна оцінка, бал
Погані фінансові показники	10
Проведення «авральних» заходів: збільшення залучених коштів, зниження заробітної плати, згортання перспективних програм	10
Небезпечні нефінансові симптоми (наприклад, падіння якості продуктів і послуг, морального духу персоналу)	10
Зриви у виконанні зобов'язань	10
Перевищення критичного рівня кредиторської заборгованості	10
Надмірне використання короткострокових позикових коштів як джерела фінансування довгострокових вкладень	10
Невиконання зобов'язань перед інвесторами, кредиторами й акціонерами	10
Втрата ключових контрагентів	10
Зниження обсягів продаж	10
Втрата ключових співробітників апарату управління	10
Хронічна недостача оборотних коштів	10
Висока питома вага простроченої дебіторської заборгованості	10
Застосування у виробничому процесі устаткування з простроченими термінами експлуатації	10
Несприятливі зміни у портфелі замовлень	10
Недостатня диверсифікованість діяльності підприємства	10
Політичний ризик, пов'язаний з корпорацією у цілому чи її ключовими підрозділами	10
Різне зменшення коштів на рахунках	10
Розбалансування дебіторської і кредиторської заборгованості	10
Конфлікти у корпорації, звільнення керівників тощо	10
Недостатнє технічне і технологічне відновлення корпорації	10
Максимум загальної оцінки	200
Небезпечний рівень загальної оцінки	50

Джерело: [91].

Нарешті, фундаментальна діагностика як елемент системи забезпечення фінансової безпеки корпорації проводиться один раз на рік на основі застосування якнайширшого переліку діагностичних інструментів. Ґрунтується фундаментальна діагностика на результатах проведення комплексної діагностики рівня фінансової безпеки корпорації. Проте, фундаментальна діагностика має на меті встановлення системи критичних ризиків у діяльності відповідної корпорації.

Перелік типових критичних ризиків для промислових корпорацій залежно від виду їхньої економічної діяльності наведено у табл. 4.10.

Таблиця 4.10

Типові критичні ризики промислових корпорацій України залежно від виду їхньої економічної діяльності

Вид економічної діяльності	Типові критичні ризики
Металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів	<ol style="list-style-type: none"> 1. Значна залежність від кон'юнктури на зовнішніх ринках. 2. Зміни тарифів на вантажні залізничні перевезення з боку «Укрзалізниці». 3. Значна залежність від світових цін на енергоресурси унаслідок високої витрати енергоресурсів. 4. Антидемпінгові та протекційні санкції з боку інших держав. 5. Нерозвиненість внутрішнього ринку. 6. Значна зношеність основних засобів. 7. Залежність від постачання сировини та цін на неї. 8. Проблеми з компенсацією ПДВ
Виробництво машин та устаткування	<ol style="list-style-type: none"> 1. Негативна рентабельність активів у середньому по галузі. 2. Незадовільне співвідношення позикових і власних засобів. 3. Втрата ринків збуту. 4. Ціни на енергію та сировину

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

Закінчення табл. 4.10

Вид економічної діяльності	Типові критичні ризики
Хімічна промисловість	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ціни на енергоресурси на світових ринках. 2. Зовнішньоекономічні протекційні заходи. 3. Погана платіжна дисципліна на суб'єктах підприємництва галузі. 4. Низька рентабельність діяльності. 5. Посилення екологічних норм
Нафтогазова промисловість	<ol style="list-style-type: none"> 1. Дуже низькі показники виходу світлих нафто-продуктів. 2. Збої у постачаннях сировини та надзвичайна сировинна залежність. 3. Нестача власної сировини. 4. Збільшення цін на сировину. 5. Нестача власних оборотних коштів. 6. Розрив відносин із Росією. 7. Низька рентабельність діяльності. 8. Державне регулювання та обмеження
Виробництво і розподілення електроенергії	<ol style="list-style-type: none"> 1. Несплата споживачами за отримані послуги. 2. Значна зношеність основних фондів. 3. Низька рентабельність діяльності. 4. Різке зменшення експорту продукції унаслідок вжиття протекційних заходів іншими державами. 5. Розкрадання енергетичного обладнання. 6. Залежність від світових цін на енергоресурси унаслідок високої витрати енергоресурсів. 7. Залежність від постачання сировини з інших країн
Будівельна промисловість	<ol style="list-style-type: none"> 1. Зміни умов діяльності (ліцензування, акцизи, сертифікації тощо). 2. Втрати ринків збуту унаслідок низького платоспроможного попиту потенційних клієнтів. 3. Збільшення цін на сировину та енергію. 4. Значна зношеність основних засобів. 5. Зміна валютного курсу гривні до основних світових валют

Джерело: [91, 138].

За рахунок використання у практиці господарювання вітчизняних корпорацій вказаного діагностичного інструментарію, корпорація може не лише ліквідувати загрози виникнення у її діяльності кризових ситуацій, але і встановити їхні причини, а це, своєю чергою, забезпечує правильність вибору фінансових важелів та фінансових методів попередження фінансової кризи і, відповідно, створює умови для забезпечення необхідного й достатнього рівня фінансової безпеки корпорації.

Основоположною підсистемою або центральною ланкою системи забезпечення фінансової безпеки корпорації слід вважати підсистему фінансових важелів та методів забезпечення фінансової безпеки, яка має спрямованість на розробку й реалізацію найбільш ефективної антикризової стратегії; мінімізацію наслідків або попередження настання кризових явищ; ліквідацію причин криз та пом'якшення (нейтралізацію) кризових наслідків; максимізацію ефективності функціонування корпорації.

Для цього вказана підсистема має у своєму розпорядженні відповідний інструментарій:

- фінансові методи – управління фінансовими результатами, витратами, активами, фінансовий аналіз, фінансове планування, фінансове регулювання, інвестування, кредитування, оподаткування, страхування, оренда, лізинг, факторинг тощо;
- фінансові важелі – прибуток, дохід, фінансові санкції та фінансові пільги, дивіденди, ціна, фінансові норми, нормативи, ліміти, резерви, стимули, заробітна плата та інші.

Поєднання вказаних інструментів утворює підсистему фінансових важелів і методів забезпечення фінансової безпеки.

Останньою підсистемою, якої потребує система забезпечення фінансової безпеки корпорації для повноцінного й результативного функціонування, є підсистема контролю та оцінки результатів, адже саме контроль дозволяє вчасно виявити недоліки й визначити заходи для їхнього усунення, встановити зворотний зв'язок між усіма елементами системи

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

й об'єднати їх у єдине ціле, забезпечуючи, таким чином, функціонування системи забезпечення фінансової безпеки корпорації на синергетичних засадах. Необхідність запровадження підсистеми контролю у систему забезпечення фінансової безпеки корпорації пояснюється тим фактом, що контроль є базовою функцією будь-якого управлінського процесу, яка спрямована на забезпечення досягнення встановлених перед корпорацією цілей на основі виявлення недоліків або вузьких місць та оперативного вжиття відповідних заходів, що забезпечує досягнення відповідності планових і фактичних результатів.

Відповідно, основною метою системи контролю будь-якого процесу визнано своєчасне виявлення відхилень від нормального (запланованого) перебігу провадження та здійснення адекватних управлінських заходів щодо виправлення становища для забезпечення виконання розроблених планів, досягнення встановлених цілей діяльності відповідного суб'єкта господарювання [138, с. 58].

Таким чином, увесь функціонал процесу контролю за ефективністю заходів підтримання необхідного і достатнього рівня фінансової безпеки корпорації та його максимізації, оцінювання їхньої своєчасності, результативності й достатності, виявлення відхилень і своєчасної реакції на них, перевірка ступеня достовірності й надійності інформації та координації інформаційних потоків у межах функціонування системи забезпечення фінансової безпеки корпорації буде покладено на підсистему контролю й оцінки результатів (мається на увазі контроль за повнотою та своєчасністю виконання іншими елементами системи покладених на них функцій і оцінювання ефективності їхнього функціонування у межах діяльності системи забезпечення фінансової безпеки корпорації).

Підсистема контролю та оцінки результатів як елемент системи забезпечення фінансової безпеки корпорації має вирішувати наступні завдання [96, 147]:

- контроль за належністю виконання покладених на них функцій іншими підсистемами системи забезпечення фінансової безпеки вітчизняних корпорацій;
- на підставі інформації від інших підсистем – визначення причин і масштабів кризи, а також результатів, які необхідно досягти у рамках реалізації антикризових заходів;
- порівняння досягнутих результатів з очікуваними (запланованими) показниками;
- визначення ступеня відхилення фактичних результатів від плану і встановлення причин відхилень;
- контроль за розробкою оперативних управлінських рішень по нормалізації фінансової діяльності а, відтак, зміцнення рівня фінансової безпеки корпорації;
- оцінка ефективності заходів з нейтралізації кризи, висновки по їхній достатності і необхідності додаткових заходів;
- спостереження за ходом реалізації завдань з фінансового менеджменту;
- забезпечення обміну інформаційними потоками між ключовими підсистемами та обробка інформаційних потоків усередині системи забезпечення фінансової безпеки корпорації.

Таким чином, контроль як елемент системи забезпечує єдність усіх визначених складових елементів системи забезпечення фінансової безпеки корпорації, впливає як на результати діяльності її складових підсистем, так і власне на діяльність системи забезпечення фінансової безпеки у цілому, забезпечує оцінювання їхньої результативності та зворотний зв'язок на основі аналізу наявних відхилень, що дає можливість своєчасно й ефективно коригувати управлінський процес на основі оперативної розробки та реалізації саме тих управлінських рішень у напрямі забезпечення (підтримання досягнутого рівня чи зміцнення) фінансової безпеки корпорації, яких потребує поточна ситуація (рис. 4.4).

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху



Рис. 4.4. Контроль як елемент системи забезпечення фінансової безпеки корпорації

Джерело: [96].

Таким чином, у межах підсистеми контролю й оцінки результатів діяльності здійснюється постійна перевірка процесу функціонування інших елементів системи забезпечення фінансової безпеки корпорації та результатів (ефективності) їхньої діяльності у розрізі таких об'єктів як, наприклад, джерела капіталу, гроші та еквіваленти, ліквідність, платоспроможність, рентабельність, структура активів і капіталу та інші, що зумовлює доцільність виділення у межах функціонування окресленої системи двох видів контролю: поточного й підсумкового, поєднання яких дасть змогу отримати максимальний ефект від виконання контрольних процедур.

Встановлено, що фінансова безпека корпорації – це стан захищеності її фінансової системи і фінансових процесів, який забезпечує оптимальне співвідношення між їхньою адаптивністю, спрямованістю на досягнення мети, інтеграцією та

здатністю до підтримання латентного зразка, можливості попередження виникнення, мінімізації й подолання наслідків дії внутрішніх і зовнішніх загроз, здатність максимально ефективно реалізувати пріоритетні фінансові інтереси в умовах мінливості зовнішнього середовища господарювання, використовуючи наявний ресурсний потенціал і резерви стійкості та самоудосконалення.

При цьому слід відзначити, що нехтування будь-якою корпорацією проблем забезпечення власної фінансової безпеки може навіть у ситуації високої рентабельності діяльності зумовити підвищену чутливість корпорації до впливу численних ризиків та загроз внутрішнього й зовнішнього походження і, навіть, призвести до банкрутства у майбутньому.

Саме тому для будь-якої корпорації дуже важлива побудова системи забезпечення власної фінансової безпеки, що є сукупністю взаємопов'язаних елементів (підсистем), до складу яких входять суб'єкти й об'єкти забезпечення фінансової безпеки, механізм та стратегія управління. Своєю чергою, механізм забезпечення фінансової безпеки запропоновано розглядати як сукупність трьох основних підсистем: фінансової діагностики; фінансових методів та фінансових важелів забезпечення фінансової безпеки корпорації; контролю й оцінки результатів діяльності, що дозволяє здійснювати системну діагностику рівня фінансової безпеки, своєчасно виявляти сукупність основних ризиків і загроз, розробляти й запроваджувати своєчасні та обґрунтовані заходи з протидії (пом'якшення негативному впливу) виявленим ризикам і загрозам, застосовувати найбільш ефективні інструменти забезпечення фінансової безпеки, виявляти відхилення та коригувати управлінські рішення, що має на меті забезпечення рівноважного стану корпорації у короткостроковому й довгостроковому періоді.

Також у межах функціонування підсистеми діагностики запропоновано до використання інтегральну методику оцінки фінансової безпеки корпорацій, розробка якої відбувалася з урахуванням специфіки вітчизняної економічної системи,

а також методику оцінювання фінансової безпеки корпорації на основі розрахунку інтегрального показника фінансової безпеки з використанням функції бажаності Харрінгтона, які були апробовані у діяльності вітчизняних суб'єктів господарювання. Це дозволило зробити висновок: вказані методики мають реальну практичну корисність та можуть використовуватися вітчизняними корпораціями як інструмент попередження загроз власним фінансовим інтересам та забезпечення необхідного і достатнього рівня власної фінансової безпеки.

Розглянуто і варіанти тестових анкет для проведення експрес-діагностики та комплексної діагностики рівня фінансової безпеки вітчизняних корпорацій, а також типові критичні ризики промислових корпорацій України залежно від виду їхньої економічної діяльності (на захист від яких, насамперед, і має спрямованість система забезпечення фінансової безпеки корпорації).

4.2. Політика фінансування оборотних активів як складова стратегії фінансування корпорації у сфері торгівлі

Важливим етапом процесу управління оборотними активами сучасних підприємств та корпорацій у сфері торгівлі є процес їхнього фінансування, що базується на використанні науково обґрунтованих типів політики фінансування оборотних активів та їхньої адаптації до сучасних умов господарювання.

Підтвердженням необхідності розробки методики фінансування оборотних активів є нинішня ситуація у сфері торгівлі щодо розмежування джерел фінансування оборотних активів, у структурі яких протягом 2014–2016 рр. була відсутня складова власного капіталу, а фінансування оборотних активів, як і необоротних, проводилося лише за рахунок довгострокових та короткострокових зобов'язань і забезпечень. Починаючи з 2017 р., ситуація почала покращуватися, зокрема, у 2017 р.

власний капітал склав 1,3% структури балансу, у 2018 р. цей показник зріс до 4,4%. Такі показники значно впливають на результативність функціонування сфери торгівлі в Україні, що пояснюється негативним значенням рентабельності оборотних активів протягом 2014–2016 рр., яка коливалася у межах -14,03% – -0,35%. Проте у 2017 р. спостерігалася позитивна динаміка, коли рівень рентабельності досяг позитивного значення 1,59%. З огляду на існуючі тенденції, підкреслюється науковий інтерес щодо дослідження альтернативних політик фінансування оборотних активів.

Одним із першочергових етапів ідентифікації закономірностей, особливостей та джерел фінансування оборотних активів є трактування сутності поняття «політика фінансування оборотних активів». Вважається, що визначення сутності даного поняття, враховуючи систему управління фінансуванням оборотних активів, а також особливості галузевої приналежності досліджуваних типів підприємств, забезпечить підвищення результативності використання оборотних активів.

У сучасному економічному науковому просторі досить часто зустрічається дефініція «політика фінансування оборотних активів». Вчені використовують різноманітні поняття з метою концептуалізації сутності фінансування оборотних активів, зокрема: модель, стратегія, політика, підхід до фінансування оборотних активів. Найбільш поширеними із них є політика фінансування оборотних активів та стратегія фінансування оборотних активів. Поняття «стратегія фінансування оборотних активів» застосовується переважно зарубіжними вченими, власне, не трактуючи сутності даного поняття, лише у контексті виділення особливостей ідентифікації окремих типів стратегій фінансування оборотних активів. Зокрема, таке застосування цього поняття знайшло відображення у працях іноземних вчених К. Джеймса, Ван Хорна, Ю. Бріггема, Л. Гаспенскі, української науковиці Г.О. Роганової та інших. Вітчизняні науковці А.І. Баранов, І.О. Бланк, Н.О. Власова, С.О. Зубков та інші пропонують виділяти дефініцію «політика фінансування оборотних активів».

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Задля визначення сутнісних характеристик поняття «політика фінансування оборотних активів у сфері торгівлі» проаналізуємо трактування науковців щодо визначення поняття «політика фінансування оборотних активів».

Однією із найпростіших та найбільш загальних дефініцій політики фінансування оборотних активів є визначення вченої Н.О. Власової, яка ідентифікує політику фінансування оборотних активів як багатоплановий процес, котрий включає основні аспекти управління активами та капіталом підприємства [129, с. 160]. Запропоноване автором визначення є занадто узагальненим і не характеризує особливостей фінансування власне оборотних активів. Вчена фокусує увагу на об'єктах управління (активи та капітал підприємства), не виділяючи мети, певних принципів і механізмів його здійснення. Перевагою цього визначення є те, що авторка акцентує увагу на необхідності управління не лише оборотними активами, а також капіталом підприємства у процесі фінансування оборотних активів.

У свою чергу, науковець А.І. Баранов трактує політику фінансування оборотних активів частиною загальної системи управління оборотними активами, мета якої полягає в оптимізації загального обсягу й структури джерел фінансування оборотних активів з метою забезпечення високого рівня ефективності використання власного капіталу, а також достатньої фінансової стійкості підприємства [6, с. 37].

До ряду вищеперерахованих сутнісних ознак поняття «політика фінансування оборотних активів» автор ідентифікує ще такі: «частина загальної системи управління оборотними активами», «полягає в оптимізації загального обсягу та структури джерел фінансування оборотних активів з метою забезпечення високого рівня ефективності використання власного капіталу, а також достатньої фінансової стійкості підприємства». Перша сутнісна ознака показує системність процесу фінансування оборотних активів, його інтегральний характер. Наступна характеристика досить влучно описує цільову орієнтованість

політики фінансування оборотних активів, а також характеризує механізм досягнення стратегічних цілей управління оборотними активами, проте, думається, цю ознаку варто удосконалити у контексті конкретизації цілей, які стосуються безпосередньо управління оборотними активами.

Варто приділити увагу трактуванню сутності поняття «політика фінансування оборотних активів», запропонованого сучасним науковцем, професором І.О. Бланком, який визначає політику фінансування оборотних активів як відображення загальної філософії фінансового управління підприємством, що ґрунтується на співвідношенні рівня дохідності та ризику у контексті розподілу оборотних активів на постійні й змінні, а також взаємодіє із політикою формування оборотних активів [11, с. 225].

Критичний аналіз визначення вказаного автора показав влучність і обґрунтованість основних сутнісних ознак поняття. Важливе значення, мабуть, також варто приділити характеристиці, що передбачає розподіл оборотних активів на постійні та змінні у процесі їхнього фінансування, адже така класифікація оборотних активів дозволяє виділити специфічні ознаки кожної групи оборотних активів, що впливають на вибір джерела їхнього фінансування.

Сучасний вітчизняний науковець С.О. Зубков [46, с. 124] вважає, що найбільш точно сутність поняття «політика фінансування оборотних активів» відображає економічний зміст поняття «управління фінансуванням оборотних активів», запропоноване вченим А.Г. Балдинюком, який трактує, що управління фінансуванням оборотних активів – це «система принципів та методів прийняття управлінських рішень щодо визначення обсягу оборотного капіталу, складу власних і позикових джерел його формування, що дозволить забезпечити оптимальне співвідношення рівня дохідності та ризику у процесі використання оборотного капіталу відповідно до обраного виду фінансової політики» [5, с. 12].

Перша виділена науковцем характеристика «система принципів та методів прийняття управлінських рішень щодо

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

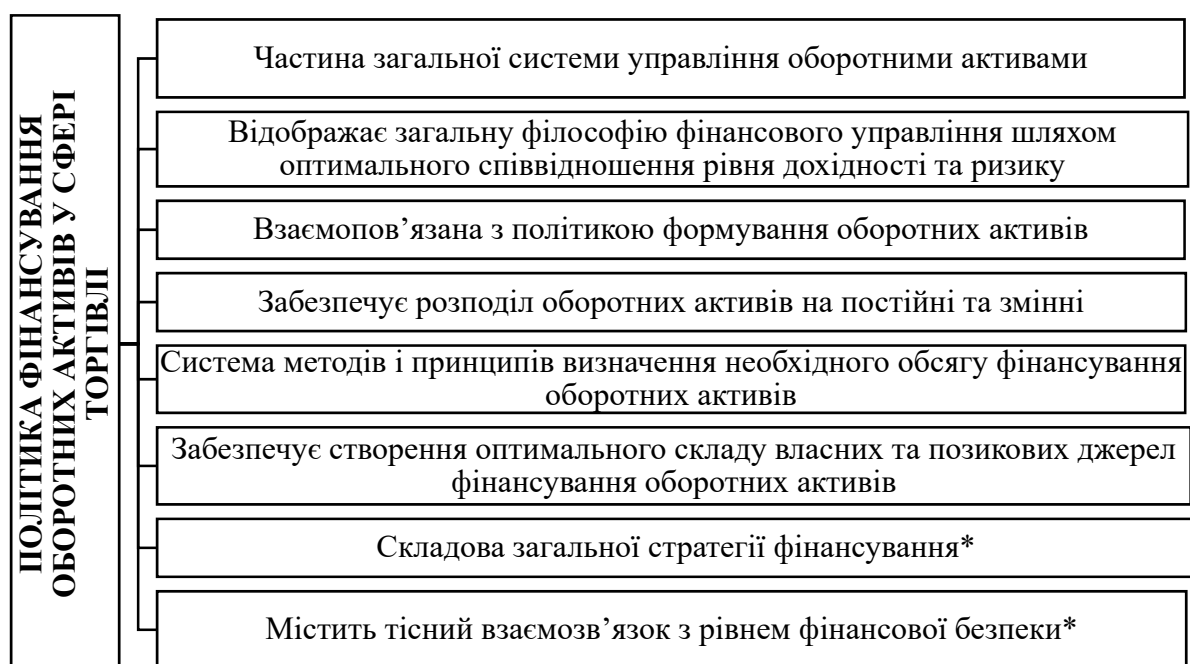
визначення обсягу оборотного капіталу» більше стосується політики формування оборотних активів. Поряд з тим, можна цілком погодитися з думкою автора щодо виокремлення сутнісної ознаки «визначення складу власних та позикових джерел формування оборотних активів» і, мабуть, ця характеристика одна з основних ознак політики фінансування оборотних активів.

З метою поглиблення сутності досліджуваного поняття пропонуємо виокремити додаткові його характеристики. Важливо при трактуванні цього поняття враховувати зв'язок політики фінансування оборотних активів із стратегією фінансування у цілому, що показує системний характер даної політики як елемента загальної фінансової стратегії підприємства. Комплексність процесу фінансування, думається, є досить важливим фактором, що дозволяє уникнути існуючих ризиків завдяки взаємообумовленості фінансування окремих елементів загальної фінансової стратегії підприємства чи корпорації. Зважаючи на те, що оборотні активи є головним операційним ресурсом підприємств сфери торгівлі, їхнє фінансування складає найбільшу частку фінансових ресурсів таких підприємств, тож узгодження політики фінансування оборотних активів з іншими елементами фінансової стратегії підприємства є важливим з метою ефективного розподілу фінансових ресурсів та розвитку інших сфер діяльності підприємств торгівлі: фінансової, інвестиційної тощо.

Також пропонуємо виокремити наступну сутнісну характеристику поняття «політика фінансування оборотних активів»: «містить тісний взаємозв'язок із рівнем фінансової безпеки підприємства». Зважаючи на той факт, що оборотні активи підприємств торгівлі є головним ресурсом, який забезпечує безперервність їхньої операційної діяльності, вони також мають значний вплив на результативність функціонування підприємства у цілому, фінансове забезпечення використання оборотних активів є досить важливим індикатором фінансової безпеки підприємства. Вважаємо, що саме політика фінансування оборотних активів дозволяє визначити

важливу частку фінансових коефіцієнтів, що свідчать про рівень фінансової безпеки у сфері торгівлі у цілому, дозволяють врахувати зовнішні і внутрішні чинники впливу на індикатори фінансування оборотних активів, а також перспективні напрями їхнього розвитку.

Найбільш значущі сутнісні ознаки поняття «політика фінансування оборотних активів у сфері торгівлі» відображено на рис. 4.5.



**Запропоновано автором.*

Рис. 4.5. Сутнісні характеристики поняття «політика фінансування оборотних активів у сфері торгівлі»

Джерело: узагальнено автором на основі [5, 6, 11, 46, 83, 104, 129] та власних пропозицій.

Таким чином, визначимо сутність досліджуваного поняття як складову загальної фінансової стратегії, що включає систему принципів і методів визначення необхідного обсягу фінансування оборотних активів, оптимізацію часток власних та позикових джерел фінансування оборотних активів

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

у структурі капіталу підприємства залежно від їхнього віднесення до постійних чи змінних оборотних активів, що забезпечить досягнення припустимого співвідношення рівня доходності й ризику з метою забезпечення фінансової безпеки.

Визначенню та обґрунтуванню типів політики фінансування оборотних активів приділено значне місце у світовій економічній і фінансовій літературі. Низка науковців чітко виділяють типи політик формування оборотних активів.

Так, вітчизняні науковці І.О. Бланк [11, с. 225], А.Г. Балдинюк [5, с. 16] ідентифікують три типи політики фінансування оборотних активів: агресивну, консервативну та помірну. Зарубіжні вчені К. Джеймс, Ван Хорн [23, с. 367], Р. Брейлі, С. Майєрс [20, с. 792] описують такі самі види політики фінансування оборотних активів, лише називаючи їх «стратегія А», «стратегія В» та «стратегія С». Інші науковці, як і у випадку ідентифікації типів політики формування оборотних активів, обґрунтовують ті самі типи політики фінансування оборотних активів, що й вищезазначені науковці, проте із протилежними значеннями. Охарактеризуємо сутність виділених науковцями типів політик фінансування оборотних активів.

Консервативний тип характеризується використанням власного капіталу і довгострокових зобов'язань для фінансування постійної та половини змінної частини оборотних активів, у свою чергу друга половина змінних оборотних активів фінансується за рахунок короткострокових зобов'язань. У результаті такого фінансування висока ліквідність забезпечується за рахунок низького рівня використання короткострокових кредитів, проте приносить великі затрати власного капіталу на фінансування оборотних активів, що негативно впливає на рентабельність.

Помірний тип політики передбачає формування постійної частки оборотних активів за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань, тоді як змінні оборотні активи

фінансуються, використовуючи лише короткострокові зобов'язання. Використання такої моделі забезпечує нормальний рівень фінансової стійкості підприємства та середній рівень його рентабельності.

Агресивна політика фінансування оборотних активів полягає у фінансуванні незначної частки (не більше 1/2) постійних оборотних активів, використовуючи власний капітал і довгострокові позики, тоді як за рахунок короткострокових зобов'язань фінансується решта оборотних активів. Використання такого типу політики призводить до зниження ліквідності підприємства, проте при інших незмінних умовах забезпечує приріст його рентабельності.

Визначені вченими типи політики формування оборотних активів є базовими класичними стратегіями фінансування оборотних активів, удосконалення яких необхідне, враховуючи інтенсивні зміни середовища господарювання сучасних вітчизняних підприємств торгівлі та особливості кожного виду підприємств. Нині науковці розробляють велику кількість похідних стратегій і методів фінансування оборотних активів.

Сучасна науковиця Г.О. Роганова [104], крім трьох класичних типів політики фінансування оборотних активів, виділяє ще наступні стратегії фінансування: ідеальна, самофінансування та вкрай консервативна.

Ідеальний тип політики фінансування, як і політика формування оборотних активів, є стратегією де-юре, адже де-факто вона практично не зустрічається унаслідок неідеального та нестабільного середовища функціонування сфери торгівлі у сучасних умовах.

У свою чергу, вкрай консервативна стратегія і самофінансування характеризуються відсутністю короткострокової заборгованості, політика самофінансування передбачає використання лише власного капіталу для фінансування оборотних активів, тоді як при застосуванні вкрай консервативної стратегії оборотні активи підприємств фінансуються лише за рахунок довгострокових зобов'язань підприємства [133, с. 83].

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Цим стратегіям притаманний високий ступінь ризику за умови використання, зважаючи на сучасний фінансовий стан сфери торгівлі в Україні, адже повна відсутність власного капіталу та переважання довгострокових зобов'язань у структурі джерел фінансування оборотних активів свідчить про високу вартість такого фінансування й часто призводить до зниження рентабельності. Протилежна ситуація, що передбачає відчутність будь-яких видів зобов'язань у складі джерел фінансування оборотних активів, може призвести до стримування розвитку та зниження можливостей розширення операційної діяльності.

Досить цікавою є думка американських науковців Джея К. Шима та Джоела Г. Сигела [152, с. 223], які не окреслювали конкретні типи політики фінансування оборотних активів, проте зазначили, що ефективне фінансування оборотних активів будується на альтернативності короткострокових і довгострокових боргових зобов'язань. На думку науковців, вибір найбільш вигідної альтернативи для кожного підприємства здійснюється на основі пріоритетності основних цілей функціонування конкретного підприємства (приріст ліквідності, рентабельності, оборотності тощо). Адже довгострокові позики зумовлюють менший рівень ризику втрати ліквідності, проте такі позики є дорожчими порівняно із короткостроковими, що часто негативно відображається на рентабельності.

Усі зазначені вище типи політики опираються на балансування часток основних джерел фінансування оборотних активів. Різні науковці по різному систематизують групи джерел формування оборотних активів, ми ж розподілимо їх на групи залежно від характеристик, що забезпечують ідентифікацію типу політики фінансування оборотних активів (табл. 4.11). Таким чином, у подальшому дослідженні будемо виділяти три групи джерел фінансування оборотних активів підприємств торгівлі: власний капітал, короткострокові зобов'язання та довгострокові зобов'язання.

Таблиця 4.11

Джерела фінансування оборотних активів

Назва джерела	Форми фінансування	Ризики
Власний капітал	Статутний капітал. Резервний капітал	Нестача власних коштів для розширення діяльності підприємства
	Реінвестований прибуток	Збиткова діяльність підприємства
	Цільове фінансування	Відсутність джерел цільового фінансування
	Власні грошові кошти з обігу	Втрата коштів унаслідок операційних збоїв, нереалізації товарів
	Інкасація дебіторської заборгованості	Ризик неповернення дебіторської заборгованості, інфляційні втрати
Короткострокові зобов'язання	Незабезпечений кредит	Необхідність володіння ідеальним рейтингом кредитоспроможності; високі відсоткові ставки
	Забезпечений кредит	Необхідність застави майна
	Кредитна лінія	Необхідність застави майна. Надання банку додаткової фінансової інформації. Банки можуть встановлювати межі капіталовкладень чи мінімальний обсяг оборотних активів
	Акредитив	Додаткові витрати на банківські послуги, на відміну від товарного кредитування
	Комерційні фінансові позики	Необхідність застави майна. Вищі відсоткові ставки, ніж у банків
	Випуск боргових цінних паперів	Можуть бути випущені лише великими надійними компаніями. Використання лише у безготівкових угодах
	Використання дебіторської заборгованості	Великий обсяг адміністративних витрат, пов'язаних з контролем коштів на великій кількості малих рахунків

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

Закінчення табл. 4.11

Назва джерела	Форми фінансування	Ризики
	Факторинг	Висока вартість. Негативне ставлення покупців до зміни власника дебіторської заборгованості
	Використання товарно-матеріальних запасів (складська розписка)	Чітке визначення групи товарів для фінансування, висока відсоткова ставка
Довгострокові зобов'язання	Термінові позики у страхових компаніях	Високі відсоткові ставки, можливість розширення строків повернення
	Довгострокові кредити банків	Високий відсоток порівняно із короткостроковими
	Емісія акцій, облігацій	Неможливість використання малими підприємствами

Джерело: узагальнено та систематизовано автором на основі [133, 152].

Оперуючи виділеними групами джерел фінансування оборотних активів та зважаючи на існуючі типи політики фінансування оборотних активів, вважаємо за доцільне розширити їх, диференціюючи помірну політику фінансування оборотних активів на окремі підвиди. Досі науковці вважали, що при використанні помірної політики фінансування оборотних активів постійні оборотні активи фінансуються за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань, не розмежовуючи їх, тоді як змінна частина оборотних активів фінансувалася, використовуючи короткострокові зобов'язання.

Вважаємо, що власний капітал та довгострокові зобов'язання слід чітко розмежовувати у процесі вибору оптимального типу політики фінансування оборотних активів, адже окремим суб'єктам господарювання необхідно точно визначати частки власних ресурсів та довгострокових зобов'язань для фінансування оборотних активів.

Опираючись на цей принцип, а також на результати аналізу анкетного опитування вибірки підприємств торгівлі України (65 підприємств), який показав, що підприємства торгівлі розмежовують дані джерела фінансування, зокрема у 53,8% підприємств вибірки у структурі джерел фінансування оборотних активів переважають власні фінансові ресурси, 18,5% підприємств переважно використовують короткостроковий і довгостроковий кредит для фінансування оборотних активів, 9,2% – фінансують оборотні активи переважно за рахунок товарного кредиту, вважаємо за доцільне виокремити три типи помірної політики.

Мабуть, доцільно виокремити помірний ощадливий тип політики фінансування оборотних активів, який характеризується відсутністю власного капіталу у структурі джерел фінансування постійної частини оборотних активів та їхнього фінансування, лише використовуючи довгострокові зобов'язання, у свою чергу змінні оборотні активи такої політики фінансуються за рахунок короткострокових кредитів. Помірний ощадний тип політики фінансування оборотних активів базується на відсутності витрат власних ресурсів для фінансування оборотних активів та використанні основного джерела фінансування оборотних активів – довгострокових зобов'язань.

Наступним видом помірної політики пропонуємо виділити помірний збалансований тип політики фінансування оборотних активів, який передбачає фінансування половини постійних оборотних активів, використовуючи власний капітал і половину за допомогою довгострокових зобов'язань, відповідно змінні оборотні активи такого типу політики фінансування оборотних активів фінансуються, використовуючи короткострокові зобов'язання. Цей тип політики дозволяє використати усі визначені групи джерел фінансування оборотних активів, чітко балансує їхні частки. Практичним підтвердженням застосування такого типу політики є результат аналізу анкетування, який показав, що у 13,84% підприємств досліджуваної вибірки у структурі джерел фінансування оборотних активів переважає власний капітал та довгострокові зобов'язання.

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Зважаючи на високу частку суб'єктів господарювання сфери торгівлі із досліджуваної вибірки, у фінансуванні яких переважали власні фінансові ресурси – 53,8%, вважаємо, що доцільно виділити помірний затратоємний тип політики, який передбачає фінансування постійної частки оборотних активів лише за рахунок власного капіталу та змінної частини оборотних активів на основі короткострокових зобов'язань, що характеризується високою затратоємністю власних ресурсів на фінансування оборотних активів і забезпечує відсутність додаткових виплат по довгострокових кредитах.

На рис. 4.5 відображено удосконалену типологію політик фінансування оборотних активів.

	Постійні оборотні активи		Змінні оборотні активи	
Ідеальна політика	КЗ		КЗ	
Агресивна політика	ДЗ+ВК	КЗ	КЗ	
Помірна ощадна політика*	ДЗ		КЗ	
Помірна збалансована політика*	ВК	ДЗ	КЗ	
Помірна затратоємна політика*	ВК		КЗ	
Консервативна політика	ДЗ + ВК		ДЗ + ВК	КЗ
Вкрай консервативна політика	ДЗ + ВК		ДЗ + ВК	
Самофінансування	ВК		ВК	

КЗ – короткострокові зобов'язання; ДЗ – довгострокові зобов'язання; ВК – власний капітал

**Запропоновано автором.*

Рис. 4.6. Удосконалена типологія політик фінансування оборотних активів

Джерело: розроблено автором.

Вибір конкретного типу політики фінансування оборотних активів має базуватися на певних факторах. Науковець С.О. Зубков вважає, що визначення ефективності застосування певного типу політики фінансування оборотних активів можливе лише відносно встановлених критеріїв [46, с. 124]. Погоджуючись із думкою науковця, вважаємо: для ідентифікації оптимального типу політики фінансування оборотних активів конкретного суб'єкта господарювання необхідно визначити фактори, що найбільше впливають на ідентифікатор типу політики фінансування оборотних активів.

Науковиця Л.С. Омельченко вважає основними критеріями, які дозволяють обрати тип політики фінансування оборотних активів, рівень забезпеченості власними оборотними активами та рівень поточної ліквідності, котрі описуються ідентичними показниками [89, с. 181]. Думається, що виділені фактори важливі для визначення типу політики фінансування оборотних активів: перший показує здатність підприємства фінансувати оборотні активи, використовуючи власні фінансові ресурси, другий критерій дозволяє обирати тип політики фінансування оборотних активів узгоджуючи її із критерієм визначення типу політики формування оборотних активів.

У свою чергу, вітчизняна науковиця Г.О. Нагаєва, крім виділених вище, визначила ще фактор достатності фінансування оборотних активів, який описала коефіцієнтом достатності фінансування оборотних активів і коефіцієнтом поточного фінансування оборотних активів, а також вартість залучення оборотних активів, який пропонує визначити на основі показника середньозваженої вартості капіталу [80, с. 287].

Професор Н.О. Власова [129, с. 44] ідентифікує наступні критерії: рівень достатності джерел фінансування оборотних активів, що характеризують поточні фінансові потреби, оборотність поточних фінансових потреб та коефіцієнт фінансування оборотних активів, критерій рентабельності, описують період обороту, коефіцієнт оборотності та рентабельність власного оборотного капіталу, ефективність політики фінансування оборотних активів за критерієм ризику автор описує

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

коефіцієнтом забезпечення власним оборотним капіталом, коефіцієнтом поточної ліквідності, коефіцієнтом участі матеріальних запасів у покритті короткострокових зобов'язань [129].

Таблиця 4.12

**Фактори, що впливають на визначення типу політики
фінансування оборотних активів підприємств торгівлі**

Науковець	Фактори	Показники, що їх характеризують
І.О. Бланк [11, с. 226]	Рівень чистих оборотних активів	Коефіцієнт чистих оборотних активів
Л.С. Омельченко [89, с. 181]	Забезпеченість власними оборотними активами. Рівень поточної ліквідності	Коефіцієнт забезпеченості власними оборотними активами, коефіцієнт поточної ліквідності
Г.О. Нагаєва [80, с. 287]	Достатність. Вартість залучення	Коефіцієнт достатності фінансування оборотних активів, коефіцієнт поточного фінансування оборотних активів, середньозважена вартість капіталу
Н.О. Власова [129, с. 44]	Рівень ризику. Рентабельність. Ліквідність	Поточні фінансові потреби, оборотність поточних фінансових потреб, період обороту, коефіцієнт оборотності, рентабельність власного оборотного капіталу, коефіцієнт забезпечення поточної діяльності власним оборотним капіталом, коефіцієнт участі матеріальних запасів у покритті короткострокових зобов'язань

Джерело: сформовано за [11, 80, 89, 129].

Сучасний учений І.О. Бланк вважає, що головним індикатором типу політики фінансування оборотних активів є коефіцієнт чистих оборотних активів, мінімальне значення якого свідчить про використання агресивного типу політики фінансування оборотних активів, максимальне – консервативного [11, с. 226]. Методика розрахунку цього показника дозволяє ототожнити його з виокремленим Н.О. Власовою коефіцієнтом забезпечення поточної діяльності власним оборотним капіталом.

Зважаючи на думки науковців, більшість з яких вважають, що головним критерієм вибору певного типу політики фінансування оборотних активів є рівень забезпечення фінансування оборотних активів власним оборотним капіталом, вважаємо за доцільне виокремити цей критерій при формуванні матриці ідентифікації типу політики фінансування оборотних активів у сфері торгівлі.

Як показав аналіз, динаміка коефіцієнта забезпечення поточної діяльності власним оборотним капіталом у сфері торгівлі зі зменшенням частки власних оборотних активів поступово знижується. Середнє значення цього показника для підприємств торгівлі України становить 0,02, отже, будемо вважати низьким значення даного показника менше 0,02, середнім – рівень коефіцієнта, що коливається у межах 0,02–0,1 та високим, коли цей критерій вище 0,1

Коефіцієнт забезпечення поточної діяльності власним оборотним капіталом також було досліджено, використовуючи кореляційний аналіз. У результаті визначено, що на рівень забезпечення поточної діяльності власним оборотним капіталом найбільше впливають зміна облікової ставки, обсягу реалізованої продукції, чистого прибутку та власного капіталу. Таким чином, враховуючи виокремлені у табл. 4.12 фактори й формули розрахунку основних показників результативності використання оборотних активів (рентабельності оборотних активів, обігу оборотних активів), можна стверджувати про зв'язок рівня забезпечення оборотних активів власним оборотним капіталом з даними показниками.

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

Базуючись на отриманих результатах аналізу впливу факторів, вважаємо за доцільне доповнити ряд ідентифікаторів типу політики фінансування оборотних активів. Інтегруючи визначені фактори впливу та опираючись на думку І.О. Бланка щодо взаємозалежності вибору типів політики фінансування оборотних активів і формування оборотних активів, вважаємо за доцільне виділити наступним критерієм тип політики формування оборотних активів, який власне визначається на основі рентабельності оборотних активів, обігу оборотних активів, вираженої тривалістю операційного циклу та коефіцієнта загальної ліквідності.

Не менш важливим критерієм у цьому випадку є розмір підприємства торгівлі, що підтверджується аналізом структури вибірки підприємств торгівлі України за часткою використання власного капіталу у фінансуванні оборотних активів у розрізі їхніх видів і розмірів. У результаті аналізу структури підприємств у розрізі їхніх розмірів (великі, середні, малі), видів торгівлі (оптові, роздрібні; продуктові, непродуктові) було визначено найбільші диспропорції у виборі джерел фінансування оборотних активів підприємств різних розмірів, що свідчило про зростання частки власних оборотних активів зі зменшенням розміру підприємства торгівлі.

Використовуючи обрані критерії, побудуємо матрицю ідентифікації типу політики фінансування оборотних активів у сфері торгівлі (рис. 4.7).

Запропонована методика ідентифікації типу політики фінансування оборотних активів дозволить визначити найбільш доцільний спосіб фінансування суб'єктів господарювання різних розмірів, що вирізнить тип політики для корпорацій і малих підприємств. Використання коефіцієнта фінансування оборотних активів обраного типу політики формування оборотних активів підкреслюється впливом на вибір обох типів політики ідентичних показників: рентабельності оборотних активів, їхньої оборотності.

		ТИП ПОЛІТИКИ ФОРМУВАННЯ ОБОРОТНИХ АКТИВІВ				
		Обмежувальна. Консервативна	Помірна стримуюча, урівноважена, стимулююча	Агресивна. Абсурдна		
КОЕФІЦІЄНТ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ПОТОЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ <i>ВОК</i>	> 0,1	Самофінансування. Вкрай консервативна	Помірна затратоємна	Помірна затратоємна	Мале	РОЗМІР ПІДПРИЄМСТВА
	0,02-0,1	Консервативна. Помірна збалансована	Помірна збалансована	Агресивна. Помірна збалансована	Середнє	
	< (0,02)	Помірна ощадна	Помірна ощадна	Ідеальна. Агресивна	Велике	

Рис. 4.7. Матриця ідентифікації типу політики фінансування оборотних активів у сфері торгівлі

Джерело: авторська розробка.

Таким чином, обґрунтовані теоретико-методичні основи фінансування оборотних активів, зокрема численні визначення поняття «політика фінансування оборотних активів», дозволили удосконалити трактування цієї дефініції враховувати тісний взаємозв'язок зі структурою капіталу, рівнем фінансової безпеки, а також визначати політику фінансування оборотних активів складовою загальної стратегії фінансування. Поділ найбільш застосовуваної у сфері торгівлі помірної політики фінансування оборотних активів на три види з урахуванням розмежування довгострокових зобов'язань та власного капіталу, тоді як досі науковці переважно використовували їхню загальну суму – довгострокові пасиви, дозволить удосконалити їхній

економічний зміст, що враховує різницю між використанням власного капіталу чи довгострокових зобов'язань для фінансування оборотних активів підприємств торгівлі.

Запропонована методика вибору типу політики фінансування оборотних активів підприємств торгівлі, яка опирається на визначені фактори впливу на рівень забезпечення поточної діяльності власним оборотним капіталом, дозволить побудувати стійкі взаємозв'язки політики формування й фінансування оборотних активів, забезпечить комплексність процесу стратегічного управління оборотними активами.

4.3. Контроль платоспроможності підприємства у системі запобігання банкрутства

Функціонування підприємства в умовах ринку завжди пов'язане з ризиком та вірогідністю банкрутства, особливо нині, коли флуктуації зовнішнього середовища набули небувалих раніше масштабів. Зокрема, ситуація з COVID-19 суттєво наблизила перспективи банкрутства для багатьох українських підприємств. Так, за даними Європейської бізнес асоціації 33% підприємців повідомляють про 50–75% втрат від доходів, значне зростання дебіторської заборгованості. Ще 44% зазнали до 50% втрат від доходів, а 7% підприємств розглядають варіант закриття [124]. Такі тенденції, на жаль, сприятимуть погіршенню рівня платоспроможності підприємств, зростанню числа банкрутств. Не дивлячись на те, що банкрутство є нормальним явищем для ринкової економіки, воно тягне за собою складні соціально-економічні наслідки: втрату потенційних податкових платежів державі, зростання безробіття унаслідок втрати робочих місць.

Банкрутство – це по суті втрата платоспроможності, тож постійний контроль її рівня є необхідним елементом антикризового фінансового менеджменту та інструмент запобігання

банкрутства. Відтак, розвиток методологічних основ і методичних підходів контролю платоспроможності є актуальним напрямом дослідження.

Проблематиці антикризового фінансового менеджменту та запобігання банкрутству присвячено значну кількість досліджень вітчизняних і закордонних авторів. Зокрема, у працях Л.О. Лігоненко [69] розкриваються теоретичні основи антикризового управління підприємством, методологія діагностики фінансової кризи, методи превентивного антикризового регулювання, методологія здійснення санаційних процедур, реструктуризації боргів, механізм ліквідації підприємства, стратегії поведінки підприємства на тлі розгортання кризових явищ. У дослідженнях О.О. Терещенка [120] акцент ставиться саме на антикризовому фінансовому управлінні: пропонується авторська модель оцінювання вірогідності банкрутства на базі дискримінантного аналізу, розглядаються методологічні аспекти фінансової санації та фінансові механізми антикризового менеджменту. І.О. Бланк глибоко досліджує методологію діагностики банкрутства і механізми фінансової стабілізації за окремими контурами управління [12]. У працях Є.М. Мниха викладено методологію аналізу стану підприємства та оцінювання вірогідності банкрутства [77]. Низка робіт присвячена вивченню основних причин банкрутства, механізму реалізації процедур оздоровлення та ліквідації підприємств [56, 130]. Водночас, наразі відсутні комплексні підходи до організації і методів здійснення контролю платоспроможності як важливого запобіжника розвитку кризових явищ та уникнення банкрутства в умовах турбулентного економічного середовища, що потребує подальших досліджень у цьому напрямі.

Контроль є невід'ємною й заключною стадією процесу управління на підприємстві, у межах якого здійснюється перевірка досягнутих результатів діяльності, ступінь та якість реалізації прийнятих рішень і обґрунтування заходів з подальшого розвитку. Системність та якість контролю суттєво впливає на стан фінансової дисципліни, якість роботи персоналу усіх функціональних підрозділів, що детермінує динаміку

й можливості розвитку підприємства. З огляду на те, що платоспроможність є визначальною характеристикою фінансового стану, що детермінує потенціальну загрозу банкрутства, контроль її рівня безпосередньо впливає не лише на темпи розвитку підприємства, а й є необхідною умовою його виживання та існування. Виходячи з того, що платоспроможність визначається як здатність виконувати зобов'язання вчасно і у повному обсязі перед контрагентами без порушення операційної діяльності, основним фокусом такого контролю є індикатори платоспроможності і чинники її формування.

З позицій системного підходу контроль платоспроможності як складову управління підприємством можна описати наступним чином – табл. 4.13.

Контроль платоспроможності має наскрізний характер відповідно до концепції тотального управління грошовими коштами, котра свого часу була запропонована А. Кінгом. Це означає, що до процесу такого контролю залучаються не лише власник (як головний стейкхолдер, зацікавлений у розвитку бізнесу, зростанні його вартості й уникнення банкрутства) та фінансовий відділ, до функцій якого належить забезпечення платоспроможності, а й керівники основних центрів фінансової відповідальності та «власники» процесів, діяльність яких прямо чи опосередковано впливає на її рівень. Так, керівник комерційного відділу має контролювати обсяг реалізації у кредит, терміни його погашення, відповідально ставитися до вибору потенційних дебіторів. Відділ закупівель має слідувати і контролювати рівень утримуваних запасів, швидкість їхнього обороту, забезпечувати прийнятний вибір постачальників, які відповідають цільовим критеріям вартості товарного кредиту тощо.

Комплексність контролю забезпечується поєднанням контрольних процедур за окремими контурами управління.

Так, стратегічний контроль платоспроможності спрямований на реалізацію стратегічних завдань підприємства, необхідною умовою виконання яких є стабільна платоспроможність підприємства. Така стабільність є запорукою уникнення

банкрутства. Важливим індикатором вірогідності банкрутства та розгортання кризових явищ є показник «Чистої вартості активів», який розраховується як різниця між активами та зобов'язаннями підприємства.

Таблиця 4.13

Елементи системи контролю платоспроможності підприємства

Елементи	Склад
Об'єкти	Індикатори платоспроможності та фактори її формування
Суб'єкти	Власники. Директор. Фінансовий директор. Фінансові менеджери. Керівники центрів фінансової відповідальності. «Власники» бізнес-процесів
Мета контролю	Виявлення відхилень у запланованому рівні платоспроможності та обґрунтування заходів реагування задля забезпечення стійкої платоспроможності як умови фінансової безпеки підприємства
Функції контролю	– Спостереження за процесом реалізації фінансових рішень у сфері забезпечення платоспроможності; – вимір відхилень фактичних індикаторів платоспроможності від цільових; – ідентифікація проблем у забезпеченні платоспроможності за масштабом виявлених відхилень; – розробка рішень щодо стабілізації рівня платоспроможності; – коригування цільових параметрів платоспроможності
Функціональні напрями контролю	– Контроль стану та структури активів, рівня їхньої ліквідності; – контроль стану зобов'язань підприємства; – контроль грошових потоків;

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

Закінчення табл. 4.13

Елементи	Склад
	– контроль персоналу, діяльність якого впливає на рівень платоспроможності; – контроль бізнес-процесів, що впливають на формування платоспроможності підприємства
Складові контролю за контурами управління	Стратегічний контроль. Поточний контроль. Оперативний контроль

Джерело: [112].

Таким чином, цей показник є важливим індикатором стратегічного контролю платоспроможності. Він, у свою чергу, суттєво обумовлюється обсягом чистого грошового потоку від операційної діяльності та коефіцієнтом його реінвестування, які також варто включити до індикаторів стратегічного контролю платоспроможності.

Поточний контроль платоспроможності має забезпечувати поточну платоспроможність у процесі виконання поточних фінансових планів. Основним фокусом такого контролю виступає структура та ліквідність поточних активів, структура поточних зобов'язань, збалансованість грошових потоків підприємства.

Відтак, основними індикаторами такого контролю, мабуть, мають виступати співвідношення окремих видів оборотних активів, структура поточних зобов'язань, коефіцієнти загального, проміжного покриття та абсолютної ліквідності, коефіцієнт ліквідності грошових потоків, коефіцієнт якості грошових потоків, коефіцієнт кратності відсотків, вартість поточних зобов'язань. Також у межах поточного контролю доцільно моніторити стан бізнес-процесів, що впливають на рівень платоспроможності: процес укладання кредитних угод, кредитні стандарти, вчасність і коректність складання звітності тощо.

Оперативний контроль платоспроможності орієнтується на забезпечення оперативної платоспроможності та уникнення

касових розривів у перебігу виконання розроблених бюджетів. Відтак, у межах цього контура доцільно відслідковувати обсяги надходження й витрачання грошових коштів у розрізі окремих платежів, ступінь покриття надходженнями окремих категорій (проранжованих за пріоритетністю) виплат, обсяги і частоту виникнення дефіциту грошових коштів. Тобто, основний фокус контролю – рівень синхронності грошових потоків.

Коротка характеристика контролю платоспроможності у межах окремих контурів управління нею наведена у табл. 4.14.

Таблиця 4.14

Характеристика контролю платоспроможності підприємства за контурами управління

Контур управління	Фокус контролю	Контрольний період	Контрольні показники першого порядку
Стратегічний	Довгострокова платоспроможність у межах реалізації стратегічних планів	1 рік	Чиста вартість активів; чистий грошовий потік від операційної діяльності; коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку
Поточний	Поточна платоспроможність у межах реалізації поточного фінансового плану	1 квартал	Структура оборотних активів; рівень ліквідності оборотних активів; структура поточних зобов'язань; вартість поточних зобов'язань; коефіцієнти покриття;

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

Закінчення табл. 4.14

Контур управління	Фокус контролю	Контрольний період	Контрольні показники першого порядку
			коєфіцієнт ліквідності грошових потоків; коєфіцієнт якості чистого грошового потоку від операційної діяльності; коєфіцієнт кратності відсотків
Оперативний	Оперативна платоспроможність (синхронність грошових потоків) у межах реалізації бюджетів	1 місяць; декада; тиждень; день	Обсяги надходження грошових коштів за контрагентами і термінами; обсяги витрачання грошових коштів за контрагентами й термінами; коєфіцієнти виконання окремих платежів відповідно до їхньої пріоритетності; обсяги, частота виникнення дефіциту грошових коштів

Джерело: [112].

Для кожного виду контролю платоспроможності притаманна своя система методів, вибір яких здійснюється відповідно до поставленої мети та фокусу контрольних процедур (табл. 4.15).

Таблиця 4.15

Методи контролю платоспроможності підприємства

Вид контролю	Часовий горизонт	Інструменти контролю
Стратегічний	1 рік	«Хосін канрі», збалансована система показників, стратегічні карти, «цільова воронка», KPI, GAP-аналіз, SWOT-аналіз, теорія обмежень, карта ризиків
Поточний (тактичний)	Квартал	Комплаєнс, метод Ісікава, ABC-аналіз, XYZ-аналіз, метод контрольних карт, метод «червоної лінії»
Оперативний	У межах місяця з довільною деталізацією	Платіжний календар, ранжування

Джерело: [112].

Так, на стратегічному рівні контролю варто застосовувати методи порівняння, що дозволяють ідентифікувати відхилення фактичного рівня платоспроможності зі стратегічними цільовими нормативами, кращими ринковими практиками, конкурентами, актуалізувати можливості й загрози розвитку платоспроможності підприємства, встановити, чи не посилюються ризики втрати платоспроможності підприємства, виявити основні фактори її формування. Результати такого контролю є основою для коригування стратегії розвитку, зокрема, фінансової стратегії або окремих шляхів і засобів її реалізації.

На тактичному рівні доцільно використовувати такі інструменти як ABC-аналіз, XYZ-аналіз, метод «червоної лінії», які дозволяють ранжувати запаси, поточну дебіторську заборгованість за різними критеріями значимості. Важливим інструментом тактичного контролю можна вважати комплаєнс. У європейських країнах система комплаєнс присутня майже в усіх секторах держави: медицина, торгівля, фінансові та

Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука їхнього стратегічного успіху

страхові організації, виробничі підприємства, банківські інституції тощо. Законом закріпленого контролю й управління комплаєнс в Україні немає. Однак він активно застосовується у банківській сфері та поодинокі запроваджується на підприємствах реального сектору.

Відповідно до визначення Нацбанку України комплаєнс-ризик – це імовірність виникнення збитків/санкцій, додаткових втрат або недоотримання запланованих доходів або втрати репутації унаслідок невиконання банком вимог законодавства, нормативно-правових актів, ринкових стандартів, правил добросовісної конкуренції, правил корпоративної етики, виникнення конфлікту інтересів, а також внутрішніх документів банку [99]. Тобто комплаєнс спрямований на контроль процесів та персоналу, що їх здійснює, на предмет коректності, правильності, добросовісності. Такий інструмент, мабуть, не тільки є дієвим інструментом контролю й запобігання ризику втрати платоспроможності, а і у цілому є важливим інструментом розв'язання агентського конфлікту.

Метод Ісікави («риб'ячої кістки») спрямований на контроль факторів формування платоспроможності/неплатоспроможності, оскільки дозволяє виявляти причинно-наслідкові зв'язки між рівнем платоспроможності, процесами, змінами у зовнішньому середовищі тощо.

Основними інструментами оперативного контролю платоспроможності є платіжний календар та ранжування платежів. Ранжування дає змогу фокусувати увагу на найбільш пріоритетних платежах, які, з одного боку, забезпечують нормальний ритм операційної діяльності (надходження від основних дебіторів, платежі основним постачальникам), а з іншого – дозволяють уникати санкцій та штрафів (виплата податків, заробітної плати, погашення відсотків за кредит та основної суми боргу банківського кредиту). Платіжний календар дозволяє здійснювати щоденну звірку запланованих платежів з фактичним рухом грошових коштів, виявляти «розриви» ліквідності, їхні причини.

Виявлені у процесі контролю відхилення потребують оцінки й розроблення заходів реагування. Відповідно до наявних досліджень такі відхилення класифікуються на «позитивні», «допустимі негативні», «критичні негативні» [12]. Таку градацію масштабів відхилень, вірогідно, варто доповнити їхньою ідентифікацією за контуром контрольних процедур (рис. 4.8).

<i>Контур управління</i>	<i>Масштаби відхилень</i>			<i>Вектор зміни відхилень за контурами</i>
<i>Стратегічний</i>	Позитивні	Негативні допустимі	Негативні критичні	↑
<i>Поточний</i>	Позитивні	Негативні допустимі	Негативні критичні	
<i>Оперативний</i>	Позитивні	Негативні допустимі	Негативні критичні	
<i>Вектор зміни масштабів відхилень</i>	⇒			

Рис. 4.8. Типологія відхилень у стані платоспроможності підприємства

Джерело: [112].

Якщо за результатами контролю виявлено позитивні відхилення або відсутність відхилень за усіма контурами контрольних процедур, підприємству варто підтримувати досягнуті стандарти та діяти на випередження (попереджати порушення платоспроможності на стадії планування).

Зазвичай, розгортання кризових явищ починається з погіршення стану платоспроможності на оперативному рівні. Допустимі відхилення, мабуть, можуть мати «технічний» або «змістовний» характер. Технічні відхилення пов'язані з недосконалим бюджетуванням платежів і фіксацією термінів платежів у договорах.

Такий недолік виправляється шляхом удосконалення цих аспектів і не потребує суттєвих змін практики ведення операційної, фінансової, інвестиційної діяльності. Якщо відхилення

**Розділ 4. Фінансова безпека корпорацій як запорука
їхнього стратегічного успіху**

пов'язані з настанням ризикових подій (непередбачених і неоцінених заздалегідь), недосконалою кредитною політикою, їх можна трактувати як «змістовні», тобто є потреба у запровадженні як мінімум системи «Прискорення надходження – уповільнення витрачання грошових коштів» і паралельної роботи щодо удосконалення окремих політик управління оборотними активами та поточними зобов'язаннями. Відсутність реакції з боку підприємства і такі відхилення можуть призвести до їхньої трансформації у «критичний» характер і «перехід» на вищий контур.

Таблиця 4.16

**Матриця рішень за результатами контролю
платоспроможності**

Тип та масштаб відхилень	Напрями реагування
Позитивні відхилення за усіма контурами або їхня відсутність	Підтримка досягнутих стандартів
Допустимі оперативні відхилення, відсутність відхилень за іншими контурами	«Прискорення надходження – уповільнення витрачання ГК»; координація рахунків; моніторинг кредитної політики
Допустимі оперативні відхилення, допустимі тактичні відхилення, відсутність стратегічних відхилень	Перегляд кредитної політики; перегляд політики залучення позикового капіталу;
Критичні оперативні відхилення, допустимі тактичні відхилення	пошук шляхів зростання доходів та оптимізації витрат на наявних потужностях (без додаткового інвестування)
Критичні оперативні відхилення, критичні тактичні відхилення, допустимі стратегічні відхилення	До попередніх заходів додається перегляд механізму ведення операційної діяльності (цінова політика, якість продукції, асортимент товарів у торгівлі, тощо)
Критичні відхилення за усіма контурами управління	Реалізація антикризових заходів на відновлення платоспроможності

Джерело: [112].

По мірі наростання масштабів відхилень та їхнього просування за контурами управління відбувається поглиблення кризових явищ, збільшується вірогідність банкрутства та ускладнюється арсенал заходів реагування на них (табл. 4.16).

Безумовно, вибір заходів реагування визначається причинами відхилень та можливостями їхнього усунення.

Запропонований підхід має забезпечити комплексний характер контролю платоспроможності як важливої складової превентивного антикризового управління, спрямованого на запобігання банкрутства. Комплексність досягається узгодженістю контрольних процедур за контурами управління, диференціацією інструментів контролю, ідентифікацією можливих відхилень і способів реагування на них.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ананьєва Ю.В. Особливості управління фінансовими ризиками України в міжнародному кредитуванні. *Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України*. Випуск 1–2, 2020. С. 26–37.
2. Ананьєва Ю.В. Управління фінансовими ризиками – фактор стійкого розвитку підприємства реального сектору економіки. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. Серія: Економіка. 2020. № 16 (44). С. 127–135.
3. Андрєєва В.Г., Матусова О.М. Інтегральна оцінка рівня фінансової безпеки підприємства у сучасних умовах розвитку економіки України. *Економіка, фінанси, право*. 2018. № 6/3. С. 4–9.
4. Багацький В., Гетьманцев Н. Антикризове управління підприємством; за заг. ред. З. Шершньової. – Київ: КНЕУ, 2007. 680 с.
5. Балдинюк А.Г. Управління фінансуванням оборотних активів торговельних підприємств: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.07.05. Київ, 2005. 21 с.
6. Баранов А.І. Управління формуванням оборотних активів підприємств будівельної галузі: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Дніпропетровськ, 2015. 238 с.
7. Bernstein gods: the remarkable story of risk. Paperback. Unabridged, August P.L. Against the 31, 1998.
8. Біломістна І.І., Л.В. Адаховська. Визначення мінімального рівня фінансової безпеки підприємства. *Сталий розвиток економіки*. 2015. № 1. С. 61–68.

9. Блажевич О.Г. Фінансова безпека підприємства: визначення мінімально необхідного рівня. *Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції*. 2010. № 3. С. 25–31.
10. Блакита Г., Ситник Г. Корпоративні фінанси: детермінанти успішного управління. *Вісник КНТЕУ*. 2019. Т. 126. № 4. С. 16–30. URL: [https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2019\(126\)02](https://doi.org/10.31617/visnik.knute.2019(126)02) (дата звернення: 31.08.2021).
11. Бланк І.О. Управління використанням капіталу. Київ: Ніка-Центр; Ельга, 2000. 656 с.
12. Бланк І.О. Управління фінансовою стабілізацією підприємства. Київ: Ніка-Центр; Ельга, 2003. 496 с. («Енциклопедія фінансового менеджера». Випуск 4).
13. Бланк І.О. Управління фінансовими ризиками. Київ: Ніка-Центр, 2005. 600 с.
14. Бланк І.О. Управління формуванням капіталу. Київ: Ніка-Центр, 2000. 512 с.
15. Бланк І.О. Фінансовий менеджмент. Київ: Ніка-Центр; Ельга, 2006. 656 с.
16. Бланк І.О., Ситник Г.В., Андрієць В.С. Управління фінансами підприємств: підручник. 2-ге видання, перероблене і доповнене. Київ: Київський національний торговельно-економічний університет, 2017. 792 с.
17. Богма О.С., Сілакова Г.В. Економічна безпека підприємства в контексті соціологічної теорії Парсона. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2021. № 1. С. 67–75.
18. Бондаренко П.В. Карта ризиків – ефективний інструмент управління. URL: <http://dspace.oneu.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/2083/1/F.pdf> (дата звернення: 08.11.2021).
19. Brigham E., Ehrhardt M. Financial management^ theory and practice. 15th Edition. Cengage Learning, 2016. 1200 p.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

20. Brealey R., Myers S. Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. McGraw-Hill/Irwin. New York, 2003. 1330 p.
21. Бюджетний простір для системи охорони здоров'я в Україні: Програмний документ для підтримки діалогу щодо підготовки бюджету на 2021 рік. URL: https://www.euro.who.int/__data/assets/pdf_file/0003/463872/UKR-Budgetary-space-for-health-ukr.pdf
22. Волошин О.Р., Галайко Н.В. Економетрія. Ч. 1: навчальний посібник. Львів: Львівський державний університет внутрішніх справ, 2012. 192 с.
23. Van Horne James S., Wachowicz Jr. Fundamentals of Financial management. 13th edition. Pearson education limited. 2009. 744 p.
24. Вербіцька І.І. Ризик-менеджмент як сучасна система управління ризиками підприємницьких структур. *Сталий розвиток економіки*. 2013. № 5 (22). С. 282–291.
25. Ванчак В., Грабський С. Бізнес у контексті загроз і ризиків. *Юридична газета*. 2021. № 9 (739). URL: <https://yur-gazeta.com/publications/practice/inshe/biznes-u-konteksti-zagroz-i-rizikiv.html> (дата звернення: 10.09.2021).
26. Вітлінський В.В. Кредитний ризик комерційного банку. Київ: Знання, 2000. 325 с.
27. Воронков Д.К., Запасна Л.С. Вплив чинників на формування ринкової вартості промислового підприємства. *Вісник ДонТУ ім. М. Туган-Барановського*. Серія: Економічні науки. 2008. № 4 (40). С. 76–81.
28. Markowitz H. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 1952. № 7 (1). P. 77–91. URL: https://www.math.hkust.edu.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf (дата звернення: 14.11.2021).

29. Simon G.A. Theories of bounded rationality. URL: http://innovbfa.viabloga.com/files/Herbert_Simon_theories_of_bounded_rationality__1972.pdf (дата звернення: 14.11.2021).
30. Головка О.Г., Губарєв О.О., Кривонос А.А. Моделювання рівня фінансової безпеки підприємства. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Серія: Економічні науки. 2016. № 16. Ч. 4. С. 148–151.
31. Голубєв Д.І., Дурнєв Р.С. Особливості формування системи забезпечення фінансової безпеки підприємств. URL: <https://journals.indexcopernicus.com/api/file/viewByFileId/163902.pdf> (дата звернення: 25.09.2021).
32. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 01.10.2021).
33. James C. van Horne. *Financial management and Policy*. Stanford University, 2002. 832 p.
34. Jasoh Gordon. Value based management. Explained. *The business professor*. URL: https://thebusinessprofessor.com/en_US/management-leadership-organizational-behavior/value-based-management-explained
35. Довбенко М.В., Осик Ю.І. Сучасні економічні теорії у працях нобеліантів. URL: <https://www.monographies.ua/en/book/view?id=129> (дата звернення: 10.11.2021).
36. ДСТУ ISO 31000:2018 Менеджмент ризиків. Принципи та настанови (ISO 31000:2018, IDT). Київ: УкрНДНЦ, 2018. 18 с.
37. Дудко П.М. Сучасні тенденції розвитку бізнес-технологій у підприємництві. *Проблеми економіки*. 2017. № 3. С. 170–174.
38. Дянгель Д. Модель EVA – орієнтація на вартість. *Консультант*. 2005. № 23. С. 20–28.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

39. Журавка О.С., Бондаренко Є.К. Теоретичні аспекти формування системи фінансової безпеки підприємства. *Інноваційна економіка*. 2012. № 4. С. 234–237.
40. Запорожський А.І. Управління вартістю компанії і стратегічний аналіз на основі моделі МСВА. *Корпоративні фінанси*. 2007. № 1. С. 34–45.
41. Захаркіна Л. Формування стратегії інноваційного розвитку машинобудівного підприємства (матричний підхід). *Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики*. 2011. № 1 (13). С. 66–78.
42. Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports/> (дата звернення: 31.10.2021).
43. Землячова О.А., Савочка Л.С. Класифікація фінансових ризиків та методи їх зниження. *Науковий вісник*. Серія: Фінанси, банки, інвестиції. 2012. № 3. С. 50–57.
44. Зимовець В.В., Багацька К.В. Капіталізація реального сектору економіки України: тенденції та наслідки. *Світ фінансів*. 2018. № 1. С. 7–21.
45. Зимовець В.В., Терещенко О.О. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України*. 2015. № 9. С. 78–95.
46. Зубков С.О. Критерії ефективності політики фінансування оборотних активів підприємства. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2012. Випуск 2. С. 122–130.
47. Іващенко О.В. Теоретичні основи оцінки рівня фінансової безпеки підприємства. *Вісник Запорізького національного університету*. Серія: Економічні науки. 2016. № 1 (29). С. 148–155.

48. Коленда Н.В. Поняття системи ризик-менеджменту підприємства. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2018. № 22. С. 398–401.
49. Keynes J.M. *The General theory of Employment, Interest and Money*. P. Mcmillan, 1936. 472 p.
50. Клементьева О.Ю. Удосконалення інтегральної оцінки фінансового стану промислового підприємства. *Проблеми матеріальної культури. Економічні науки*. Наукова електронна бібліотека періодичних видань НАН України. URL: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/35923/13-Klementeva.pdf?sequence=1> (дата звернення: 26.09.2021).
51. Козак Л.С., Багровецька І.В. Концептуальні та методичні засади формування механізму забезпечення фінансової безпеки підприємства. *Економіка і управління*. 2008. № 13. С. 97–101.
52. Коваленко О.М. Ризик-менеджмент в системі управління інтегрованим об'єднанням харчової промисловості. *Ефективна економіка*. 2012. № 4. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3586>
53. Концепції управління корпоративними фінансами. URL: <https://helpiks.org/6-62867.html> (дата звернення: 14.11.2021).
54. Copeland T.E., Weston J.F. *Financial theory and corporate policy*. 3rd ed. USA: Addison-Wesley Publishing Company, 1988.
55. Корж Н.В. Методи управління фінансовими ризиками. *Траєкторія науки*. 2016. Т. 2. № 10. С. 11–16 (дата звернення: 10.11.2021).
56. Костецький В. Особливості здійснення фінансового оздоровлення підприємства. *Економічний аналіз*. 2016. № 26. С. 50–57.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

57. Кравченко О. Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації. *Міжнародна економічна політика*. 2007. № 7. С. 153–175.
58. Климаш Н.І. Економічна додана вартість та її вплив на вартість підприємства. URL: <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/pdf> (дата звернення: 10.09.2021).
59. Кракос Ю.Б., Разгон Р.О. Управління фінансовою безпекою підприємств. *Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики*. 2008. № 1 (1). С. 86–97.
60. Красота О.В. Особливості розвитку малого підприємництва в умовах порушення макроекономічної стабільності. URL: http://www.economy.nauka.com.ua/pdf/2_2021/100.pdf (дата звернення: 10.10.2021).
61. Крисоватий А.І., Федосов В.М., Н.С. Рязанова Н.С. Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки. *Фінанси України*. 2013. № 9. С. 7–27.
62. Крупка Я.Д. Прогресивні методи оцінки та обліку інвестиційних ресурсів. Тернопіль: Економічна думка, 2000. 332 с.
63. Кудрицька Ж.В. Система управління фінансовою безпекою підприємства. *Ефективна економіка*. 2012. № 1. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua> (дата звернення: 25.09.2021).
64. Кузьмак О.М. Принципи банківського ризик-менеджменту. *Фінансова система України*. Наукові записки. Серія: Економіка. 2015. Випуск 16. С. 384–388.
65. Курков М.С. Концептуальна модель системи управління фінансами підприємств із застосуванням сучасних інформаційних технологій. *Вчені записки ТНУ ім. В.І. Вернадського*. Серія: Економіка і управління. 2019. Т. 30 (69). № 5. С. 142–148.

66. Курков М.С. Модель системи управління фінансами підприємств засобами штучного інтелекту. *Причорноморські економічні студії*. 2020. № 52–2. С. 147–153.
67. Куцик В.І., Бартиш А.І. Фінансова безпека підприємства самостійний об'єкт управління: проблеми забезпечення. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Випуск 21.4. С. 250–255.
68. Лахтіонова Л.А. Фінансовий аналіз суб'єктів господарювання: монографія. Київ: КНЕУ, 2001. 287 с.
69. Лігоненко Л.О. Антикризове управління підприємством: теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій: монографія. Київ: Київський національний торговельно-економічний університет, 2001. 580 с.
70. Ляхович Л.Я. Аналіз ризиків інвестиційних проектів підприємств. *Інноваційна економіка*. 2015. № 2. С. 216–220.
71. Мадяр Р.О., Гадьмаші В.Р., Далекорей С.М. Управління витратами в ланцюгах постачання як інструмент досягнення конкурентних переваг бізнесу в глобальному економічному просторі. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 1. С. 66–70.
72. Малик О.В. Показники оцінки фінансової безпеки підприємств: критерії та детермінантні характеристики. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2013. № 5. Т. 1. С. 263–268.
73. Матвійчук Л.О. Структура системи фінансової безпеки в управлінні підприємством. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2010. № 6. Т. 3. URL: http://journals.khnu.km.ua/vestnik/pdf/ekon/2010_6_3/194-197.pdf (дата звернення: 27.09.2021).
74. Михаліцька Н.Я. Застосування показника доданої економічної вартості як критерію приросту ринкової вартості підприємства. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2009. № 19. С. 204–210.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

75. Міжнародний стандарт ISO 31000:2018 «Менеджмент ризику – Керівництво». URL: [https://pqm-online.com/assets/files/pubs/translations/std/iso-31000-2018-\(ua\).pdf](https://pqm-online.com/assets/files/pubs/translations/std/iso-31000-2018-(ua).pdf) (дата звернення: 10.11.2021).
76. Мних Є.В., Барабаш Н.С. Фінансовий аналіз. Київ: Київський національний торговельно-економічний університет, 2014. 536 с.
77. Мних Є.В. Економічний аналіз: підручник. Київ: Знання, 2011. 630 с.
78. Модель Гордона і формула оцінки бізнесу для інвестування чи купівлі. URL: <https://businessideas.com.ua/manage-finances/model-gordona> (дата звернення: 14.11.2021).
79. Мулик Я.І. Сутність поняття «фінансова безпека підприємства»: систематизація наукових поглядів. *Збірник наукових праць ВНАУ*. Серія: Економічні науки. 2013. № 3 (80). URL: <http://econjournal.vsau.org/files/pdfa/2114.pdf>
80. Нагаєва Г.О. Обґрунтування показників ефективності політики фінансування оборотних активів. *Вісник Харківського національного технічного університету сільського господарства ім. П. Василенка*. 2017. № 185. С. 183–290.
81. Knight F. Risk, Uncertainty and Profit. Houghton Mifflin Company. N-Y, 1921. 388 p. URL: <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/books/risk/riskuncertaintyprofit.pdf>
82. Національна економічна стратегія 2030. URL: <https://nes2030.org.ua/#rec245567940>
83. Непочатенко О.О. Фінанси підприємств: підручник. Київ: Центр навчальної літератури, 2013. 504 с.
84. Непомнящий О. Основні принципи і складові ризик-менеджменту при будівництві та експлуатації споруд. *Публічне урядування*. 2019. № 1 (16). С. 154–159.

85. Needles E.B. Principles of Accounting. Houghton Mifflin. 1981. 1060 p.
86. Нобелівську премію з економіки присудили трьом. *BBC News Україна*. 14.10.2013. URL: https://www.bbc.com/ukrainian/business/2013/10/131014_nobel_economics_update_dt_it (дата звернення: 14.11.2021).
87. Оборона, медицина, інфраструктура: державні витрати за останні 10 років. Аналітичний портал «Слово і діло». URL: <https://www.slovoidilo.ua/2020/12/22/infografika/finansy/oborona-medycyna-infrastruktura-derzhavni-vytraty-ostanni-10-rokiv>
88. Олійник О.О., Адаменко В.В. Оцінка ролі фінансових ринків у фінансуванні підприємств аграрного сектору економіки України. *Бізнес Інформ*. 2015. № 1. С. 318–323.
89. Омельченко Л.С., Піскульова І.В. Аналіз стратегій управління оборотними активами промислових підприємств. *Економіка: реалії часу*. 2015. № 3. С. 178–183.
90. Опубліковано рейтинг самих збиткових держкомпаній. URL: <https://kurs.com.ua/novost/341836-opublikovan-reiting-samih-ubitochnih-goskompanii?source=ukrnet> (дата звернення: 30.08.2021).
91. Основні складові системи фінансової безпеки суб'єктів підприємництва. *Авторське право*. URL: <https://pravo.studio/osnovui-finansov/osnovni-skladovi-sistemi-finansovoji-bezpeki-42320.html> (дата звернення: 28.09.2021).
92. Оспіщев В.І., Нагорна І.В. Класифікація чинників впливу на фінансову стійкість підприємств. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2009. Випуск 2. С. 218–223.
93. Панченко Є., Дамаскіна М. Інвестиційний ризик-менеджмент транснаціональних корпорацій: парадигма ХХІ століття. *Міжнародна економічна політика*. 2009. № 1–2.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

- URL: http://ierjournal.com/journals/10-11/2009_02_Panchenko_v.pdf (дата звернення: 10.11.2021).
94. Петренко Л.А., Проскокова А.Ю. Тенденції розвитку та впровадження інновацій підприємствами сфери ритейлу. *Стратегія економічного розвитку України: збірник наукових праць*. Випуск 46. Київ: КНЕУ, 2020. С. 89–105.
95. Пігуль Н.Г., Хомутенко А.В. Теоретичні основи фінансової безпеки підприємства та механізм управління нею. *Вісник СумДУ*. Серія: Економіка. 2019. № 2. URL: <https://visnyk.fem.sumdu.edu.ua/media/attachments/2019/12/17/10-80-87.pdf> (дата звернення: 25.09.2021).
96. Пластун О.Л. Система фінансової безпеки суб'єктів підприємництва. *Вісник Сумського національного аграрного університету*. 2007. № 1. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstreamdownload/123456789/54680/6/Plastun_Systema.pdf;jsessionid=FCC8437062FDD8EC6E434819923CB8D8 (дата звернення: 27.09.2021).
97. Полторак А.С. Визначення сутності оборотних активів: сучасні науково-методологічні підходи. *Ефективна економіка*. 2013. № 7. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2013_7_18 (дата звернення: 16.02.2018).
98. Пономаренко О.Е. Теоретичні аспекти фінансової безпеки підприємств. *Економіка розвитку*. 2010. № 1 (53). С. 77–80.
99. Про затвердження Положення про організацію системи управління ризиками в банках України та банківських групах: постанова Національного банку України від 11.06.2018 № 64. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0064500-18>
100. Презентація результатів Індексу настроїв малого бізнесу за 2020 рік. URL: <https://eba.com.ua/wpcontent/uploads/2021/02/small-business-index-2021.pdf>

101. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 19.06.2020 № 738-ІХ. Дата оновлення: 19.06.2020 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-IX#Text> (дата звернення: 01.11.2021).
102. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 № 2664-ІІІ. Дата оновлення: 01.08.2021 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14#Text> (дата звернення: 01.03.2021).
103. Рудич О.О. Теоретичні засади механізму управління ризиками сільськогосподарських підприємств. *Агросвіт*. 2017. № 24. URL: http://www.agrosvit.info/pdf/24_2017/4.pdf (дата звернення: 15.09.2021).
104. Роганова Г.О. Стратегія фінансування оборотних активів: позиція персоналістів. *Економічний часопис-XXI*. 2013. № 3–4 (1). С. 82–85.
105. Романів І.І. Теоретико-методологічні засади розвитку теорії структури капіталу. *Вісник Національного університету «Львівська політехніка»*. 2008. № 635. С. 40–50. URL: <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/1009/1/07.pdf>
106. Руденко В.В. Корпоративні фінанси: сутність і особливості розвитку в сучасних умовах. *Економіка і організація управління*. 2016. № 2 (22). С. 247–258.
107. Русина Ю.О., Полозук Ю.В. Економічна сутність фінансової стійкості підприємства та фактори, що на неї впливають. *Міжнародний науковий журнал*. 2015. № 2. С. 91–94.
108. Стешенко О.Д., Швирьова Є.О. Удосконалення управління ризиками в підприємницькій діяльності. *Комунальне господарство міст*. 2011. № 98. С. 424–428.
109. Савицька Г.В. Економічний аналіз діяльності підприємства: навчальний посібник. 2-ге видання, виправлене і доповнене. Київ: Знання, 2005. 662 с.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

110. Сайт бізнес-порталу «Бізнес Цензор». URL: <https://biz.censor.net/>
111. Семенова К.Д. Організація системи управління ризиками на підприємстві. *Вісник соціально-економічних досліджень: збірник наукових праць*. 2015. № 3 (58). С. 221–227. URL: http://journals.uran.ua/vsed_oneu/article/view/214736 (дата звернення: 08.11.2021).
112. Ситник Г.В. Контроль платоспроможності як засіб уникнення банкрутства. *Economy. Ecology. Socium*. 2020. Т. 4. № 2. С. 14–23.
113. Ситник Г.В. Підприємства торгівлі: оптимізація структури поточних зобов'язань. *Вісник КНТЕУ*. 2020. № 3. С. 74–90.
114. Ситник Г.В. Фінансове планування на підприємствах торгівлі: дис. ... д-ра екон. наук за спец. «Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)». Київ: Київський національний торговельно-економічний університет, 2015. 599 с.
115. Stewart G. Bennet. *The Quest for Value. The EVA Management Guide*. N-Y, 1991. P. 46.
116. Слав'юк Р.А. Капітал підприємств і банків: теоретичні основи формування та управління: монографія. Київ: Університет банківської справи, 2016. 332 с.
117. Струтинська І. Інформаційні технології організації бізнесу – імператив інноваційного розвитку бізнес-структур. *Галицький економічний вісник*. 2018. № 2. С.40–49.
118. Теорія фінансових агенцій: економіка. URL: <https://delphipages.live/financial-agency-theory> (дата звернення: 14.11.2021).
119. Терещеко О.О. Корпоративні фінанси: счасні тренди та виклики. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку. Збірник матеріалів I Всеукраїнської науково-практичної конференції*. Київ: КНЕУ,

2016. 367 с. URL: https://kneu.edu.ua/userfiles/zvit_ks/22_06_2016_MATED0A0_KONF.pdf
120. Терещенко О.О. Антикризове фінансове управління на підприємстві: монографія. Київ: Київський національний торговельно-економічний університет, 2004. 268 с.
121. Терещенко О.О., Стецько М.В. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту. *Фінанси України*. 2007. № 3. С. 91–99.
122. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання. Київ: КНЕУ, 2003. 554 с.
123. Термінологія законодавства / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/termin> (дата звернення: 01.11.2021).
124. Третина малого бізнесу втратила більше 50% доходу. URL: https://biz.ligazakon.net/ua/news/195662_tretina-malogo-bznesu-vtratila-blshe-50dokhodv
125. Уоррен Бафет. Снігова куля. Київ: Фабула, 2021. 752 с.
126. Управління ризиками і внутрішній контроль: інтеграція процесів для прийняття обґрунтованих управлінських рішень. URL: <https://docplayer.com/33031612-upravlenie-riskami-i-vnutrenniy-kontrol-integraciya-processov-dlya-prinyatiya-obosnovannyh-upravlencheskih-resheniy.html> (дата звернення: 10.09.2021).
127. Управління ризиками: методичний посібник / Міністерство фінансів України. URL: https://mof.gov.ua/storage/files_pdf (дата звернення: 15.09.2021).
128. Управління банківськими ризиками: навчальний посібник. Київ: КНЕУ, 2007. 600 с.
129. Управління оборотними активами на підприємствах роздрібної торгівлі: монографія / Н.О. Власова та ін. Харків: ХДУХТ, 2014. 258 с.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

130. Фаріон І.Д. Стратегічний аналіз: навчальний посібник. Тернопіль: ТНЕУ, 2009. 635 с.
131. Федулова І.В. Підходи до оцінки рівня готовності підприємства щодо інноваційного розвитку. *Електронний архів Національного університету харчових технологій*. URL: <http://dspace.nuft.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/10762/1/Approaches%20to%20assessing.pdf> (дата звернення: 25.09.2021).
132. Федулова І., Джулай М. Економічні наслідки пандемії COVID-19 для підприємств України. *Вісник КНТЕУ*. 2020. № 4. С. 74–91.
133. Филипенко О.М., Мілаш І.В. Систематизація джерел фінансування оборотних активів підприємств торгівлі. *Економічна стратегія і перспективи розвитку сфери торгівлі та послуг*. 2012. Випуск 2. С. 105–113.
134. Francesco Tropea with Lopo de Carvalho. Access to credit and financial instruments. *European Parliamentary Research Service*. 2016. URL: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/586677/EPRS_BRI\(2016\)586677_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/586677/EPRS_BRI(2016)586677_EN.pdf) (дата звернення: 01.03).2021).
135. Fisher I. *The Nature of Capital and Income*. New-York: Macmillan, 1906.
136. Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України: колективна монографія / ред. В.В. Зимовець. Київ: НАН України; ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2019. 306 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/mg/311.pdf>
137. Фінанси підприємств: підручник. Київ : КНЕУ, 2004. 546 с.
138. Фінансова безпека підприємств і банківських установ: монографія / за заг. ред. А.О. Єпіфанова. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. 295 с.

139. Фінансове управління підприємством: принципи, методи та інструменти / В.М. Зарубінський та ін. *Актуальні проблеми економіки*. 2009. № 1 (91). С. 171–175.
140. Фінзвітність ТОВ «РУШ». URL: https://stockmarket.gov.ua/cabinet/xml/show/fin_general/41882 (дата звернення: 01.10.2021).
141. Фесюк М.О., Фесюк В.Л. Аналіз фінансових ризиків в системі стратегічного управління підприємством. URL: https://vlp.com.ua/files/44_7.pdf (дата звернення: 08.11.2021).
142. Харченко Т.О. Інноваційні технології в управлінні бізнес-процесами підприємств. *Держава та регіони*. Серія: Економіка та підприємництво. 2019. № 4. С. 130–133. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/drep_2019_4_25
143. Харитоновна В.С., Чмутова І.М. Ризик-орієнтований підхід у формуванні фінансової стратегії банку. *Економіка розвитку*. 2017. № 4. С. 59–67.
144. Holmes A. Risk-management. Capstone publishing, 2002. 122 p.
145. Hendriksen E., van Breda M. Accounting theory. Richard Irving, 1991. 905 p.
146. Цвігун Т.В. Формування механізму управління ризиками машинобудівних підприємств. *Вісник Хмельницького національного університету*. Серія: Економічні науки. 2013. № 3. Т. 1. С.117–121.
147. Чеберяко О.В., Кривовяз М.А. Структурні елементи системи забезпечення фінансової безпеки підприємства. *Ефективна економіка*. URL: http://www.economy.nauka.com.ua/pdf/10_2015/17.pdf (дата звернення: 28.09.2021).
148. Чинники, складові і результати запровадження і реалізації антикризової політики в окремих країнах світу та Україні: прогноз соціально-економічного розвитку України у 2021 р. / наук. ред. В. Юрчишин. Київ: Заповіт, 2021. 200 с.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

149. Sharpe W., Alexander G., Baily J. Investments. 6th edition. PHI learnings, 2002. 1024 p.
150. Швиданенко Г.О., Шевчук Н.В. Управління капіталом підприємства: навчальний посібник. Київ: КНЕУ, 2007. 440 с.
151. Шевчук В.Р., Чернобай Л.І. Концепція управління фінансами підприємства на базі економічної доданої вартості. *Вісник національного університету «Львівська політехніка»*. 2007. № 6. С. 41–49.
152. Shim Ph. D., Jae K., Siegel Ph., Joel G. Financial management. 3d edition. Barrons educational Series, 2008. 400 p.
153. Щербань О.Д., Насібова О.В., Сухоруков Р.В. Методи регулювання та оптимізації структури капіталу підприємства. *Економіка та держава*. 2017. № 12. С. 82–88.
154. Ярошевська О.В. Проблеми розвитку фінансового ринку в категоріях сучасних економічних теорій. *Економіка та держава*. 2020. № 8. С. 15–19.
155. Abha Bhattarai. Virtualtry-ons are replacing fitting rooms during the pandemic. *The Washington post*. 2020. URL: <https://www.washingtonpost.com/business/2020/07/09/virtual-try-ons-are-replacing-fitting-rooms-during-pandemic/>
156. Ali Fatemi and Carl Luft. Corporate risk management: Costs and benefits. *Global Finance Journal*. 2002. Vol. 13. Issue 1. P. 29–38.
157. Ameels A., Bruggeman W., Sgheipers G. Value Based Management control process to create value through integration. Literature review. 2002. URL: https://www.valuebasedmanagement.net/articles_ameels_valuebased_full.pdf
158. Apitz S.E., Fitzpatrick A.G., McNally A. et al. Stakeholder Value-Linked Sustainability Assessment: Evaluating Remedial Alternatives for the Portland Harbor Superfund Site, Portland,

- Oregon, USA. *Integrated Environmental Assessment and Management*. 2017. Vol. 14. № 1. P. 43–62.
159. Bagatska K., Matusova Y. Financing of capital investments in ensuring economic security of non-financials corporations in Ukraine. *Public security and public order*. 2021. № 26. P. 6–16. URL: <https://ojs.mruni.eu/ojs/vsvt/article/view/6527/5352>.
160. Bakhoda, Bahareh, and Seyed Yaser Mayeli. Role of Financial Information in Management Decision Making Process. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*. 2016. 6 (S3). P. 10–13.
161. Bliss J.H. *Financial and Operating Ratios in Management*. New York: Ronald Press, 1923. 618 p.
162. Burke L. How Corporate Social Responsibility Pays off. *Long Range Planning*. 1996. Vol. 24. № 4. P. 495–502.
163. Clifford W. Smith, Jr. Corporate Risk Management: Theory and Practice. *The Journal of Derivatives Summer*. 1995. № 2 (4). P. 21–30.
164. Copeland T.E., Weston J.F. *Financial theory and corporate policy*. 3-rd ed. USA: Addison-Wesley Publishing Company, 1988.
165. Data-driven Demand Planning: Managing Disruption in CPG with ML and Demand Sensing. *AWS for Industries*. URL: <https://aws.amazon.com/ru/blogs/industries/data-driven-demand-planning-managing-disruption-with-ml-and-demand-sensing/>
166. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC. Дата оновлення: 04.11.2011. URL: <https://eur-lex.europa.eu/>

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

- legalcontent/EN/ТХТ/?uri=CELEX%3A02004L0039-20110104 (дата звернення: 01.11.2021).
167. Donaldson T., Preston L.E. The Stakeholder Theory of the corporation: Concepts, Evidence and Implication. *Academy of Management Review*. 1995. Vol. 20. № 2. P. 65–92.
168. Egham, U.K., April 1, 2019 Gartner Says 100 Million Consumers Will Shop in Augmented Reality Online and In-Store by 2020. URL: <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2019-04-01-gartner-says-100-million-consumers-will-shop-in-augme> (дата звернення: 10.10.2021).
169. Enterprise Risk Management: Its Origins and Conceptual Foundation_by Gerry Dickinson. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*. Vol. 26. № 3 (July 2001). P. 360–366 (дата звернення: 10.11.2021).
170. Figge F., Schaltegger S. What Is Stakeholder Value? Developing a Catchphrase into Benchmarking Tool. Luneburg: University of Luneburg and UNEP, 2000.
171. Freeman R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Marshfield, MA: Pitman Publishing, 1984. 275 p.
172. Google Assistant Voice Ordering for Walmart Grocery Pickup & Delivery. URL: <https://www.walmart.com/ideas/discover-online-grocery/google-assistantvoice-ordering-for-walmart-grocery-pickup-delivery/354497> (дата звернення: 11.11.2021).
173. Husted B., Allen D. Strategic Corporate Social Responsibility and Value Creation among Large Firms. *Long Range Planning*. 2007. Vol. 40. P. 594–610.
174. Jensen, Michael C. and Smith, Clifford W., The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. *The modern theory of corporate finance*. New York: McGraw-Hill Inc., 1984. P. 2–20. URL: <https://ssrn.com/abstract=244161> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244161> (дата звернення: 25.10.2021).

175. Kibbutz Beit Keshet. 87% Of Shoppers Prefer to Shop in Stores With Touchless or Robust Self-Checkout Options During COVID-19 Pandemic. Israel. April 7, 2020. URL: <https://www.bloomberg.com/press-releases/2020-04-07/87-of-shoppers-prefer-to-shop-in-stores-with-touchless-or-robust-self-checkout-options-during-covid-19-pandemic>
176. Lankoski L., Smith N., Van Wassenhove L. Stakeholder Judgments of Value. *Business Ethics Quarterly*. 2016. Vol. 26 (2). P. 227–256.
177. Liam Shotwell. 7 Technology trends to reshape the future of retail industry in 2021. *Mobi Dev*. URL: <https://mobidev.biz/blog/7-technology-trends-to-change-retail-industry>
178. Machan Tibor R. Stakeholder VS Shareholder Theory of the Ethics of Corporate Management. *Economics and Business Research*. 2009. Vol. 1. № 1. P. 12–20.
179. Maran R.M., Nedelea A.-M. Corporate finance theories and principles: redundant. *Ecoforum*. 2017. Vol. 6. № 2 (11).
180. Mitchel R.K. Toward a Teory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*. 1997. Vol. 22. № 4. P. 853–886.
181. Myers S.C., Marcus A.J., Brealey R.A. Fundamentals of corporate finance. McGraw-Hill Education, 2014. 800 p.
182. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*. 1984. Vol. 13. P. 187–221.
183. Myers S. Still searching for optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1993. Vol. 6. P. 4–14.
184. Okan Durua, Cassia B. Galvaob, Joan Mileskib, Leo Tadeu Roblesc, Amir Gharehgozlida Nanyang. Developing a comprehensive approach to port performance assessment. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*. 2020. Vol. 36. Issue 4. P. 169–180.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

185. Piketty T. Le capitale au XXI siècle. – Paris: EDITIONS DU SEUIL, 2013. 970 p.
186. Popescu L., Visinescu S. A review of the capital structure theories. *Annals of the university of oradea: economic science*. 2009. № 3. P. 315–320.
187. Porter M. Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism – and Unleash a Wave of Innovation and Growth. *Harvard Business Review*. 2011. Vol. 89. № 1/2. P. 62–77.
188. Porter M. Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*. 2006. Vol. 84. № 12. P. 78–92.
189. Post J. Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth. *Stanford University Press*. 2002. 376 p.
190. Ramírez C., Tarziján J. Stakeholder value appropriation: The case of labor in the worldwide mining industry. *Strategic Management Journal*. 2018. Vol. 39(5). P. 1496–1525.
191. Rickey K.R. How Accountants Can Help Management Manage. *N.A.A.Bulletin*. 1963. July. P. 25–36.
192. Ridderstrale J. and Kjell a Nordstrom. Karaoke capitalism: management for mankind. FT Prentice Hall, 2004. 329 p.
193. Ross S.A. Fundamentals of corporate finance. McGraw Hill Higher Education, 2009. 800 p.
194. Ross S.A., Trayler R., Bird R. Essentials of corporate finance. McGraw-Hill Australia, 2013. 624 p.
195. Ross S. The determinants of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*. 1977. Vol. 8. P. 23–40.
196. Rowley T.J. Moving Beyond Diadic Ties: a Network Theory of Stakeholder Influences. *Academy of Management Review*. 1997. Vol. 2. № 4. P. 887–910.

197. Shapiro S.S., Wilk M.B. An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*. Vol. 52. № 3/4 (Dec., 1965). P. 591–611. URL: <https://www.jstor.org/stable/2333709> (дата звернення: 01.11.2021).
198. Smith H. Jeff. The Stakeholder VS Shareholder: Debate. *Management Review*. 2003. 15 July.
199. Sproese R.A. Tentative Statement of Broad Accounting Principles for Business Enterprises. *Accounting Research Study*. № 3. New York: AICPA, 1962. P. 55–59.
200. Stewart G.B. The quest for value. N.Y.: Harper Business, 1991. 800 p.
201. Susniene D., & Valackiene, A. Synergy of stakeholder relationships in aspirations for sustainability and social responsibility of corporate management. Conference: Innovation vision 2020: Sustainable growth, entrepreneurship, and economic development. Retrieved October 10, 2018. URL: https://www.researchgate.net/publication/261595743_Synergy_of_Stakeholder_Relationships_in_Aspirations_for_Sustainability_and_Social_Responsibility_of_Corporate_Management
202. Sytnyk H., Vysochyn I., Zhuk T., Olesenko I., Stratiichuk V. Enterprise value management based on the stakeholder approach. *Problems and Perspectives in Management*. 2021. № 19 (3). P. 356–372.
203. Tantalo C., & Priem R. L. Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*. 2014. № 37 (2). P. 314–329. Retrieved September 01, 2018. URL: from https://www.researchgate.net/publication/265690092_Value_Creation_Through_Stakeholder_Synergy
204. Tirole J. The theory of corporate finance. Princeton: Princeton University Press, 2006. 644 p.
205. Tudose M. Corporate finance theories. challenges and trajectories. *Management & marketing challenges for the knowledge society*. 2012. Vol. 7. № 2. P. 277–294.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

206. Multeanu V., Danaiata D., Hurbean L., Bergler A. The Value Based Management approach: from the shareholder value to the stakeholder value. – 6th international management conf. *Approaches in organizational management*. 2012. Bucharest, Romania.
207. What are the disadvantages of VBM. 2019. URL: https://www.valuebasedmanagement.net/faq_disadvantages_of_vbm.html
208. Why we need the «Davos Manifesto» for a better kind of kapitalisme. URL: www.weforum.org
209. Winans K., Dlott F., Dlott J. Sustainable value mapping and analysis methodology: Enabling stakeholder participation to develop localized indicators mapped to broader sustainable development goals. *Journal of Cleaner Production*. 2021. Vol. 291.
210. Younkins E.W. Stakeholder as Shareholder. URL: <http://www.thefreemanonline.org/features/stakeholders-as-shareholders/>

Наукове видання

БЛАКИТА Ганна Владиславівна,
СИТНИК Ганна Вікторівна,
ВИСОЧИН Ірина Володимирівна,
БОГМА Олена Сергіївна,
АНДРЕЄВА Вікторія Геннадіївна,
БАГАЦЬКА Катерина Володимирівна,
КОНДРАТЮК Оксана Іванівна,
ПУРДЕНКО Олена Анатоліївна,
СІЛАКОВА Ганна Віталіївна,
СТОЯНЕНКО Ірина Василівна,
ЖУК Тетяна Віталіївна,
ПАШКУДА Тетяна Вікторівна,
СТРАТІЙЧУК Вікторія Миколаївна,
ОЛЕСЕНКО Інна Сергіївна,
АДАМЕНКО Віктор Володимирович

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНИХ ВИКЛИКІВ

Монографія

Редактор Н. Ю. Ананьїна
Комп'ютерне верстання К. М. Похилюк
Дизайн обкладинки Г. В. Поліщук

Формат 60x84/16. Ум. друк. арк. 14,88. Тираж 300 пр. Зам. 247.

Видавець і виготовлювач
Державний торговельно-економічний університет
вул. Кіото, 19, м. Київ-156, Україна, 02156

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи серія ДК № 7656 від 05.09.2022