

технологічної бази підприємства як запорука зростання виробництва / Л. М. Варава, Н. І. Рябикіна, О. Г. Рябикіна // Збірник наукових праць. – Черкаси : ЧДТУ. – Серія: економічні науки. – Вип. № 14. – С. 252-256.

8. *Криворучкіна О. В.* Продуктивність гірничозбагачувальних комбінатів України : оцінка та резерви підвищення // О. В. Криворучкіна / Формування ринкової економіки. – Спецвипуск : «Економіка підприємства : теорія та практика». – 2012. – С. 214-227.

9. *Нусинов В. Я.* Проблемні питання аналізу стану, ефективності придбання та використання основних засобів підприємства / В. Я. Нусинов, К. Г. Рябикіна // Вісник Криворізького технічного університету : Вип. 28. – 2011. – С. 275- 278.

10. *Нусинов В. Я.* Теоретические и прикладные оценки эффективности отдельных машин и оборудования / В. Я. Нусинов // Придніпровський науковий вісник. Економіка. – 1998. – № 20 (87). – С. 16-26.

11. *Нусинов В. Я.* Аналіз комплексного показника ефективності діяльності гірничозбагачувальних комбінатів Кривбасу / В. Я. Нусинов, Я. В. Нусинова, Л. А. Буркова // Вісник Криворізького технічного університету : Вип. 26. – 2010. – С. 316-320.

12. *Нусинов В. Я.* Определение коэффициентов весомости технико-экономических показателей обогащительного производства / В. Я. Нусинов, Н. Е. Ратушная, Е. А. Лагодич, Е. И. Дегтярева // Пути экономии ресурсов при обогащении руд черных металлов. – М. : Недра. – 1990. – С. 96-99.

13. *Темченко О. А.* Вплив впровадження інновацій на підвищення конкурентоспроможності підприємств ГМК в умовах фінансової кризи / О. А. Темченко, В. В. Русаков // Вісник Криворізького технічного університету : Вип. 25. – 2010. – С. 234-238.

14. *Турило А. М.* Економічна оцінка інноватизації залізрудного виробництва : [монографія] / А. М. Турило, Е. А. Зінченко – Кривий Ріг : Видавничий дім, 2006. – 223 с.

15. *Турило А. М.* Дослідження тенденцій розвитку гірничозбагачувальних комбінатів Кривого Рогу / А. М. Турило // Вісник Криворізького технічного університету : Вип. 23. – 2009. – С. 249-252.

16. Сборник технико-экономических показателей горнодобывающих предприятий Украины за 2010-2011 гг. / Под. ред. Е. К. Бабца. – Кривой Рог : ГП «НИГРИ». – 2011. – 318 с.

17. *Рябикіна Н. І.* Застосування наукових підходів до ефективного використання техніко-технологічної бази підприємств гірничо-металургійного комплексу / Н. І. Рябикіна, О. Г. Рябикіна // Вісник Криворізького технічного університету. – Кривий Ріг : КТУ. – 2010. – С. 308-312.

УДК 336:334.012

О. В. Кравченко
економіст ТОВ «Центр»

Оцінка впливу фінансової структури підприємства на організацію інвестиційного процесу

У статті визначено теоретичні аспекти впливу компонентів корпоративної фінансової архітектури на інвестиційну діяльність підприємства. Проаналізовано взаємозв'язки між компонентами фінансової архітектури підприємства та умовами прийняття інвестиційних рішень.

Ключові слова: корпоративна фінансова архітектура, інвестиційний процес, фінансове забезпечення.

Е. В. Кравченко
економист ООО «Центр»

Оценка влияния финансовой структуры предприятия на организацию инвестиционного процесса

В статье определены теоретические аспекты влияния компонентов корпоративной финансовой архитектуры на инвестиционную деятельность предприятия. Проанализированы взаимосвязи между компонентами финансовой архитектуры предприятия и условиями принятия инвестиционных решений.

Ключевые слова: корпоративная финансовая архитектура, инвестиционный процесс, финансовое обеспечение.

О. Kravchenko
economist LLC «Center»

Estimation of enterprise financial structure influence on organization of investment process

In the article the theoretical aspects of the influence of corporate financial architecture's components on the enterprise's investment activity are defined. The relationships between the corporate financial architecture's components and investment decisions are analyzed.

Keywords: corporate financial architecture, investment process, financial support.

Постановка проблеми

Інвестиційна діяльність є одним із ключових чинників економічного та інноваційного розвитку будь-якого господарюючого суб'єкта. Шляхом ефективного вкладення капіталу в модернізацію та оновлення виробничо-технологічної бази реалізуються можливості потенційного зростання підприємства та підвищення добробуту його власників. Водночас рівень інвестиційної активності вітчизняних суб'єктів господарювання залишається вкрай низьким через несприятливий інвестиційний клімат, що пояснюється недосконалою законодавчою базою, нерозвиненими фондовим ринком і фінансово-кредитною системою, потужним податковим тиском, неефективним використанням амортизаційних відрахувань, а також низьким рівнем трансформації заощаджень населення в інвестиції [1, с. 5]. Проблема недостатнього фінансового забезпечення інвестиційного оновлення вітчизняних підприємств поглиблюється наслідками фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр., яка значно вплинула на їх інвестиційний процес. Саме тому в умовах погіршення інвестиційного клімату в державі перед вітчизняними суб'єктами господарювання постають питання активізації інвестиційного процесу за рахунок внутрішніх важелів оптимізації фінансового забезпечення інвестиційної діяльності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій

Аналізові фундаментальних та інституційних чинників впливу на інтенсивність інвестиційної діяльності господарюючих суб'єктів присвячено чимало теоретичних та емпіричних досліджень зарубіжних і вітчизняних науковців. Зокрема, чинники екзогенного впливу на інвестиційну діяльність підприємства,

такі як ринкова невизначеність, податкова політика, коливання попиту на продукцію досліджувалися в працях Т. В. Теплової та М. Крилової, Дж. Фердерера, Р. Піндайка, Е. Стеркена, Е. Пенінга, Л. Когана та інших. Закономірностям інвестиційної поведінки підприємств і теоретико-методологічним засадам організації інвестиційного процесу присвячено роботи І. Бланка, І. Дибі, С. Дробишевського, Т. Майорової, С. Онишко, О. Радигіна, В. Савчука. Дослідження впливу окремих внутрішніх характеристик підприємства на процеси фінансування та інвестування діяльності проводилися такими науковцями, як Н. Давиденко, І. Івашковська, М. Солнцева, В. Черкесова, О. Теплова, В. Удальцов.

Не вирішені раніше частини загальної проблеми

На сучасному етапі більшість інвесторів і власників підприємств при формуванні інвестиційного портфеля та розробленні інвестиційної стратегії орієнтуються не тільки на макроекономічні індикатори інвестиційного клімату, а й оцінюють потенційні можливості зростання доданої вартості підприємства за рахунок оптимізації його структурної будови. Отже, питання, пов'язані з комплексним аналізом впливу внутрішніх структурних характеристик підприємства, що формують його фінансову архітектуру, на організацію інвестиційного процесу вимагають доопрацювання.

Формулювання цілей статті

Метою статті є обґрунтування впливу компонентів фінансової архітектури корпоративних підприємств на організацію інвестиційного процесу в контексті фінансового забезпечення інвестиційної активності господарюючих суб'єктів.

Виклад основного матеріалу дослідження

Концептуальні засади комплексного підходу до аналізу впливу внутрішніх структурних характеристик підприємства на особливості організації його господарської діяльності викладено в роботі американського економіста С. Майерса, який запропонував до наукового вжитку використання терміну «фінансова архітектура компанії» [2]. Фінансова архітектура, за С. Майерсом, є фінансовий дизайн бізнесу, що об'єднує такі компоненти, як організаційно-правова форма, структура власності, структура капіталу та система стимулів і розподілу ризиків серед інвесторів (система корпоративного управління) у єдину систему конструкцію, варіація компонентів якої дає змогу виокремити певні типи фінансової організації компаній і відповідно проаналізувати чинники формування та результативність того чи іншого типу фінансової архітектури в різних інституційно-правових та економічних умовах функціонування.

Необхідність урахування зазначених компонентів фінансової архітектури при аналізі фінансово-інвестиційних аспектів діяльності корпоративних підприємств обумовлена особливостями їх створення та функціонування. Так, відповідно до законодавчого визначення, корпоративним визнається підприємство, що утворюється, як правило, двома або більше засновниками за їх спільним рішенням (договором), діє на основі об'єднання майна та/або підприємницької чи трудової діяльності засновників (учасників), їх спільного управління справами, на основі корпоративних прав, у тому числі через органи, що ними створюються, участі засновників (учасників) у розподілі доходів і ризиків підприємства [3]. До корпоративних підприємств в Україні відносять приватні підприємства з двома та більше засновниками; господарські товариства (ПАТ, ПрАТ, ТОВ та інші); виробничі кооперативи.

У зарубіжній практиці корпоративними в основному визнаються акціонерні товариства. Саме завдяки активному розвитку корпоративної форми власнос-

ті в розвинених країнах у середині ХХ ст. актуалізувалися питання розподілу влади між учасниками корпоративних відносин на які вперше звернули увагу відомі американські економісти А. Берлі та Г. Мінз, а саме: відокремлення функцій управління від функцій власності в наслідок розпорощення структури акціонерного капіталу та ускладнення технологій управління [4]. Результатом такого відокремлення стала поява агентської проблеми, що пов'язана з протиріччями інтересів менеджерів (агентів) та інвесторів (принципалів) капіталу внаслідок відсутності прагнення менеджерів до максимізації доходу на інвестовані кошти. Як зазначає У. Вільямсон, менеджери, які володіють обмеженою раціональністю (*bounded rationality*), прагнуть до зростання власного добробуту за рахунок власників, та поводять себе опортуністично (*managerial opportunism*) [5, с. 17]. Унаслідок цього можуть відхилятися прибуткові, але ризиковані інвестиційні проекти, здійснюватися економічно необґрунтовані поглинання, чинитися опір реорганізації бізнесу. Отже, виникає конфлікт інтересів між цими групами, спричинений інформаційною асиметрією та неповнотою контрактів [6, с. 126].

З метою подолання наслідків агентської проблеми та зниження ризику опортуністичної поведінки менеджерів, власники корпоративних підприємств повинні використовувати певні механізми контролю за діяльністю найманих працівників. Серед таких механізмів виокремлюють внутрішні (участь менеджерів у акціонерному капіталі керованих ними корпорацій; прив'язка винагороди менеджерів до показників ефективності діяльності корпорації; контроль з боку ради директорів корпорації; наявність крупного акціонера в корпорації; контроль з боку кредиторів і механізм банкрутства) та зовнішні (ринок капіталу; ринок праці; ринок злиттів і поглинань).

Якщо в умовах розвиненої економіки зазначені механізми працюють майже з однаковою ефективністю, то в країнах із ринками, що розвиваються, можливості застосування зовнішніх механізмів суттєво зменшені. Тому для економік таких країн, які в першу чергу потребують вливання інвестиційних коштів для розвитку інституційної та промислової інфраструктури, виникає потреба у вдосконаленні концептуальних основ комплексного застосування внутрішніх механізмів з метою активізації інвестиційної діяльності господарюючих суб'єктів на основі концепції фінансової архітектури.

Вочевидь, у компонентах корпоративної фінансової архітектури відображається більшість внутрішніх важелів контролю за діяльністю учасників корпоративних відносин. Проаналізуємо роль окремих компонентів фінансової архітектури підприємства в контексті фінансового забезпечення інвестиційної діяльності.

Так, структура власності дає змогу визначити питому вагу власності в статутному капіталі підприємства осіб, які мають пряму та/або опосередковану участь у юридичній особі, тобто підприємстві, у тому числі відносини контролю між ними щодо цієї юридичної особи. Принциповими характеристиками структури власності є ступінь концентрації власності (частка капіталу у власності) і тип домінуючого власника (аутсайдер чи інсайдер, державна або приватна власність). Залежно від зазначених характеристик виокремлюють суб'єктів, між якими найчастіше виникає конфліктів інтересів:

- 1) менеджер та інвестор (акціонер);
- 2) міноритарні (дрібні акціонери з часткою до 10 % капіталу) і мажоритарні акціонери;
- 3) приватний інвестор і держава.

Неоптимальний розподіл прав власності призводить до виникнення конфліктів між цими групами та, відповідно, дестабілізує діяльність підприємства, негативно позначається на фінансових можливостях забезпечення інвестиційного процесу. Так, конфлікт між акціонерами та менеджерами може призводити до розкрадання інвестиційних коштів, скорочення пропорцій відтворення виробничих активів і надлишкового інвестування, що завищує середні витрати підприємства порівняно з мінімально можливими. Вирішенням зазначеного конфлікту є залучення менеджменту до складу акціонерів. Проте й тут важливим є дотримання балансу між часткою власності менеджера-акціонера та іншими акціонерами. З одного боку, матеріальна зацікавленість менеджменту у збільшенні дивідендних виплат сприяє підвищенню ефективності компанії, а з іншого, коли у власності менеджерів знаходиться занадто великий пакет акцій, то ризик дефолту компанії асоціюється із втратою суттєвої частки індивідуального доходу. У такому разі менеджмент перестає прагнути до максимізації ринкової вартості компанії, а зосереджує свою увагу на стабільності функціонування бізнесу. Як наслідок, знижується боргове навантаження на компанію (змінюється структура капіталу), відхиляються ризиковані, але потенційно вигідні інвестиційні проекти з позитивною чистою приведеною вартістю, уповільнюються темпи розвитку компанії. Окрім цього, можливе погіршення дисципліни менеджменту та зниження його відданості роботі. Зазначені ефекти від володіння менеджерами певною часткою акціонерного капіталу отримали назви гіпотез «конвергенції інтересів» та «обкопування» [7].

Властивий пострадянським країнам конфлікт між міноритарними та мажоритарними акціонерами призводить, як зазначають Р. Дзарасов і Д. Новоженев, до різкого обмеження часового горизонту управління підприємством короткостроковим періодом [8]. Сума так званої інсайдерської ренти (приватних вигід контролю)¹ суттєво зменшується в разі здійснення довгострокових інвестицій. За таких обставин попит на інвестиції має короткостроковий характер та є не дуже еластичним за рівнем очікуваної доходності. Окрім цього вилучення мажоритарними власниками коштів за рахунок використання своїх безмежних повноважень призводить до обмеження можливостей фінансування розвитку підприємства за рахунок внутрішніх джерел. Водночас, як стверджує Л. Венгер, концентрація власності в пострадянських країнах, зокрема в Україні, є необхідним інструментом контролю з боку акціонерів за діяльністю підприємства з метою зниження ризиків рейдерства та ворожого поглинання [9, с. 699].

Щодо конфлікту між приватними інвесторами й учасниками, які уособлюють державні органи, то слід зазначити, що підприємства з державною часткою власності обмежені певними економічними, соціальними, юридичними рамками, не мають достатньої підприємницької свободи в умовах, коли необхідно швидко реагувати на нові економічні обставини, та зазвичай зосереджені в тому спектрі галузей, які з тих чи інших причин є малорентабельними і навіть збитковими, непривабливими для приватного капіталу (або ж навпаки – стратегічно важливими та закритими для приватного капіталу), що не сприяє поживленню інвестиційного процесу.

Іншою структурною характеристикою підприємства, що безпосередньо пов'язана з фінансовими аспектами інвестиційного розвитку підприємства, є структура капіталу, яка являє собою співвідношення власних і позикових коштів, що використовуються підприємством у процесі господарської діяльності.

¹ Отримання грошових та негрошових вигод у результаті ухвалення певних рішень за наявності контрольного пакета акцій

Дотримання оптимального співвідношення між складовими капіталу не тільки максимізує вартість компанії шляхом зниження вартості фінансових ресурсів, а й мінімізує агентські витрати. Так, в агентській моделі теорії порядку фінансування М. Дженсена та У. Меклінга стверджується, що з метою мінімізації агентських витрат доцільним є нарощування боргу, який виступає дисциплінуючим чинником і не дає можливості менеджерам використовувати надлишковий грошовий потік у власних інтересах [10, с. 338].

Отже, структура капіталу безпосередньо впливає на прийняття інвестиційних рішень власниками та менеджерами підприємства. Якщо необхідно збільшити статутний капітал, приймаються рішення про додаткову емісію акцій. Наявність нерозподіленого прибутку визначає можливість виплати дивідендів акціонерам публічних компаній і дає змогу збільшувати обсяги інвестування в основний капітал з метою його розширення. У свою чергу довгострокові зобов'язання обумовлюють рішення з фінансування необоротних активів, а короткострокові зобов'язання – з формування оборотних активів.

Однак рішення щодо залучення зовнішніх джерел фінансування значною мірою залежать від рівня дивідендних виплат, оскільки зі збільшенням коефіцієнта виплати дивідендів компанії необхідно емітувати нові акції, щоб покривати наявні інвестиційні потреби. Це, у свою чергу, впливає на прийняття інвестиційних рішень. Вочевидь, залучення зовнішніх джерел змінює граничну вартість капіталу та призводить до зміни критеріїв прийнятності реальних проектів або ставки дисконтування, яка використовується в процесі їх аналізу. Подібні інвестиційні рішення вимагають оцінки активів, дослідження очікуваної та необхідної прибутковості, диверсифікації активів в інвестиційному портфелі з метою максимізації доходу від них і мінімізації ризиків.

Необхідно також ураховувати взаємозв'язок між структурою капіталу підприємства та його організаційно-правовою формою, від якої залежать: порядок і джерела формування статутного капіталу, його мінімальний розмір; джерела фінансових ресурсів; методи управління фінансовим забезпеченням діяльності; спосіб розподілу доходів (прибутку) та покриття збитків; міра відповідальності за зобов'язаннями.

Зосереджуючи нашу увагу на дослідженні особливостей організації інвестиційного процесу в корпоративних підприємствах, зазначимо, що найбільші інвестиційні можливості зростання бізнесу мають акціонерні товариства за рахунок наявності права здійснювати емісію цінних паперів. Окрім цього, з огляду на досить високий ступінь законодавчого врегулювання питань захисту прав власності акціонерних товариств і рівень інформаційної прозорості такі підприємства вважаються більш надійними та можуть отримувати вигоди як від розміщення акцій, так і залучати позикові ресурси на вигідних умовах кредитування. У разі публічних акціонерних товариств ризики розподілені пропорційно частці у власному капіталі, що дає змогу інвесторам диверсифікувати власні вклади та знижувати ризики.

Утім, незалежно від того, в якій формі корпоративного підприємництва організується господарська діяльність, необхідність урегулювання нормативно-правових та економічних питань між учасниками корпоративних відносин вимагає побудови дієвої системи корпоративного управління. Система корпоративного управління визначає розподіл прав і обов'язків між різними компонентами корпоративного устрою компанії, такими як правління, управлінський апарат, акціонери та інші зацікавлені особи і визначає правила та процедури процесу прийняття рішень. За рахунок цього формується система визначення завдань і

цілей діяльності компанії, засобів реалізації поставлених завдань та оцінка результатів діяльності [11, с. 4].

Відповідним чином закріплені повноваження за кожним з органів корпоративного управління та механізми контролю, як за діяльністю компанії, так і за діями учасників корпоративних відносин, дають змогу отримати суттєві переваги від налагодженої та збалансованої системи корпоративного управління у сфері фінансового забезпечення інвестиційної діяльності, а саме:

1) підвищення рівня інформаційної прозорості діяльності компанії, що відбувається в процесі оприлюднення її фінансової та нефінансової звітності, процедур розміщення контрактів, проведення аудиту сприяють вирішенню проблеми асиметрії інформації та знижують ризики опортуністичної поведінки менеджменту. Важливими принципами розкриття інформації є регулярність, повнота, оперативність, об'єктивність, достовірність і доступ до інформації;

2) полегшення доступу до ринку капіталів – чим вищою є якість корпоративного управління, тим більшою є ймовірність того, що активи підприємства використовуються в інтересах власників та інвесторів, а не розкрадаються менеджерами. Це слугує позитивним сигналом для здійснення інвестицій у підприємство та активізує його інвестиційну діяльність;

3) упровадження систем корпоративного управління забезпечує підвищення якості управління компанією, даючи змогу менеджерам і правлінню розробляти виважену стратегію інвестиційного розвитку, гарантуючи, що злиття та поглинання здійснюються виключно з міркувань ділової необхідності та забезпечують прив'язку грошової винагороди менеджерів до результатів діяльності компанії [12, с. 5]. Упровадження такої практики допомагає компаніям залучати інвестиції на вигідних умовах та покращує загальні результати діяльності;

4) зростання вартості нематеріальних активів – підвищення ділової репутації підприємства, його іміджу, розширення кола ділових партнерів, встановлення довірчих відносин між контрагентами.

Результати емпіричних досліджень демонструють, що трансформація таких внутрішніх параметрів, як структура власності та капіталу, система і розмір винагороди, розкриття інформації щодо діяльності компанії та її інвестиційних рішень, оптимізація організаційно-правової форми господарювання, сприяє збільшенню інвестицій у створення матеріальних активів і підвищує ефективність діяльності підприємства.

Висновки

Таким чином, підсумовуючи вищевикладене, доходимо висновків, що такі компоненти фінансової архітектури корпоративних підприємств, як структура власності, структура капіталу, організаційно-правова форма та система корпоративного управління визначають особливості організації інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання в контексті формування ресурсної бази фінансового забезпечення підприємства. Визначені взаємозв'язки між окремими компонентами корпоративної фінансової архітектури та умовами організації інвестиційного процесу формують підґрунтя для моделювання інвестиційної поведінки вітчизняних підприємств з метою визначення детермінантів їх інвестиційної активності та сталого економічного зростання.

Література

1. Активізація інвестиційного процесу в Україні : колективна монографія / [Т. В. Майорова, М. І. Діба, С. В. Онишко та ін.] ; за наук. ред. М. І. Діби, Т. В. Майорової. – К. : КНЕУ, 2012. – 472 с.

2. Myers S. Financial Architecture / S. Myers // European Financial Management. – 1999. – Vol. 5. – P. 133-141.
3. Господарський кодекс України. – К. : Атіка, 2003. – 420 с.
4. Berle A. The Modern Corporation and Private Property / A. Berle, G. Means. – New York : Macmillan, 1932.
5. Williamson O. The Economics of Discretionary Behavior : Managerial Objectives in a Theory of the Firm / O. Williamson. – Englewood Cliffs. – N.J. : Prentice Hall Press, 1964. – 39 p.
6. Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации / А. В. Либман // Вестник С.-ПбГУ. – Сер. 8. – 2005. – Вып. 1 (№8). – С. 123-140.
7. Morck R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis / R. Morck, A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol.20. – P. 293-315.
8. Дзарасов Р. С. Крупный бизнес и накопление капитала в современной России / Р. С. Дзарасов, Д. В. Новоженев. – М. : Едиториал УРСС, 2005. – 512 с.
9. Потенціал національної промисловості : цілі та механізми ефективного розвитку / [Ю. В. Кіндзерський, М. М. Якубовський, І. О. Галиця та ін.] ; за ред. Ю. В. Кіндзерського ; НАН України ; Ін-т екон. і прогнозув. – К. : 2009. – 928 с.
10. Jensen M. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M. Jensen, W. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – № 3(Issue 4, October). – P. 305-360.
11. Принципы корпоративного управления ОЕСР / OECD Publications, 1999. – 37 с.
12. Формирование системы корпоративного управления в развивающихся, зарождающихся и переходных экономиках / Справочное пособие CIPE США. – 2002. – 52 с.

УДК 339.7

В. А. Мельник
*кандидат економічних наук,
Університет економіки та права «КРОК»*

Особенности діяльності міжнародних фінансових інституцій на українському ринку

У статті досліджено специфіку, форми та результати залучення коштів різними фінансовими інституціями на українському та міжнародному фінансових ринках.

Ключові слова: фінансові інституції, міжнародні фінансові організації міжнародні запозичення, зовнішній борг.

В. А. Мельник
*кандидат економічних наук,
Університет економіки і права «КРОК»*

Особенности функционирования международных финансовых институций на украинском рынке

В статье исследованы специфика, формы и результаты привлечения средств различными финансовыми институциями на украинском и международном финансовых рынках.

Ключевые слова: финансовые институции, международные финансовые организации, международные займы, внешний долг.