

УДК 658.14

Микола СТЕЦЬКО

ПРАГМАТИКА ТЕОРЕТИЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ У СФЕРІ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ

Проаналізовано вектори впливу сучасних концепцій у сфері корпоративних фінансів на рівень виконання їх традиційних і новітніх функцій. Визначено критерії оцінювання прикладного значення теоретичних розробок і рівня їхнього внеску у генерування доданої вартості окремими компаніями та корпоративним сектором загалом. Запропоновано розглядати наукові розробки як продукт, що має споживчу цінність. Обґрунтовано, що внесок відповідних теорій у генерування доданої вартості можна оцінити на основі порівняння гіпотетичних наслідків прийняття рішень щодо використання методів і технологій, що розроблені на їх основі та без них.

Ключові слова: корпоративні фінанси, функції корпоративних фінансів, додана вартість, капітал, структура капіталу, фінансові рішення, біхевіористичні фінанси.

Николай Стецко

Прагматика теоретических исследований в области корпоративных финансов

Проанализированы векторы влияния современных концепций в области корпоративных финансов на уровень выполнения их традиционных и новейших функций. Определены критерии прикладного значения теоретических разработок и уровень их вклада в генерирование отдельными компаниями и корпоративным сектором добавленной стоимости. Предложено рассматривать научные разработки как продукт, имеющий потребительскую ценность. Обосновано, что вклад соответствующих теорий в генерирование добавленной стоимости можно оценить на основе сравнения гипотетических последствий принятия решений по использованию методов и технологий, разработанных на их основе и без них.

Ключевые слова: корпоративные финансы, функции корпоративных финансов, добавленная стоимость, капитал, структура капитала, финансовые решения, бихевиористские финансы.

Mykola STETSKO

Pragmatics of Theoretical Research in Corporate Finance

Introduction. *The practical value of scientific research related to the substantiation of definition and functions of finance is insignificant because of minimal ability to transform relevant achievements in added value, which generate business entities. On the contrary, the meaning of highly-specialized applied research of methods and technologies of decision making in corporate finance is relatively high.*

Purpose. *The aim of the study is to assess the ability of key theoretical concepts in corporate finance to generate added value and ascertain their impact on the decision on financial support and investment of corporate enterprises.*

Results. *It was analyzed how the most famous theoretical achievements affect the level of performance of traditional (formation of financial resources, their distribution, control over the efficient formation and allocation of resources) and new functions (transformation, influence on the behavior of the participants of financial relations, value-forming function and information transmission). Considering the importance of the category "net worth", it was proved that value of any theoretical concept is defined by its contribution to the development of technologies to optimize decisions on the development and usage of net worth.*

Conclusion. *The criterion of the applied theoretical achievements is the level of its contribution to the generation of individual companies and the corporate sector as a whole added value. It is necessary to consider scientific achievements as those having customer value. It was proved that the contribution of relevant theories in generating the added value can be estimated on the basis of comparison of hypothetical consequences of the decision making for the use of methods and technologies developed on their basis and without them. The most adequate financial and investment solutions can be available using the methods and technologies resulting from the synthesis of elements of different theoretical directions: classical, neoclassical, institutional and behavioral.*

Keywords: *corporate finance, corporate finance functions, added value, capital, capital structure, financial solutions, behavioral finance.*

JEL Classification: C300.

Постановка проблеми. Загострення конкуренції, тиск інновацій, зростання продуктивності виробництва, швидкість передачі інформації та технологій, динаміка зовнішнього середовища та ризику є тими чинниками, які вимагають впровадження в усі сфери економічної діяльності елементів нової економіки – економіки знань. Знання та наукові розробки, які інтегровані у процеси прийняття фінансово-економічних рішень, стають вирішальним стратегічним фактором успішності діяльності підприємств. На відміну від традиційної ("старої") економіки, за нової економічної реальності основні акценти ставляться на інформаційно-інноваційній моделі розвитку, що передбачає широке впровадження у фінансово-господарську діяльність новітніх наукових досягнень [1, 26]. Наукове обґрунтування

фінансових рішень належить до пріоритетів економіки знань. Адже без належного фінансування, раціоналізації інвестиційних вкладень будь-які інноваційні починання у сфері виробництва приречені на невдачу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичним основам у сфері корпоративних фінансів у ринковій системі господарювання присвячені наукові праці відомих зарубіжних учених, зокрема: Р. Брейлі, В. Бройєра, Р. Вестерфілда, С. Гросмана, Е. Гутерберга, Б. Джордана, Д. Канемана, Р. Коуза, С. Майєрса, М. Міллера, Ф. Модільяні, С. Росса, В. Сміта, М. Спенса, Й. Стігліца, В. Шарпа, Ю. Фама Р. Шіллера, О. Шмаленбаха.

Різноманітні аспекти сучасних концепцій корпоративних фінансів знайшли відображення у працях вітчизняних учених:

І. Васильчука, І. Зятковського, А. Кривоного, Н. Рязанової, В. Суторміної, О. Терещенка, В. Федосова та інших.

Відаючи належне науковим розробкам зазначених учених, необхідно відмітити, що дослідження низки теоретичних і практичних питань у сфері корпоративних фінансів не є вичерпним і потребує подальшого вивчення в умовах глобалізації.

Метою статті є оцінка здатності ключових теоретичних концепцій у сфері корпоративних фінансів генерувати додану вартість та з'ясування їх впливу на рішення щодо фінансового забезпечення та інвестування корпоративних підприємств.

Виклад основного матеріалу дослідження. За своїм змістом теоретичні напрацювання у сфері корпоративних фінансів умовно можна поділити на два напрямки. Перший стосується визначення сутності корпоративних фінансів, їхніх функцій та завдань. Другий – зводиться до теоретичного забезпечення рішень щодо фінансування та інвестування. Йдеться про теоретичне обґрунтування методів і технологій управління корпоративними фінансами. Вивчення науково-практичних джерел за відповідною проблематикою дає підстави стверджувати, що перший напрямок є більш характерним для пострадянської школи фінансів. Відмінною рисою західної фінансової думки є те, що у науково-практичних джерелах ми майже не зустрінемо дискусій навколо питання сутності та функцій корпоративних фінансів. Акценти фокусуються переважно на пріоритетах корпоративних фінансів і на інструментах їхньої реалізації [2, 82–83]. З прикладної точки зору, цінність теоретичних напрацювань полягає у їхній здатності бути трансформованими у частину доданої вартості, яка генерується окремими підприємствами чи корпоративним сектором у цілому. Механізм такої трансформації є досить складним і не завжди піддається оцінкам.

У загальному вигляді прикладні теоретичні розробки повинні сприяти удосконаленню фінансових рішень і, як наслідок, збільшувати доходи і грошові потоки підприємств, знижувати витрати та грошові видатки, оптимізувати співвідношення “ризик-доходність”.

Таким чином, продукти наукової думки впливають на змінні функції максимізації вартості та сприяють генеруванню доданої вартості. Загалом же “специфічне суспільне призначення корпоративних фінансів полягає в тому, що в процесі фінансових відносин створюються умови для руху капіталу й тим самим уможливується зростання вартості активів корпорації” [3, 13]. Відтак, корпоративні фінанси сприяють задоволенню фінансово-економічних інтересів стейкхолдерів та шейхолдерів окремих компаній.

Зрозуміло, що практична цінність наукових розробок, пов'язаних із обґрунтуванням дефініції та функцій фінансів, є незначною через мінімальну здатність відповідних напрацювань до трансформації у додану вартість, яку генерують суб'єкти господарювання. На противагу цьому, прикладне значення вузькопрофільних досліджень методів і технологій прийняття рішень у сфері корпоративних фінансів є досить високим. Цінність теоретичних напрацювань полягає у можливості розроблення на їхній основі інноваційних методик, схем і технологій управління фінансами. Водночас, в Україні тривалий час спостерігається ситуація, коли теоретичні дослідження у фінансовій сфері мають квазінауковий характер, відірвані від практики та не сприяють генеруванню доданої вартості.

Для дослідження кореляційних паралелей між результатами наукових досліджень у відповідній царині та фінансовими рішеннями, насамперед, з'ясуємо зміст дефініції “корпоративні фінанси” та систематизуємо їхні функції. Серед праць, де розглядаються фінанси мікроекономічного рівня, варто ви-

окремити дослідження одного з фундаторів фінансової наукової школи України – професора В. Суторміної. Вважаючи фінанси корпорацій економічною категорією, вона характеризує їх як юридично оформлені грошові відносини між корпорацією та іншими агентами ринку з приводу формування капіталу корпорації та його розподілу з метою поліпшення добробуту акціонерів. Такі відносини формуються в характерних для ринкової економіки умовах невизначеності й ризику [4, 12–26]. Не вдаючись у дискусії щодо дефініції фінансів підприємств (корпоративних фінансів), звернімося до напрацювань І. Васильчука, який у своїй монографії інтерпретує “фінанси суб'єктів господарювання (корпоративні фінанси)” у широкому і вузькому розумінні [5, 189]. Трактують корпоративних фінансів у широкому та вузькому розумінні пояснюється неоднозначною інтерпретацією термінів “корпорація” та “корпоративний сектор”. У вузькому розумінні терміном “корпорація” прийнято характеризувати крупні транснаціональні корпорації, організовані у формі акціонерних товариств. Вважаємо, що такий підхід є досить поверхневим, який враховує досить обмежене коло характеристик корпоративної форми організації бізнесу. Більш адекватним є підхід, за яким корпоративні фінанси характеризують фінансові відносини на рівні корпоративних підприємств, до яких, окрім акціонерних товариств, належать й інші “капітальні товариства”, зокрема, з обмеженою відповідальністю, командитні та низка інших організаційно-правових форм. Відповідно до трактувань С. Росса (Stephen Ross), Р. Вестерфілда (Randolph Westerfield) та Б. Джордана (Bradford Jordan) до корпоративних підприємств відносять акціонерні товариства (англ. “joint stock companies”), публічні товариства з обмеженою відповідальністю (англ. “public limited companies (PLC)”) чи товариства з обмеженою відпо-

відальністю (англ. “limited liability companies (LLC)”) [6, 6–7].

І. Васильчук стверджує, що корпоративні фінанси у широкому розумінні – це сукупність специфічних економічних відносин, які виникають у процесі діяльності економічних агентів і пов'язані з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів. У вузькому розумінні, поняття “фінанси” трактують як формування фінансових ресурсів, що передбачає відносини у зв'язці “постачальник-реципієнт”, тобто відносини взаємодії суб'єктів на фінансовому ринку (включають аспект інвестування та аспект фінансування) [5, 189]. На наш погляд, зазначене визначення втілює в собі стандартний набір думок вітчизняних науковців щодо сутності фінансів мікроекономічного рівня та досить повно характеризує економічну природу відповідної категорії. На думку А. Крисоватого, В. Федосова та Н. Рязанової, корпоративні фінанси належать до економічних (фінансових) категорій, виражають певні грошові відносини та мають об'єктивний характер. Вони є теоретичною абстракцією, що лише узагальнено відображає характерні риси фінансових відносин, які формують сферу їхнього функціонування. Їм притаманне власне, особливе місце в ієрархії фінансових категорій (серед яких – фінанси, державні доходи й видатки, бюджет, податок, фінанси домогосподарств, фінансовий ринок, міжнародні фінанси), специфічне суспільне призначення, ознаки, форми прояву, функції та роль [3, 12]. Узагальнюючи наведені думки, вважаємо, що корпоративні фінанси як економічна категорія характеризують фінансові відносини з приводу формування та використання капіталу корпоративних підприємств.

Сучасна теорія корпоративних фінансів виокремлює низку їхніх засадничих функцій. У цьому випадку має місце обґрунтування функцій корпоративних фінан-

сів як субкатегорії фінансів, так і окремо функцій їхніх основоположних сегментів: фінансування та інвестування. За визначенням провідних західних дослідників фінансів мікроекономічного рівня Ф. Аллена (Franklin Allen), Р. Брейлі (Richard Brealey) та С. Майерса (Stewart Myers), призначення корпоративних фінансів полягає у вирішенні двох основних фінансових питань, з якими зіштовхується фінансовий менеджер корпорації: 1) які інвестиції має здійснити фірма?; 2) як оплатити ці інвестиції? Перше питання передбачає ухвалення правильних інвестиційних рішень, друге – прийняття рішень щодо вибору джерел їхнього фінансування [7]. Щоправда, фінансування й інвестування можна розглядати як “дві сторони однієї медалі”: інвестування полягає в раціональному використанні капіталу шляхом його вкладення в об'єкти необоротних та оборотних активів, а фінансування спрямоване на мобілізацію відповідного капіталу. Одна й та ж сума ресурсів для капіталодавців вважатиметься інвестиціями, а для підприємства – об'єкта інвестування – сумою залучених ресурсів у результаті фінансування. Відтак, значна частина теоретичних напрацювань у сфері інвестування використовується для обґрунтування рішень щодо фінансування і навпаки.

Узагальнюючи результати численних наукових досліджень, В. Зимовець та О. Терещенко виокремлюють традиційні та новітні функції корпоративних фінансів. До традиційних відносяться функції формування фінансових ресурсів, їхнього розподілу, контролю за ефективним формуванням і розподілом таких ресурсів, а до новітніх – функції трансформації, впливу на поведінку учасників фінансових відносин, вартісноформуюча та передачі (трансферу) інформації [2, 80–81]. Вважаємо, що на сучасному етапі зазначений перелік функцій досить вичерпно характеризує усі аспекти

функціонування корпоративних фінансів. Водночас, із розвитком економічних відносин, технологій, методів та інструментів реалізації фінансових рішень, можуть виникати нові функції або ж отримувати оновлену інтерпретацію раніше обґрунтовані. У рамках нашого дослідження спробуємо з'ясувати, яким чином та чи інша теоретична концепція сприяє виконанню окремих функцій корпоративних фінансів, вносячи тим самим вклад у генерування доданої вартості суб'єктами господарювання.

Не викликає сумніву та обставина, що ключовою для фінансів підприємств залишається функція мобілізації (формування) капіталу. Як ресурс корпоративних фінансів капітал обмежений у просторі та часі, а тому важливо розглядати фінансові взаємовідносини корпорації саме крізь призму часової й просторової обмеженості капіталу. Надлишок чи дефіцит капіталу в того чи іншого суб'єкта господарювання спонукає його до пошуку або можливостей вигідно його інвестувати, або додаткових джерел капіталу [3, 17]. Принципове питання, яке потрібно вирішити фінансовому менеджменту підприємств у контексті реалізації зазначеної функції є прийняття рішення щодо залучення власного чи позикового капіталу з огляду на необхідність утримання на прийнятному рівні фінансових ризиків (ризиків структури капіталу). З іншого боку, потенційні капіталодавці мають вирішити дилему: в які активи доцільно вкладати наявний капітал для забезпечення оптимального співвідношення “ризик-доходність”. Варто прийняти рішення щодо підприємства (активу) – об'єкта вкладень, а також щодо характеру відносин, які забезпечили б виконання цільової функції капіталодавців: відносини власності чи боргові.

Можна констатувати, що основоположною категорією корпоративних фінансів є капітал підприємства, оскільки саме у процесі

формування та ефективного використання капіталу проявляється переважна більшість функцій та фінансових відносин підприємств. Водночас, сама категорія “капітал” є неоднозначною. Це пов'язано з тим, що капітал загалом і капітал підприємств мають різні форми прояву. За версією К. Маркса, першою формою прояву капіталу є гроші (грошовий капітал). Відповідно до загальної формули руху капіталу, гроші формують початковий та кінцевий пункт процесу зростання вартості ($G - T - G'$). Таким чином, не перетворюючись у товарну форму, гроші не можуть стати капіталом, а головною умовою їхнього перетворення у капітал є можливість для власників грошей знайти на ринку такий товар, який здатен створювати нову, більшу вартість. На думку К. Маркса, єдиним таким товаром є робоча сила. Капітал, який витрачається на придбання робочої сили, – це змінний капітал, а той, який спрямовується на засоби виробництва, – вважається постійним [8, 157–190]. Відповідно до марксистської теорії капіталу, у процесі виробництва створюється вартість, величина якої залежить від величини затраченого робочого часу найманих працівників. Останні отримують у вигляді заробітної плати лише частину створеної ними вартості, а решта – у вигляді доданої вартості присвоюється капіталістом.

З науково-практичної точки зору слід розрізняти капітал у макроекономічному розумінні (економіка народного господарства) та капітал на мікрорівні (економіка підприємств). У першому випадку до нього відносяться усі засоби виробництва (устаткування, машини тощо), які можуть бути задіяні у виробництві товарів і послуг, тобто капітал є одним із трьох факторів виробництва, поряд із працею та землею. У цьому випадку йдеться про так званий реальний капітал. Однак, як зазначалося вище, він проявляється не лише у речовій (товарній)

формі, а й у грошовій. Грошовий капітал охоплює фінансові засоби, які можуть бути використані для оновлення чи розширення факторів виробництва. Поряд із реальним і грошовим капіталом, для забезпечення генерування вартості необхідним є також людський капітал (Human capital). Водночас, для формування якісного персоналу необхідно здійснювати грошові вкладення, зокрема на його навчання, підвищення кваліфікації та виплати зарплати відповідно до рівня кваліфікації працівників.

У наукових джерелах переважає класичне трактування капіталу підприємств, однак досить поширеною є також його “монетарна” інтерпретація. Так, засновник німецької школи економіки підприємств О. Шмаленбах (Eugen Schmalenbach) під словосполученням “капітал підприємства” розуміє абстрактну суму вартості балансу [9, 37]. У цьому полягає класична інтерпретація капіталу у широкому розумінні. Активна сторона балансу показує напрямки використання залученого капіталу, а пасивна – джерела його мобілізації. У більш вузькій інтерпретації за класичним підходом під словом “капітал” розуміють суму пасивів, тобто зобов'язання підприємства перед власниками та кредиторами, і, відповідно, він класифікується як власний та позичений капітал. Сучасний монетарний підхід до трактування капіталу ідентифікує це поняття із сумою грошових коштів, що вкладені у підприємство. На наш погляд, класичний підхід (у вузькій інтерпретації) більш повно характеризує поняття “капітал підприємства”. У подальшому викладенні буде використовуватися саме класичне тлумачення капіталу у вузькому розумінні, тобто під словом “капітал” розумітимемо пасиви підприємства. Відтак, пропонуване дослідження фокусується на питанні, яким є внесок тієї чи іншої теоретичної концепції в оптимізацію рішень щодо формування та використання капіталу під-

приємств, а критерієм такої оптимізації виступає максимізація доданої вартості, тобто зростання вартості капіталу.

Визначальне місце у теоретичному обґрунтуванні прийняття рішень з фінансового забезпечення підприємств займає неокласична теорія ринку капіталів, а також неокласична концепція "іррелевантності фінансування", яка обґрунтована лауреатами Нобелівської премії з економіки, американськими економістами Ф. Модільяні (Franco Modigliani) та М. Міллером (Merton Miller). Теорія ринку капіталів, у свою чергу, ґрунтується на концепції очікуваної корисності за принципом Бернуллі, який описується таким чином: "індивіди, приймаючи рішення, прагнуть максимізувати власну вигоду; приріст корисності відповідає приросту прибутку на вкладені кошти". Дж. Нойман (John Neumann) та О. Моргенштерн (Oskar Morgenstern) довели, що принцип максимізації корисності є критерієм раціональності рішень, що приймаються [10]. Зазначена теорія передбачає, що носії рішень мають здійснювати холістичний (цілісний) аналіз наявних проблем. Ще одним постулатом теорії ринку капіталів є так званий принцип "homo economicus", який полягає у припущенні, що індивіди, приймаючи раціональні рішення, спрямовані на максимізацію вигоди, володіють релевантною для прийняття рішень інформацією щодо зовнішніх чинників і нескінченно швидко реагують на зміни, що впливають на очікувану корисність. Однак, враховуючи ту обставину, що більшість індивідів не є високопрофесійними економістами, на практиці має місце так звана обмежена раціональність. Окреслені тези характеризують найбільш суттєві припущення, на яких ґрунтується неокласична теорія.

Концепція іррелевантності фінансування характеризує причинно-наслідкові зв'язки між ринковою вартістю акцій підпри-

ємства, структурою та ціною залучення капіталу. Міллер та Модільяні довели, що за умови досконалого ринку капіталів ціна акцій підприємства визначається лише його потенційною прибутковістю і не залежить від структури джерел фінансування. Таким чином, ставка витрат на капітал підприємства не залежить від структури джерел його фінансування, оскільки капіталодавці можуть оптимізувати ризики шляхом диверсифікації вкладень у акції та облігації одного й того ж емітента (об'єкта фінансування) [11, 261–297]. На противагу класичним постулатам, Міллер та Модільяні довели, що оптимальної структури капіталу не існує, або ж будь-яка структура є оптимальною. Незважаючи на те, що теорема Міллера-Модільяні справджується лише за дії низки рестриктивних припущень, вона залишається основою для розробки численних практично-орієнтованих методів і моделей оцінювання фінансових ризиків, розрахунку ринкових цін фінансових інструментів, обчислення потенційної ціни залучення капіталу з різних джерел. Відтак, концепцію Міллера та Модільяні можна вважати теоретичним фундаментом для методичного забезпечення рішень щодо фінансування корпоративних підприємств. Поряд з цим, якісні фінансові рішення неможливі без урахування висновків В. Шарпа (William Sharpe) та М. Міллера, що знайшли своє відображення у моделі оцінки капітальних активів (CAPM). Прагматика моделі полягає в тому, що її можна використовувати як для оцінки доцільності інвестицій у ті чи інші активи, так і для розрахунку ставки доходності на капітал, яку очікують власники з огляду на рівень ризику вкладень і ставки доходності за альтернативними вкладеннями. Цінність окреслених неокласичних концепцій полягає в тому, що з їх допомогою можна суттєво підвищити точність оцінок вартості активів, витрат на капітал, інвести-

ційних і фінансових ризиків. Відтак, внесок відповідних теорій у генерування доданої вартості можна оцінити на основі порівняння гіпотетичних наслідків прийняття рішень щодо використання методів і технологій, що розроблені на їх основі та без них.

Поряд зі стандартними функціями корпоративних фінансів класик німецької економічної науки Е. Гутерберг (Erich Gutenberg) наголошує на непересічному значенні функції трансформації [12]. Йдеться про те, що вхідні грошові потоки підприємств формуються за рахунок різних фінансових інструментів, які диференціюються залежно від рівня ризиків, обсягів і строковості. Метою такої диференціації є максимальне врахування преференцій потенційних капіталодавців з тим, щоб забезпечити залучення необхідного обсягу фінансових ресурсів за мінімальною ціною. Таким чином, корпоративні фінанси забезпечують трансформацію преференцій різних груп капіталодавців у параметри, за якими залучається (надається) капітал. До таких параметрів належать: ціна капіталу, строковість його надання, величина кредитного забезпечення, обсяги тощо. Для практичної реалізації зазначеної функції фінансовий менеджмент підприємств використовує низку методів та інструментів, що ґрунтуються на результатах прикладних досліджень. Йдеться про покриття потреби в капіталі за рахунок використання широкого спектра інструментів, що характеризуються різним рівнем ризику, доходності, відповідальності тощо. Метою використання альтернативних інструментів фінансування (корпоративні права, боргові та гібридні інструменти) є максимально повне врахування преференцій різних груп капіталодавців і створення умов для їх готовності вкладати кошти у підприємство. Для оцінки внеску теоретичних концепцій у забезпечення функції трансформації варто

враховувати висновки Й. Стігліца (Joseph Stiglitz), С. Гросмана (Sanford Grossman) та В. Бройера (Wolfgang Breuer), що максимізація обсягів залученого капіталу у цьому випадку відповідатиме максимізації вартості компанії [13, 222–226, 14, 389–402]. Оскільки найважливішим чинником, що впливає на прийняття фінансових рішень, є фактор ризику, непересічну роль у теоретичному забезпеченні виконання функції трансформації відіграє параметр неприйняття ризику (risk aversion). Як міру неприйняття ризику К. Ерроу (Kenneth Arrow) та Дж. Пратт (John Pratt) запропонували використовувати відношення другої похідної функції корисності $U(x)$ до першої, що береться з від'ємним знаком – $U''(x)/U'(x)$. Ця міра характеризує ключову властивість очікуваної корисності – преференцій, які виражені лінійною чи експоненціальною функцією та не залежать від зміни рівня добробуту індивіда [15, 122–136]. Висновки Ерроу та Пратта варто враховувати при формуванні емісійної політики підприємств, зокрема при обґрунтуванні параметрів фінансових інструментів, з допомогою яких планується залучати капітал. Відповідно, внесок концепцій у створення доданої вартості можна оцінити на основі порівняння витрат на залучення капіталу з використанням висновків Ерроу-Пратта та без них.

Для розуміння функціонального апарату корпоративних фінансів слід враховувати, що чисті грошові потоки, які генеруються підприємством за результатами господарської діяльності, спрямовуються не лише капіталодавцям, але й на користь задоволення інших груп інтересів, зокрема, інтересів держави у вигляді надходження податків. На відміну від капіталодавців, які отримують винагороду за вкладений у підприємство капітал, держава безпосередньо не надає прямих зустрічних послуг. У цьому зв'язку, менеджмент підприємств,

як раціональний агент, має обирати форми фінансування, що мінімізують платежі на користь "некапіталодавців". Податковим законодавством більшості економічно розвинених країн передбачено, що у разі реінвестування (капіталізації) прибутку податкове навантаження на підприємства зменшується. У зазначеному випадку виокремлюють таку функцію корпоративних фінансів, як капіталізація фінансових ресурсів. З цією функцією корелює так звана вартісноформуюча функція. А. Крисоватий, В. Федосов, Н. Рязанова доводять, що виходячи з нового бачення взаємозв'язку корпоративних фінансів із рухом капіталу, особливостей розвитку сучасного інформаційного суспільства й атрибутивної концепції інформації, корпоративним фінансам об'єктивно притаманні вартісноформуюча та інформаційна функції [3, 14]. Для реалізації цих функцій важливим є питання практичної імплементації результатів концептуальних досліджень вартісно-орієнтованого управління Т. Коупленда, Дж. Мурріна та Т. Коллера, відповідно до яких вартісно-орієнтований підхід до управління компанією та ведення бізнесу передбачає вибір пріоритетів за критерієм створення вартості: переорієнтація систем планування, оцінка результатів діяльності та матеріального заохочення на вартісно-орієнтовані показники, спілкування з інвесторами на мові вартості [16]. У цьому контексті А. Рапппорт (Alfred Rappaport) наголошує, що менеджмент підприємства має адекватно реагувати на сигнали, які йому посилає ринок капіталів, а не дебатувати про невідповідність ринкових цін результатам діяльності компанії [17, 120].

У сімдесятих роках минулого сторіччя загострилася проблема нерівномірного інформаційного забезпечення менеджменту підприємств і капіталодавців. Керівництво підприємств, використовуючи власні дже-

рела інформації, завжди більш оптимістично оцінює потенційні результати діяльності підприємств і поширює відповідну інформацію на ринку капіталів. Розуміючи це, учасники ринку завжди ставлять під сумнів достовірність прогнозів менеджменту.

Для прийняття фінансових рішень інвестори використовують власні джерела інформації. З їхньої точки зору, привабливість того чи іншого фінансового інструмента кореспондує з потенціалом його прибутковості та ризику. Відтак, за результатами аналізу форм та інструментів фінансування, що застосовуються на підприємстві, можна зробити висновки щодо рівня його потенційної прибутковості та ризиковості. Таким чином, параметри фінансування (форма, ціна, строки) посиляють достовірні сигнали щодо потенціалу прибутковості та ризиковості підприємства. У зв'язку з цим, один із основоположників сучасних корпоративних фінансів С. Росс робить висновок, що корпоративним фінансам притаманна функція інформаційного забезпечення [18, 23–40]. Як зазначає О. Терещенко, з теоретичної точки зору, проблематика прийняття фінансових рішень зумовлена двома основними обставинами: асиметричним розподілом інформації та конфліктом цілей, що пояснюється суб'єктивними перевагами учасників фінансових відносин та особливостями договорів між ними [19]. Ще одним сегментом теоретичного забезпечення фінансових рішень, на який доцільно звернути особливу увагу, є концепція принципал-агент відносин та теорія інформаційної асиметрії. Теорія принципал-агент описує відносини між різними групами інтересів, які, з одного боку, пов'язані (чи репрезентують) з керівництвом підприємства, а з іншого – з інвесторами, які надають капітал підприємству та здійснюють контроль за ефективністю його використання. Перші позначаються як "агенти", другі – як "прин-

ципали". Агенти мають діяти в інтересах принципала, оскільки уповноважені ним раціонально використовувати надані ресурси. Дослідження широкого спектра проблематики принципал-агент відносин здійснюється у рамках інституційного напрямку фінансової науки.

На думку В. Корнєєва, поширені на сьогодні постулати неокласики і монетаризму в різних формах забезпечують необмежені можливості здійснення фінансових спекуляцій. Основою розробки заходів, спрямованих на протидію фінансовим спекуляціям, може слугувати теорія інституціоналізму з обумовленими рестрикційними нормами і стандартами економічної поведінки [20, 42]. Представники інституційного напрямку економічної науки роблять численні спроби обґрунтувати рецепти рішень в умовах нерівномірного доступу економічних агентів до інформації та за різнонаправлених інтересів. Цим питанням присвячені праці К. Ерроу, Дж. Акерлофа (George Akerlof), М. Спенса (Michael Spence) та Й. Стігліца. Йдеться про те, яким чином оптимізувати умови кредитних договорів, порядок емісії корпоративних прав чи боргових цінних паперів, зменшити зловживання на ринку капіталів з боку окремих агентів. На думку В. Меклінга (William Meckling) та М. Дженсена (Michael Jensen), із функцією інформаційного забезпечення тісно пов'язана функція впливу на поведінку учасників фінансових відносин [21, 305–360]. Виявляється, що той чи інший спосіб фінансування підприємств не лише сигналізує про потенційні показники результативності, а й містить стимули щодо тієї чи іншої поведінки менеджменту (прийняття тих чи інших рішень). У разі обмежених можливостей контролю за діяльністю менеджменту з боку капіталодавців, варто обирати форми фінансування, які орієнтують менеджмент на максимізацію доданої вартості. У цьому контексті слід також згадати праці В. Вікрі (William

Vickrey) та Д. Мирліса (James Mirrlees), які присвячені дослідженню мотивації економічних агентів для зменшення їхніх прагнень до опортуністичної поведінки в умовах інформаційної асиметрії. Відповідно до висновків Р. Коуза (Ronald Coase) раціональні фінансові рішення у сфері корпоративних фінансів неможливі без урахування впливу трансакційних витрат. На думку І. Васильчука, у контексті теоретичного забезпечення фінансування корпорацій найбільш значимими є такі теорії: трансакційних витрат, інститутів та інституційних змін, прав власності, оптимального контракту та принципал-агент відносин [5]. Не применшуючи значення окреслених теоретичних концепцій, зазначимо, що класичний, неокласичний та інституційний напрямки економічної теорії вносять свої раціональні зерна у розвиток загальної теорії корпоративних фінансів і сприяють виконанню їхніх функцій. Відтак, вони є теоретичним підґрунтям для розробки інноваційних технологій раціоналізації фінансових рішень і тим самим вносять посильний вклад у генерування доданої вартості.

За детального розгляду окремі із наведених вище функцій корпоративних фінансів є неоднозначними. Зокрема, у контексті висновків Міллера та Модільяні щодо іррелевантності джерел фінансування підприємств можна поставити під сумнів функцію трансформації. За умови досконалого ринку капіталів відпадає потреба у виконанні цієї функції, оскільки відповідні завдання (регулювання джерел залучення залежно від ризиків, структури та обсягів) виконує ринок капіталів. При виконанні цієї умови непотрібною стає також функція інформаційного забезпечення, бо усі учасники ринку мають однаковий доступ до інформації. Водночас, із прагматичної точки зору, зазначене припущення далеке від реальності. Саме тому згадані функції мають прояв на практиці.

Традиційна парадигма корпоративних фінансів ґрунтується на тому, що індивіди (носії фінансових рішень) діють раціонально, а причинно-наслідкові зв'язки формуються апіорі (без емпіричного доведення). Це означає, що, по-перше, вони правильно (на власну користь, відповідно до правила Байєса) використовують отриману інформацію, а, по-друге, приймають нормативно вірні, тобто внутрішньо несуперечливі рішення відповідно до теорії очікуваної корисності. У цьому контексті слухними є результати емпіричних досліджень лауреатів Нобелівської премії з економіки 2011 р. Т. Сарджента (Thomas Sargent) і К. Сімса (Christopher Sims), а також К. Грейнджера (Clive Granger) (Нобелівська премія за 2003 р.). У працях Сімса та Грейнджера розроблена інноваційна техніка з'ясування каузальності Гренджера-Сімса. На основі обґрунтування методів аналізу економічних часових рядів із загальними трендами, методів емпіричного тестування причинно-наслідкових зв'язків між економічними рішеннями та економічними процесами, зазначені вище вчені здійснили революційний наступ на традиційні постулати економічної теорії, які ґрунтувалися на концепції апіорної констатації причинно-наслідкових зв'язків. Щоправда, Т. Сарджент і К. Сімс свої дослідження проводили на макроекономічному рівні, зокрема, пропонувані ними методи були апробовані для з'ясування зв'язків між економічною політикою та такими змінними як інфляція, зайнятість і величина ВВП. Однак описана у їхніх працях техніка моделювання може бути використана і для з'ясування впливу макроекономічної політики на процеси, що мають місце у корпоративному секторі економіки, і навпаки. Йдеться про практичне тестування наслідків економічних рішень.

Окремі дефіцити в теоретичному обґрунтуванні реалізації функцій корпора-

тивних фінансів можна пояснити у рамках біхевіористичного підходу. Концепція біхевіористичних фінансів ставить під сумнів два ключових припущення класичної теорії ринку капіталів та ефективного ринку (Ю. Фама): щодо раціональності поведінки інвесторів та щодо необмежених можливостей арбітражних операцій.¹ Відповідно до цієї парадигми не всі індивіди діють раціонально. Вони можуть приймати нормативно неприйнятні рішення, що суперечить правилу Байєса та теорії раціональних очікувань [22, 35–47]. У результаті прийняття квазіраціональних рішень окремими інвесторами порушується рівновага у ціноутворенні на ринку, що зумовлює прояви неефективності. Зазначені прояви неможливо нейтралізувати, вдаючись до арбітражних операцій (концепція лімітованого арбітражу). Саме цим пояснюється суттєва волатильність ринкової вартості багатьох активів і значні відхилення ринкової вартості від фундаментальної, що може мати місце протягом досить тривалого часу. Таким чином, відповідно до постулатів біхевіористичних фінансів на ринку переважають нераціональні інвестиційні рішення, а арбітражні можливості раціонально діючих інвесторів є обмеженими.

Теоретичним фундаментом цього напрямку теорії корпоративних фінансів є концептуальні висновки Д. Канемана (Daniel Kahneman), В. Сміта (Vernon Smith) та Р. Шіллера (Robert Shiller), згідно з якими недоліки неокласичної теорії корпоративних фінансів зумовлені тим, що вона не враховує психологічних аспектів прийняття фінансових рішень. П. Шумейкер (Paul Schoemaker) виокремлює п'ять психологічних чинників, які впливають на прийняття рішень в умовах невизначеності (ризик). По-перше, рішення приймаються на осно-

¹ Арбітражні операції – торгові операції з одним і тим же фінансовим активом, в один і той же час, однак, на різних ринках з метою мінімізації ризиків та отримання гарантованого доходу. Арбітражні операції призводять до вирівнювання цін на активи, що мають місце на різних ринках.

ві відносних порівнянь; по-друге, стратегії прийняття рішень змінюються залежно від складності завдання; по-третє, індивіди здебільшого аналізують наявні, ізольовані одна від одної альтернативи; по-четверте, вплив ефекту “відправної точки”, що не дає можливості адекватно оцінити альтернативні витрати; по-п'яте, психологія ймовірнісних суджень (наявність тенденції прийняття бажаного за дійсне (wishful thinking) [23, 529–563]. З логіки процесів, що мають місце на ринку капіталів можна дійти висновку, що найбільш адекватні фінансово-інвестиційні рішення можна отримати, застосовуючи методи та технології, що є результатом синтезу елементів різних теоретичних напрямків: класичного, неокласичного, інституційного та біхевіористичного.

Висновки. В умовах нової, інформаційно-інноваційної економіки, економіки знань конкурентні переваги отримують ті компанії, які максимально використовують інновації у своїй діяльності. У контексті глобалізації економічних процесів, загострення проблеми обмеження усіх видів ресурсів і посилення ризиків особливого значення набуває використання інноваційних технологій прийняття фінансових рішень. Зазначені технології ґрунтуються на передових досягненнях науки й апробовані на практиці. Теоретичні розробки доцільно розглядати як продукт, що має свою споживчу цінність. Цінність теоретичних розробок у сфері корпоративних фінансів полягає у їхній здатності здійснювати внесок у генерування додатної вартості як на рівні окремих компаній, так і корпоративним сектором загалом. Практичне значення досліджень, пов'язаних із обґрунтуванням економічної природи, дефініції та функцій корпоративних фінансів є незначним через мінімальну здатність відповідних напрацювань до трансформації у додану вартість, яку генерують суб'єкти господарювання. Водночас,

вартісноформуючий потенціал вузькопрофільних досліджень методів і технологій прийняття рішень у сфері корпоративних фінансів є досить високим. Його можна оцінити рівнем оптимізації функцій, притаманних корпоративним фінансам. Критерієм оптимізації є максимізація вартісно-орієнтованих показників результативності. Величина внеску у створення доданої вартості прикладних розробок у сфері корпоративних фінансів визначається різницею між показниками результативності, яких можна досягти, не вдаючись до інноваційних методів і технологій прийняття фінансових рішень, та доданою вартістю, створеною з використанням науково-обґрунтованих методів підтримки рішень. Йдеться, насамперед, про використання результатів теоретичних напрацювань для оцінювання ризиків і ціни залучення капіталу, раціоналізації інвестиційних рішень, формування оптимальних параметрів залучення власного та позиченого капіталу.

Література

1. Терещенко О.О. *Антикризовий фінансовий менеджмент – вимога “нової економіки”* / О.О. Терещенко // *Ринок цінних паперів України*. – 2004. – № 9–10. – С. 25–32.
2. Зимовець В.В. *Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки* / В.В. Зимовець, О.О. Терещенко // *Фінанси України*. – 2015. – № 9. – С. 78–95.
3. Крисоватий А.І. *Корпоративні фінанси в контексті викликів сучасної інноваційної економіки* / А.І. Крисоватий, В.М. Федосов, Н.С. Рязанова // *Фінанси України*. – 2013. – № 9. – С. 7–27.
4. Суторміна В.М. *Фінанси зарубіжних корпорацій: підручник* / В.М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
5. Васильчук І.П. *Фінансове забезпечення сталого розвитку корпорацій : монографія* / І.П. Васильчук. – К. : КНЕУ, 2015. – 516 с.

6. *Fundamentals of corporate finance, 10th edition* / S. Ross, R. Westerfield, B. Jordan. – Boston : McGraw-Hill, 2013. – 823 p.
7. *Corporate finance, 8th edition* / R. Brealey, S. Myers, A. Franklin. – Boston : McGraw-Hill, 2005.
8. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии / К. Маркс. – М. : Политиздат, 1983. – Т. 1. – С. 157–190.
9. Schmalenbach E. Kapital, kredit und zins in betriebswirtschaftlicher beleuchtung / E. Schmalenbach. – Koeln : Opladen, 1961. – S. 37.
10. Neumann, J. *Theory of games and economic behavior* / J. Neumann, O. Morgenstern. – Princeton: Princeton university press, 1944. – 641 p.
11. Modigliani F. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment* / F. Modigliani, M. Miller // *American economic review*. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261–297.
12. Gutenberg, E. *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Band III: Die Finanzen, 8. Auflage* / E. Gutenberg. – Berlin, 1987. – 424 p.
13. Breuer, W. *Die Marktwertmaximierung als finanzwirtschaftliche Entscheidungsregel.* / W. Breuer // *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium*. – 1997. – 26. Jg. – P. 222–226.
14. Grossman, S. *On value maximization and alternative objectives of the firm* / S. Grossman, J. Stiglitz // *Journal of finance*. – 1977. – Vol. 32, No. 2. – P. 389–402.
15. Pratt J. *Risk aversion in the small and in the large* / Pratt J. // *Econometrica*. – 1964. – Vol. 32, No. 1-2. – P. 122–136.
16. *Стоимость компаний: оценка и управление.* / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – 3-е изд. / пер. с англ. – М. : ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2007. – 576 с.
17. Rappaport A. *Shareholder value* / A. Rappaport. – Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag, 1999. – 120 p.
18. Ross, S. *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach* / S. Ross // *The Bell journal of economics*. – 1977. – Vol. 8, No. 1. – P. 23–40.
19. Терещенко О.О. *Фінансовий контролінг: навч. посіб.* / О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк. – К. : КНЕУ, 2013. – 407 с.
20. Корнеев В.В. *Фінансові спекуляції та стійкість економічних систем* / В.В. Корнеев // *Економіка і прогнозування*. – 2008. – № 2. – С. 24–48.
21. Jensen M., Meckling W. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of financial economic*. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – P. 305–360.
22. Лукашев А.В. *Корпоративные финансы и дивидендная политика фирмы* / А. Лукашев // *Управление корпоративными финансами*. – 2004. – № 2. – С. 35–47.
23. Schoemaker, P. *The expected utility model: its variants, purposes, evidence and limitations* / P. Schoemaker // *Journal of economic literature*. – 1982. – Vol. 20, No 2. – P. 529–563.

References

1. Tereschenko, O. O. (2004). *Antykryzovij finansovij menedzhment – vymoga “novoi ekonomiky”* [Crisis financial management – claim new economy]. *Rynok cinnnyh paperiv Ukrainy – Securities market of Ukraine*, 9–10, 25–32 [in Ukrainian].
2. Zymovec, V. V., Tereshhenko, O. O. (2015). *Korporatyvni finansy yak dominanta finansovoi nauky* [Corporate finance dominant financial science]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 9, 78–95 [in Ukrainian].
3. Krysovatyj, A.I., Fedosov V.M., Rjazanova N.S. (2013). *Korporatyvni finansy v konteksti vylykiv suchasnoi innovatsijnoi ekonomiky* [Corporate finance in the context of the challenges of modern innovative economy]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 9, 7–27 [in Ukrainian].
4. Sutormina, V. M. (2004). *Finansy zarubizhnyh korporacij* [The finance of foreign corporations]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].
5. Vasylychuk, I. P. (2015). *Finansove zabezpechennia staloho rozvytku korporatsij* [Financial

support of sustainable development corporations]. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

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

7. Brealey, R., Myers, S., Franklin, A. (2005). *Corporate finance, 8th edition*. Boston: McGraw-Hill.

8. Marks, K. (1983). *Kapital. Kritika politicheskoy ekonomii [Capital. Criticism of political economy]*. (Vol. 1). Moscow: Politizdat [in Russian].

9. Schmalenbach, E. (1961). *Kapital, kredit und zins in betriebswirtschaftlicher Beleuchtung [Capital, credit and interest in managerial lighting]*. Koeln: Opladen [in German].

10. Neumann, J., Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton: Princeton university press.

11. Modigliani, F., Miller, M. (1958). *The Cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*. *American economic review*, Vol. 48, 3, 261–297.

12. Gutenberg, E. (1987). *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Band III: Die Finanzen, 8. Auflage [Basics of business administration. Volume III: The finance, 8th edition]*. Berlin [in German].

13. Breuer, W. (1997). *Die Marktwertmaximierung als finanzwirtschaftliche Entscheidungsregel [The market value maximization as a financial decision rule]*. *WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium – WiSt – Economic studies*, 26, 222–226 [in German].

14. Grossman, S., Stiglitz, J. (1977). *On value maximization and alternative objectives of the firm*. *Journal of Finance*, Vol. 32, 2, 389–402.

15. Pratt, J. (1964). *Risk aversion in the small and in the large*. *Econometrica*, Vol. 32, 1–2, 122–136.

16. Kouplend, T., Koller, T., Murrin Dzh. (2007). *Stoimost' kompanij: ochenka i upravlenie [Company value: assessment and management] (Trans) (3 nd ed., rev.)*. Moscow: ZAO Olimp-Biznes [in Russian].

17. Rappaport, A. (1999). *Shareholder value*. Stuttgart: Schaefer-Poeschel Verlag.

18. Ross, S. (1977). *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*. *The Bell journal of economics*, Vol. 8, 1, 23–40.

19. Tereschenko, O.O., Babiak, N.D. (2013). *Finansovyj kontrolinh [Financial controlling]*. Kyiv: KNEU [in Ukrainian].

20. Kornieiev, V.V. (2008). *Finansovi spekuliiatsii ta stijkist' ekonomichnykh system [Financial speculation and the stability of economic systems]*. *Ekonomika i prohnouzuvannia – Economics and forecasting*, 2, 24–48 [in Ukrainian].

21. Jensen, M., Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of financial economic*, Vol. 3, 4, 305–360.

22. Lukashev, A.V. (2004). *Korporativnyye funansi u duvudendnaja polituka furmy [Financial corporations and dividend policy of the company]*. *Upravlenue korporativnymu funansamu – Management of corporate finance*, 2, 35–47 [in Belarusian].

23. Schoemaker, P. (1982). *The expected utility model: its variants, purposes, evidence and limitations*. *Journal of economic literature*, Vol. 20, 2, 529–563.