

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2021-30-52>

УДК 658.15

# ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ КОРПОРАЦІЙ ТА ОЦІНКА ДОЦІЛЬНОСТІ ЙОГО ВИКОРИСТАННЯ В УКРАЇНІ

## FOREIGN EXPERIENCE OF CORPORATE FINANCE MANAGEMENT AND ASSESSMENT OF ITS APPLYING IN UKRAINE

**Мельник Катерина Володимирівна**

кандидат економічних наук, доцент,  
Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8004-0330>

**Melnyk Kateryna**

State Higher Educational Institution  
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

Стаття присвячена питанням управління фінансами корпорацій. Досліджено сутність і характерні риси світових моделей корпоративного управління. Проведено порівняльний аналіз англо-американської, японської та німецької моделей управління корпоративними фінансами. В якості основних критеріїв, на яких базуються основні принципи побудови зарубіжних моделей корпоративного управління визначено такі: система соціальних цінностей, основні способи фінансування, вартість капіталу, його структура та капіталу. Вивчено особливості управління фінансами вітчизняних компаній та надано оцінку можливостей імплементації зарубіжного досвіду у вітчизняну практику корпоративних фінансів.

**Ключові слова:** фінанси корпорацій, моделі корпоративного управління, концепції управління корпоративними фінансами, акціонерний капітал, фінансове забезпечення діяльності компаній.

Стаття посвящена вопросам управления финансами корпораций. Исследована сущность и характерные черты мировых моделей корпоративного управления. Проведен сравнительный анализ англо-американской, японской и немецкой моделей управления корпоративными финансами. В качестве основных критериев, на которых базируются основные принципы построения зарубежных моделей корпоративного управления определены следующие: система социальных ценностей, основные способы финансирования, стоимость капитала, его структура и рынок. Изучены особенности управления финансами отечественных компаний и дана оценка возможностей имплементации зарубежного опыта в отечественную практику корпоративных финансов.

**Ключевые слова:** финансы корпораций, модели корпоративного управления, концепции управления корпоративными финансами, акционерный капитал, финансовое обеспечение деятельности компаний.

Studying, analysis and application of the fundamental practices of economically developed countries is the basis for forming an objective knowledge of world economic development, its laws and trends, historical stages and stages of financial management, both inside and outside the country. In our view, drawing on the corporate management foreign experience of advanced countries, it would be possible to identify the main methodological concepts that will improve the efficiency of capital management and increase the market value of the enterprise as a whole. At the same time the study of the current state of Ukrainian corporate management allows us to assess the possibilities by applying the best global practices of financial management in the domestic enterprises' activities. The aim of the article is studying the essence and features of global models of corporate management, making their comparative characteristics and the assessment of the possibility of using them in Ukraine. In this article were used methods of theoretical generalization, synthesis, analysis, comparison and systematization for the study of the essence features of global corporate models of corporate finance management and the possibilities of their application in the practice of domestic enterprises. The article examined the essence and characteristics of global models of corporate management. It was represented a comparative analysis of the Anglo-American, Japanese and German models of corporate finance management. It was defined the main criteria on which the basic principles of construction of foreign models of corporate governance are based. They are system of social values, basic methods of financing, cost of

capital, its structure and capital market. It is studied peculiarities of financial management at domestic companies. It is estimated the possibilities of implementation of foreign experience in domestic practice of corporate finances.

**Keywords:** corporate finance, corporate management models, corporate finance management concepts, share capital, financing of the companies.

**Постановка проблеми.** Вивчення, аналіз та застосування фундаментальних положень і практики економічно розвинених країн в області капіталу, є основою для отримання реального уявлення про світовий розвиток економіки, її закони і тенденції, історичні етапи і стадії становлення систем менеджменту, як всередині країни, так і за її межами.

Вивчення зарубіжного досвіду формування та використання капіталу розвинених країн дозволяє зрозуміти особливості управління останнім. Це, в свою чергу, дозволить доцільно використовувати такі методологічні концепції, які сприяють підвищенню ефективності управління капіталом і підприємством в цілому, в прийнятних, вітчизняних економічних умовах.

#### **Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Питання управління фінансами акціонерних товариств було розглянуто у дослідженнях як зарубіжних, так і вітчизняних учених: І.К. Адзес, О.В. Ареф'євої, І.А. Бабалоли, В.В. Бабіченко, І.О. Бланка, Д.С. Ван Хорна, І.П. Васильчук, Н.В. Васюткіної, Д.М. Вахович, Н.О. Волошко, А.В. Дмитренко, С. Масрса, Дж. Робертсона, А.Х. Тейлора, О.О. Терещенка, Ч.Т. Хорнгрена, Д. Хана, Дж. Фостера тощо.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Проте аналіз основних досліджень і публікацій з даної проблеми показав, що питання управління фінансами акціонерних товариств потребує постійного вдосконалення та адаптації відповідно до сучасних економічних вимог. Окрім цього, важливим питанням є вивчення особливостей зарубіжних моделей корпоративного управління та можливостей їх застосування у вітчизняній практиці.

**Формулювання цілей статті.** Метою статті є вивчення сутності та особливостей світових моделей корпоративного управління, здійснення їх порівняльної характеристики та оцінка доцільності його використання в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Теорії системи управління господарюючих суб'єктів в різних країнах різняться. Концепції фінансового менеджменту відрізняються постановкою цілей, вибором джерел фінансування та об'єктів інвестування.

Виділяють три моделі корпоративного управління країн з розвиненими ринками

капіталу: англо-американську, японську і німецьку [1, с. 124].

Моделі корпоративного управління різних країн відрізняються одна від одної, що з одного боку пояснюється корпоративним правом і особливостями національного розвитку держав, а з іншого – нормами ділової практики.

Японська модель корпоративного управління має вузьку сферу застосування – вона поширена лише в Японії. Для неї характерне поширення практики перехресного володіння акціями компанії (так зване «кейрецу»), а також їх концентрація серед великих і середніх акціонерів.

Міноритарії, представлені дрібними приватними та інституційними інвесторами, розвинені слабо. Протягом довгого часу вони вели себе пасивно і володіли незначними обсягами акцій. Відмінною особливістю даної моделі виступає основна роль банків у функціонуванні корпорацій. Зазвичай у кожній промислової групи є свій банк, який становить її ядро і виступає в ролі основного регулятора фінансових потоків. Як правило, такі банки володіють значним пакетом акцій компанії.

В рамках японської моделі корпоративного управління акціонери орієнтовані переважно на досягнення довгострокових цілей розвитку корпорації. Основною формою їх доходів від володіння акціонерним капіталом виступають дивіденди. Протягом довгого часу японський фондовий ринок мав досить невисокий ступінь ліквідності, а джерелом залучення капіталу часто виступали банківські структури. Крім іншого, незначним впливом на систему корпоративного управління відрізнялися ворожі поглинання. Практика перехресного володіння акціями та угруповання кейрецу навколо великого банку, який фінансував всі компанії групи, практично повністю виключали можливість рейдерства з боку інших учасників ринку.

Німецька або як її ще прийнято називати, континентальна модель корпоративного управління знайшла своє застосування в австрійських і німецьких корпораціях. Географія її поширення включає в себе такі країни, як Австрія, Німеччина, Норвегія, Швейцарія і Нідерланди.

Для німецької системи корпоративного управління характерна дворівнева структура. Це означає, що рада директорів складається

з наглядової ради і правління. Першому властиві функції контролю. Другий здійснює виконавчі функції. В якості вищого органу управління виступають збори акціонерів. Характерною особливістю німецької моделі корпоративного управління виступає кодетермінація, яка безпосередньо пов'язана з участю співробітників в управлінні компанією. До складу наглядової ради в обов'язковому порядку входять працівники компанії і представники банків.

Англо-американська модель корпоративного управління характеризується високим розпиленням акціонерного капіталу. Це означає наявність безлічі міноритарних акціонерів і дрібних інвесторів, відокремлених один від іншого які знаходяться в залежності від менеджменту компанії.

Збори акціонерів носять здебільшого формальний характер, реальне управління корпорацією зосереджено в руках професійних менеджерів. Провідна роль в корпоративному управлінні відводиться раді директорів, в руках якого зосереджені функції «нагляду» і «управління». Саме він розпоряджається всією діяльністю корпорації, захищає інтереси її акціонерів, забезпечує якість корпоративного управління і несе відповідальність перед зборами акціонерів і контролюючими державними органами. Характерною особливістю даної моделі виступає однорівнева (унітарна) рада директорів, що складається з двох груп представників: виконавчі члени (менеджери, управлінці); невиконавчі члени (не є працівниками компанії), частина з яких представлена незалежними аутсайдерами. Фондовий ринок в умовах розвитку англо-американської моделі відрізняється високим ступенем ліквідності, а угоди M&A (злиття і поглинання) широко поширені. При цьому роль банків незначна, їх відносини з корпораціями зазвичай не виходять за рамки кредитних.

Своє поширення дана модель отримала в таких країнах, як США, Австралія, Великобританія, Канада і Нова Зеландія.

Однак, незважаючи на відмінність в управлінні компаніями Японії і Німеччині, в логіка фінансових рішень має багато спільного, що дозволяє зробити висновки про наявність двох концепцій прийняття інвестиційних та фінансових рішень: англо-американської та європейської. Зазначені концепції базуються на двох різних фінансових системах, які умовно можна назвати «ринковою» і «пов'язаною».

Основними відмінностями двох фінансових систем є: джерела фінансових ресурсів; мети управління; рівень концентрації власності; ступінь захисту прав власників; спосіб контролю за діяльністю менеджерів [2, с. 161].

Порівняльна характеристика вищезазначених моделей корпоративного управління наведена в табл. 1.

Зміст концепцій управління корпоративними фінансами в істотному ступені визначається характеристиками моделей корпоративного управління. Характерними рисами англо-американської моделі є спрямованість на максимізацію вартості для акціонерів (maximize shareholder value), розпоршеність власності між безліччю акціонерів (насамперед, зовнішніх), орієнтація на фондовий ринок як основне джерело зовнішніх фінансових ресурсів. У зв'язку з тим, що в даній моделі значна частина капіталу належить зовнішнім по відношенню до корпорації суб'єктам, таку модель називають також аутсайдерською [3, с. 90].

Що стосується європейської моделі, то її характеризує множинність цілей функціонування підприємства, наявність значної частки капіталу у великих власників, орієнтація на банківський капітал як джерело зовнішніх фінансових ресурсів. В умовах цієї моделі значна частина капіталу належить суб'єктам

Таблиця 1

## Порівняльна характеристика моделей корпоративного управління

Характеристика моделі	Англо-американська модель	Німецька модель	Японська модель
Система соціальних цінностей	Індивідуальна свобода вибору	Соціальна взаємодія та згода	Взаємодія та довіра
Основний спосіб фінансування	Фондовий ринок	Банки	Банки
Вартість капіталу	Висока	Середня	Низька
Структура акціонерного капіталу	Дисперсна	Істотно зібрана	Зібрана
Ринок капіталу	Високо ліквідний	Ліквідний	Низьколіквідний

Джерело: узагальнено автором за [1, с. 124–128; 2, с. 161–165]

так чи інакше пов'язаних з корпорацією, тому дану модель визначають як інсайдерську.

Аутсайдерська модель управління корпоративними фінансами базується на розпошеності капіталу і відносно слабкій участі власників в управлінні і контролі над грошовими потоками. Значною мірою їх участь досягається реальною можливістю «голосувати руками і ногами». При 100%-му власному капіталі мета фінансового управління формулюється як максимізація ринкової капіталізації (market capitalization). При наявності позикового капіталу і необхідності врахування інтересів кредиторів мета трансформується в максимізацію всього капіталу компанії (як суми ринкової оцінки власного і позикового капіталу) [4, с. 89].

Тенденцією останніх років є поступове зближення основних характеристик даних моделей: інсайдерська модель поступово стає більш відкритою і набуває рис аутсайдерської моделі (табл. 2).

Інсайдерська модель управління корпоративними фінансами враховує концентрацію капіталу навколо великих банків в «пов'язаній» фінансовій системі, слабе дроблення позикового капіталу і існування прямих фінансових залежностей між контрагентами (постачальниками, споживачами). При такій структурі власності змінюються акценти в прийнятті рішень менеджерами, і максимізація капіталу рідко виступає в якості пріоритету діяльності навіть у стратегічних настановах. На перше місце виходять питання забезпечення необхідної прибутковості на вкладені кошти, вихід на світові ринки і встановлення нових фінансових залежностей [5, с. 144].

Дві альтернативні фінансові системи і концепції фінансового менеджменту протягом

низки останніх років змагаються за першість у забезпеченні економічного зростання.

Але оскільки акціонерні товариства в Україні в 90-і роки утворювалися за допомогою приватизації державних підприємств, то це визначило специфіку корпоративного управління. Сформована модель корпоративного управління в Україні має особливі недоліки, пов'язані з інституційними особливостями країни: низький рівень прозорості інформації про діяльність компаній; відсутність чесних і прозорих правил гри, однакових для всіх суб'єктів господарської діяльності; необробленість механізмів перерозподілу власності на користь ефективних власників; значна частка афілійованих осіб в структурі власності.

Особливістю формування корпорацій за участю держави в Україні є їх найбільш часте утворення в сировинних галузях, пов'язаних з нафтою та газом (Укргазвидобування, НАК «Нафтогаз») та іншими природними ресурсами (ПАТ «Надра України», ПАТ «Турбоатом»), стратегічні галузі (завод «Антонов», аеропорт «Бориспіль», ПАТ «Укрзалізниця»).

Менеджери вважають, що для протистояння невизначеності і тиску в зовнішньому середовищі необхідно, щоб контрольний пакет акцій був зосереджений в одних руках. В Україні рівень дивідендів дуже низький і не продумана дивідендна політика, так як ефективний дивідендний механізм буде причиною зниження частки прибутку головного власника на користь інших акціонерів, тому корпорація не зацікавлена в цьому. В Україні система взаємовідносин менеджменту та акціонерів – рівень корпоративного управління – тільки формується [6, с. 106]. Високий рівень корпоративної культури, як правило, складається десятиліттями. Наприклад, англо-саксонська модель корпоративного

Таблиця 2

### Порівняльна характеристика моделей управління корпоративними фінансами

Параметри порівняння	Аутсайдерська модель	Інсайдерська модель
Зовнішні джерела фінансових ресурсів	Переважає фондовий ринок	Переважають банківські кредити
Цілі управління	Максимізація вартості для акціонерів	Множинність цілей, гармонізація інтересів учасників
Рівень концентрації власності	Низький, «розпошеність» власності	Відносно високий
Ступінь захисту прав власників	Сильне законодавче регулювання захисту прав власників	Відносно загальне законодавче регулювання
Спосіб контролю за діяльністю менеджерів	Контракти прописані детально, жорсткий контроль	Відносно невисокий ступінь регламентації діяльності менеджерів

Джерело: узагальнено автором за: [2, с. 130–133; 4, с. 90–93]

управління формувалася протягом двох століть, причому процес вдосконалення не зупиняється. Тому і суспільство, і держава повинні докласти певних зусиль для вдосконалення корпоративного управління і поліпшення взаємовідносин між менеджерами та акціонерами.

**Висновки.** Отже, кожна модель корпоративного управління ґрунтується на основі культурних, історичних і технологічних особливостей країни, в яких вони зародилися. На їх формування впливають конкретні економічні, політичні та соціальні умови. Жодна з моделей корпоративного управління не є ідеальною або навіть кращою. Кожна з них ефек-

тивна по-своєму, а структуру корпоративного управління, специфічну для однієї країни, важко перенести в іншу країну. Разом з тим важко ігнорувати існування запиту з боку інвесторів, регуляторів, суспільства на пошук і поширення навіть не моделі, а кращих практик корпоративного управління, від яких залежить добробут стейкхолдерів та ефективності економіки в цілому. Управління фінансами корпорацій в Україні в порівнянні з зарубіжними схемами фінансового управління має свої особливості і специфічну спрямованість з урахуванням різних видів економічної діяльності, здійснюваних корпораціями.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Бланк І.О., Ситник Г.В., Андрієць В.С. Управління фінансами підприємств : підручник. Київ : КНТЕУ, 2018. 791 с.
2. Інноваційний розвиток корпоративних фінансів: тенденції та перспективи : монографія / Терещенко О.О., Бабяк Н.Д., Іващенко А.І. та ін. ; за заг. ред. д.е.н., проф. О. Терещенка. Київ : КНЕУ, 2017. 495, [1] с.
3. Інститути корпоративного управління в умовах інноваційної економіки : колект. монографія / З.Є. Шершньова та ін. ; за наук. ред. З.Є. Шершньової. Київ : КНЕУ, 2015. 371 с.
4. Жиленко К.М. Сучасні аспекти транснаціоналізації: теорія, методологія, практика : монографія. Дніпро : Біла К.О. [вид.], 2018. 383 с.
5. Корпоративне управління: процеси, стратегії, технології : колект. монографія / Абдулаєв К.Н. та ін. ; за заг. ред. Шапошникова К.С., Соловйової Н. І., Станкевич Ю.Ю. Херсон : Гельветика, 2015. 535 с.
6. Леонов С.В., Пігуль Н.Г., Боярко І.М. Управління фінансами акціонерного товариства : навч. посіб. Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. 305 с.

#### REFERENCES:

1. Blank, I.O., Sytnyk, H.V., Andriiets, V.S. (2018) Upravlinnia finansamy pidpriemstv [Enterprise financial management]: pidruchnyk [a textbook]. Kyiv: KNEU, 791 p. (in Ukrainian)
2. Tereshchenko, O.O., Babiak, N.D., Ivashchenko, A.I., Kornyluk, A.V., Kulish, A.P., Poddierohin, A.M., et.al. (2017) Innovatsiyni rozvytok korporatyvnykh finansiv: tendentsii ta perspektyvy: monohrafiia [Innovative development of corporate finance: trends and prospects]: monohrafiya [a monograph]. Kyiv: KNEU, 495 p. (in Ukrainian)
3. Shershnova, Z.Y. (Ed.) (2015) Instytuty korporatyvnoho upravlinnia v umovakh innovatsiinoi ekonomiky [Institutions of corporate governance in an innovative economy]. Kyiv: KNEU, 371 p. (in Ukrainian)
4. Zhylenko, K.M. (2018) Suchasni aspekty transnatsionalizatsii: teoriia, metodolohiia, praktyka [Modern aspects of transnationalization: theory, methodology, practice]: monohrafiya [a monograph]. Dnipro: Bila K.O. [Ed.], 295 p. (in Ukrainian)
5. Abdulaiev, K.N. (2015) Korporatyvne upravlinnia: protsesy, stratehii, tekhnolohii [Corporate management: processes, strategies, technologies] / In Shaposhnykova K.S., Soloviovoi N.I., Stankevych Y.Y. (Ed.): monohrafiya [a monograph]. Kherson: Helvetyka, 535 p. (in Ukrainian)
6. Lieonov, S.V., Pihul, N.H., Boiarko, I.M. (2013) Upravlinnia finansamy aktsionernoho tovarystva [Financial management of a joint stock company]: navchalnyi posibnyk [a tutorial]. Sumy: SHEE "UAB NBU", 305 p. (in Ukrainian)