

РОГОВ Г. К.

**ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ
КОРПОРАТИВНОГО СТАЛОГО РОЗВИТКУ**

Монографія

Херсон

Видавець Грінь Д. С.

2017

УДК 336: 005.915
ББК 65.26:65.291.9
Р.59

*Рекомендовано до друку Вченою радою
Національного університету кораблебудування ім. адмірала Макарова
(протокол № 12 від 30.12. 2016 р.)*

Рецензенти:

Т. А. Васильєва – доктор економічних наук, професор, директор навчально-наукового інституту фінансів, економіки та менеджменту імені Олега Балацького Сумського державного університету

І. Г. Фадєєва – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Івано-Франківського національного університету нафти і газу

Рогов Г. К.

Р 59 Формування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Монографія / Г. К.Рогов. – Херсон: ФОП Грінь Д.С.,2016 – 422 с.
ISBN 978-966-930-163-5

Монографія містить результати комплексного дослідження теоретичних засад та практичних проблем формування й функціонування системи фінансових механізмів корпоративного розвитку, збалансованого в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Розкрито діалектичний взаємозв'язок сталого розвитку, корпоративної та фінансової стійкості, досліджено роль фінансових та інституціональних чинників у створенні передумов збалансованості стратегічних цілей підприємств, визначено системні взаємозв'язки фінансових механізмів, запропоновано методи розробки корпоративної стратегії сталого розвитку.

Монографія розрахована на науковців, фахівців у галузі фінансового менеджменту, працівників органів державного управління, викладачів та студентів.

ББК 65.26:65.291.9

© Рогов Г. К., 2016

ISBN 978-966-930-163-5

ЗМІСТ

ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СТВОРЕННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ КОРПОРАТИВНОГО СТАЛОГО РОЗВИТКУ	7
1.1. Діалектичний взаємозв'язок сталого розвитку, корпоративної та фінансової стійкості	7
1.2. Системний характер взаємозалежності корпоративного сталого розвитку в екологічному та соціальному вимірах і фінансових результатів	35
1.3. Концептуальні засади системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку	49
РОЗДІЛ 2. ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ В ЕКОЛОГІЧНОМУ ТА СОЦІАЛЬНОМУ ВИМІРАХ У СУЧАСНИХ УМОВАХ ГОСПОДАРЮВАННЯ	70
2.1. Екологічні та соціальні екстерналії виробничої діяльності в площині корпоративних інтересів	70
2.2. Фактори збалансованого корпоративного розвитку за сучасних умов господарювання	85
2.3. Протиріччя між діючим податковим механізмом і концепцією сталого розвитку	103
3. РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОЇ СТІЙКОСТІ	129
3.1. Світовий досвід податкового стимулювання збалансованого розвитку	129
3.2. Формування податкового механізму корпоративного сталого розвитку	149
3.3. Роль механізму кредитування підприємств у реалізації концепції сталого розвитку	191
3.4. Страховий механізм забезпечення корпоративної стійкості	205
3.5. Бюджетний механізм корпоративного сталого розвитку	226

РОЗДІЛ 4. ШЛЯХИ ВИРІШЕННЯ ПРОБЛЕМ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОГО СТАЛОГО РОЗВИТКУ	245
4.1. Дослідження факторів прийняття стратегічних рішень щодо вибору виду розміщення акцій	245
4.2. Визначення курсу емісії акцій та вартості переважного права акціонерів в контексті концепції корпоративного сталого розвитку	264
4.3. Дивідендна політика як фактор інвестиційного забезпечення корпоративного сталого розвитку та реалізації його соціального виміру	275
РОЗДІЛ 5. СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВ ЩОДО ФОРМУВАННЯ Й ФУНКЦІОНУВАННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ СТАЛОГО РОЗВИТКУ	292
5.1. Оцінка ризиків, пов'язаних з формуванням і функціонуванням системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку	292
5.2. Оптимізація фінансової ресурсної стійкості в контексті концепції сталого розвитку	316
5.3. Вибір оптимальної стратегії корпоративного сталого розвитку	339
5.4. Система збалансованих показників сталого розвитку	351
ВИСНОВКИ	380
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	382

ВСТУП

Концепція сталого розвитку (*Sustainable development*), тобто збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах, є в сучасних умовах загальноновизнаною альтернативою моделі економічного зростання. З 2016 року набрав чинності Порядок денний у галузі сталого розвитку на період до 2030 року, який було ухвалено державами-членами Організації Об'єднаних Націй. Він став логічним продовженням стратегії досягнення Цілей розвитку тисячоліття, затверджених у 2000 році в програмному документі ООН – Декларації Тисячоліття. Першим значним етапом реалізації Порядку денного у галузі сталого розвитку можна вважати Конференцію ООН з питань клімату 2015 року. Прийнята за її підсумками Паризька угода затвердила зобов'язання країн-учасників щодо скорочення викидів парникових газів, визначила конкретні цілі запобігання глобальним кліматичним змінам та окреслила підходи до фінансування екологічних програм.

Очевидно, що передумовою досягнення міжнародних і національних цілей розвитку є їх мотивоване сприйняття на мікроекономічному рівні, тобто суб'єктами господарювання, особливо фінансово потужним корпоративним сектором. Для цього недостатньо закликів, гасел та ініціатив соціально-відповідального бізнесу. Світовий досвід, передусім країн Європейського союзу, свідчить, що створення та реалізація стратегій сталого корпоративного розвитку або забезпечення корпоративної стійкості (*Corporate sustainability*) можливе лише за умови формування відповідних взаємопов'язаних податкових, бюджетних, інвестиційних, кредитних та страхових механізмів стимулюючого впливу.

Теоретичну сутність сталого розвитку та корпоративної стійкості, вплив корпоративних екологічних і соціальних стандартів на фінансові результати діяльності підприємств, методичні підходи до побудови збалансованої системи показників сталого розвитку досліджено в працях О. Білоруса, Б. Данилишина, Ю. Мацейко, О. Сохацької, Л. Шостак, М. Барнетта, Т. Бекера, М.Боначчі, Т.

ван ден Брінка, В. Ваксенбергера, М. Ву, Ф. ван дер Вуйда, П. Галло, П. Годфри, Н. Дентчева, Т. Діллика, Дж. Елкінгтона, М. Епстейна, Дж. Кемпбелла, Л. Кристенсен, Дж. Марголіса, М. Пави, М. Орлітські, Л. Риналди, Р. Соломона, Ф. Фигге, Р. Фримана, С. Харічкова, Л. Шалтеггера та інших науковців. Проте, проблематика сталого корпоративного розвитку розглядається цими авторами поза динамічної системи фінансових відносин. З іншого боку, теорія фінансових механізмів і способів їх застосування, розроблена у працях таких науковців як М. Артус, А. Бовенберг, Е Гудстейн, О. Веклич, В. Венгер, А. Єпіфанов, В. Буряковский, О. Ковалюк, В. Опарін, О. Романенко, С. Рибак, С. Юрій, зосереджується, переважно, на окремих вимірах сталого розвитку, передусім – економічному.

Багатопланова проблема формування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку потребує комплексного теоретичного дослідження і наукового осмислення з урахуванням світового досвіду та особливостей сучасних соціально-економічних умов. Це необхідно для створення ефективних стимулів підвищення рівня корпоративних екологічних і соціальних стандартів, забезпечення фінансової стійкості підприємств і консолідації інтересів бізнесу та суспільства. Актуальність і практична значимість обґрунтування теоретичних основ формування системи фінансових механізмів сталого розвитку та методологічних підходів до створення фінансових стратегій забезпечення корпоративної стійкості визначили мету та зміст монографії.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СТВОРЕННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ КОРПОРАТИВНОГО СТАЛОГО РОЗВИТКУ

1.1. Діалектичний взаємозв'язок сталого розвитку, корпоративної та фінансової стійкості

Протягом останніх тридцяти років концепція сталого розвитку (Sustainable development) поступово набуває ознак фундаментального принципу побудови міжнародних, національних і корпоративних відносин з приводу використання природних ресурсів, фінансового та людського капіталів. Найбільш цитоване визначення терміну «сталий розвиток» запропоноване в 1987 році у доповіді голови Міжнародної комісії з навколишнього середовища та розвитку Гру Харлем Брунтланн «Наше спільне майбутнє». Це «розвиток, який задовольняє потреби теперішнього часу, не ставлячи під сумнів можливості майбутніх поколінь задовольняти свої власні потреби» [1, с.45]. Таке визначення, зокрема, наводиться і в стратегії сталого розвитку Європейського Союзу [2, с.9]. В цьому документі також вказується, що механізмом реалізації цієї стратегії є інтеграція економічної, соціальної та екологічної політик. Більш розгорнута дефініція запропонована О. Білорусом і Ю. Мацейко: «Сталий розвиток означає інтегрування і баланс економічних, соціальних, екологічних, інституційних і інноваційно-технологічних компонентів з тим, щоб максимізувати благополуччя людини в нашому сьогоденні без ускладнення можливостей для майбутніх поколінь задовольняти свої потреби» [3]. Б. Данилишин і Л. Шостак наголошують на тому, що такий розвиток уявляє собою особливу систему відносин суспільного виробництва [4, с.10].

Концепція сталого (стійкого) корпоративного розвитку у загальному вигляді є проекцією відповідних фундаментальних принципів на рівень стратегічного управління окремих суб'єктів господарювання. В основу концепції покладено

поняття триєдиного підсумку (triple bottom line), яке було запропоновано в середині дев'яностих років Джоном Елкінгтоном. Триєдиний підсумок означає комплексну оцінку сталого розвитку в його економічному, соціальному і екологічному вимірах. Як зазначає Дж. Елкінгтон, це «фокусує увагу корпорації не лише на економічних, але і на соціальних та екологічних результатах її діяльності [5, с.2]. Варто підкреслити що принцип триєдиного підсумку не дає відповіді на питання щодо доцільності інтегральної оцінки рівня корпоративного сталого розвитку. Достатньо розповсюдженою є точка зору, що екологічні і соціальні результати важливі самі по собі, а ідея їх узагальнення в певному фінансовому показнику суперечить сутності даного принципу. Так, М. Л. Пава стверджує, що ані чистий дохід, ані жоден інший показник, не можуть коректно характеризувати ефект різнопланових корпоративних інвестицій, зокрема екологічних і соціальних [6]. Натомість, більш консервативні прибічники концепції сталого розвитку наголошують на необхідності усвідомлення пріоритету стратегічних фінансових цілей. Наприклад, П. Галло та Л. Кристенсен зазначають, що принцип триєдиного підсумку орієнтує фірму на створення економічної вартості, поліпшуючи або підтримуючи стан довкілля та соціальний добробут [7, с.317].

Привертає увагу той факт, що термін «корпоративний сталий розвиток» (corporate sustainable development) в англomовній літературі вживається набагато рідше, ніж терміни «corporate sustainability» або «business sustainability», які за змістом відповідають поняттю корпоративної або економічної стійкості, якщо воно трактується згідно концепції сталого розвитку. Словосполучення «корпоративна сталість» не може вважатися коректним перекладом, адже не відображає динамічного характеру досліджуваного явища¹. Сутність економічної стійкості підприємства у вітчизняній науковій літературі досі не розкрито з позицій концепції сталого

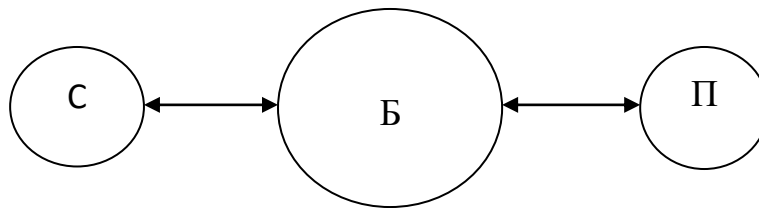
¹ Слово «сталий» у словосполученні «сталий розвиток» є доречним, адже загальний сенс такого словосполучення - підтримка розвитку, його збалансованість, гармонійність. Утім термін «стійкий розвиток» для характеристики збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах теж вживається в науковій літературі.

розвитку. Цю категорію, переважно ототожнюють із динамічною рівновагою системи, фінансовою стійкістю або пов'язують із поняттям економічного зростання [8,9,10]. Загальноприйняті в міжнародній практиці визначення корпоративної стійкості зазвичай уявляють собою близькі інтерпретації триєдиного підсумку. Так, Мел Вільсон стверджує, що парадигма корпоративної стійкості визнає, що темпи зростання та прибутковість важливі, але, водночас вимагає від суб'єктів господарювання ставити і досягати цілі в напрямках економічного, екологічного і соціального розвитку [11]. У відомому Лексиконі «Financial Times» корпоративна стійкість ототожнюється з довготривалою здатністю бізнесу протидіяти зовнішнім збуренням завдяки системному поєднанню його економічної, соціальної та екологічної складових. Наголошується, що такий бізнес має не лише забезпечувати збереження екосистеми і відповідати інтересам місцевих громад, але й бути рентабельним [12]. Згідно термінології, що використовується для визначення індексу Доу Джонса, корпоративна стійкість – це концепція довготермінового зростання ринкової вартості акцій на основі реалізації можливостей та управління ризиками, що виникають внаслідок корпоративного розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах [13].

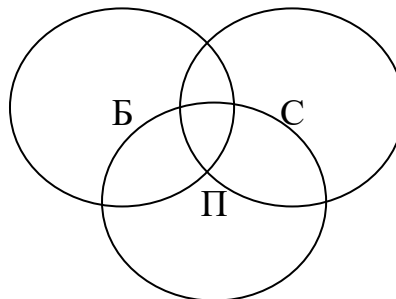
Н. А. Дентчев на основі порівняльного аналізу даної економічної категорії з іншими поняттями, що відображають взаємозв'язок інтересів бізнесу та суспільства (корпоративна соціальна відповідальність, корпоративна соціальна діяльність, етика бізнесу тощо), дістається висновку, що тільки вона органічно поєднує описову точність, нормативну придатність (встановлення цілей) та інструментальну (практичну) цінність (визначення необхідних дій для досягнення результату) [14]. Поділяючи в цілому думку Н.А. Дентчева, не можна втім не звернути увагу на очевидну розпливчастість пріоритетів і невизначеність взаємозв'язків між стратегічними цілями суб'єкта господарювання у наведених вище дефініціях корпоративної стійкості. Чи є фінансові критерії визначальними або всі виміри сталого розвитку рівнозначні в площині прийняття стратегічних інвестиційних рішень? Як зробити вибір

між, часто суперечливими фінансовими, економічними, екологічними та соціальними цілями суб'єкта господарювання? Навіть діаметрально протилежні відповіді на ці питання цілком узгоджуються з наведеними визначеннями корпоративної стійкості та корпоративного сталого розвитку. Це робить конче проблематичним їх практичне застосування для формулювання стратегічних цілей корпоративного розвитку в умовах невизначеності, обумовлених дією комплексу інституційних факторів. Зміст таких економічних категорій залежать від концепції розвитку, згідно якої організація вибудовує систему стратегічного управління. Відповідні концепції систематизовані Дж. Маркусом, Е. Куруч и Б. Колбертом [15] і проілюстровані на рисунку 1.1.

(а) Концепція неокласичної економіки (бізнес-центризму)



(б) Концепція сталого розвитку (переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства)



(в) Концепція перспективи сталого розвитку

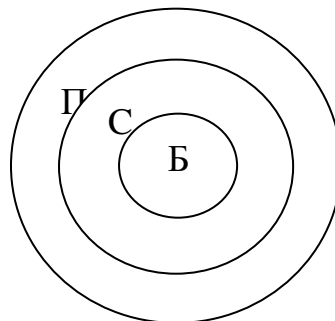


Рис. 1.1. Альтернативні концепції взаємозв'язку бізнесу, суспільства і природи:

Б– бізнес; С – суспільство; П – природа.

Перша концепція ґрунтується на положеннях неокласичної економічної теорії, згідно яких суспільство і природа вважаються відокремленими від бізнесу периферійними сферами, тобто «економіка є закритою лінійною системою, де мінова вартість циркулює між підприємствами, галузями та домогосподарствами» [16,с.884]. Це не означає, звичайно, що взаємозв'язок із суспільством і навколишнім середовищем повністю ігнорується, але враховується він тільки крізь призму безпосереднього впливу на фінансові результати діяльності суб'єктів господарювання. Концепція сталого розвитку виходить із того, що стратегії досягнення фінансових, екологічних і соціальних цілей далеко не завжди є альтернативними, навпаки, за певних обставин, можна і необхідно досягати збалансованих результатів. Корпоративна стійкість полягає в оптимальній інтеграції векторів розвитку та графічно відображається зоною гармонічного переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства (рис.1.1.б). Таким чином, економічна діяльність суб'єктів підприємництва не відокремлюється від екологічних і соціальних процесів, а сприяє збалансованому покращенню фінансових показників, підвищенню якості життя та відновленню біосфери.

Концепція сталого розвитку у такому розумінні знаходить успішну імплементацію передусім в розвинутих країнах. Проте парадигма переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства підвергається сьогодні кардинальному теоретичному переосмисленню [17;18;19]. Робиться наголос на її вадах, пов'язаних з пріоритетністю економічних інтересів, що стає на заваді вирішення сучасних глобальних екологічних і соціальних проблем (катастрофічні зміни у природному середовищі, продовольча криза тощо). Виходячи з логіки взаємовідносин економічних, соціальних та природничих систем доводиться, що бізнес розвивається лише в сфері суспільних відносин, охоплюється цією системою. Так само і природа є більш глобальною системою, яка є умовою, джерелом і сферою життєдіяльності суспільства. Схема такого своєрідного вкладення вищезначених систем показана на рисунку 1в. Центральне розташування бізнесу не означає його пріоритетності, а свідчить

про його найбільшу залежність від інших систем. Глобальні обмеження економічного зростання визначаються екосистемою. Як зазначає Р. Гібсон: «все, що в менших сферах підриває більшу, послаблює основу власного існування» [17,с.11]. На жаль сучасний бізнес дає численні приклади ігнорування цієї закономірності.

Останню концепцію побудовано на розумінні, що бізнес не може розвиватися всупереч суспільним інтересам, які, в свою чергу, мають урахувати обмеженість природних ресурсів. Отже стратегічні цілі розвитку підприємств мають повністю відповідати соціальним пріоритетам і принципу збереження екосистем. Проте сьогодні така концепція носить радше перспективний характер, адже її практична реалізація потребує глобальних перетворень у всіх сферах суспільного життя та міжнародних відносин і створення транснаціональних механізмів, зокрема фінансових. Відмова від однієї концепції на користь іншої не може відбуватися без наявності відповідних об'єктивних передумов, які визрівають поступово під впливом багатьох факторів у процесі розвитку інституційного середовища та системи фінансових механізмів.

Звичайно, це стосується також концепції переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства. Її реалізація можлива в тій мірі, в якій забезпечується економічна ефективність екологічних і соціальних інвестицій. Отже, в сучасних реаліях українського бізнесу і суспільства доречно говорити про певну перехідну модель послідовного збагачення концепції бізнес-центризму елементами концепції корпоративного сталого розвитку [20, с.28]. Таким чином, перехідній моделі, так само як і концепції сталого розвитку, має відповідати таке розуміння корпоративної стійкості, яке гармонійно поєднує її економічний, екологічний та соціальний аспекти, визнаючи пріоритет довготермінових фінансових цілей. В рамках даного концептуального підходу фінансова стійкість є стрижневою складовою категорії «корпоративна стійкість». Зважаючи на це, необхідно, передусім, визначити поняття

фінансової стійкості та з'ясувати його трансформації, що впливають із парадигми сталого розвитку.

Сьогодні ця економічна категорія тлумачиться далеко не однозначно як вітчизняними (табл.1.1), так і зарубіжними науковцями (табл.1.2). Розповсюдженою точкою зору є те, що фінансова стійкість підприємства – це характеристика стабільності його фінансового положення, яка забезпечується високою часткою власного капіталу у загальній сумі фінансових коштів [21, с.305; 74, с.3]. Те, що співвідношення власних і залучених коштів (рівень рівноваги між ними) є основною характеристикою фінансової стійкості так чи інакше зазначається майже у всіх літературних джерелах, де освітлюється це питання. Вельми розповсюдженим є включення до основних характеристик фінансової стійкості також здатності до вільного маневрування грошовими коштами і забезпечення необоротних та матеріальних оборотних активів власними джерелами покриття. Наприклад, В. І. Макарьєва і Л. В. Андрєєва стверджують, що фінансова стійкість визначається станом і структурою активів організації, їх забезпеченістю джерелами [77, с. 18]. І.І. Приймак додає до її ознак і здатність маневрування коштами, що забезпечує розширене відтворення в процесі управління внутрішніми та зовнішніми чинниками [53, с. 565]. Такі визначення відповідають підходу до оцінки стійкості, як складової фінансового стану підприємства, на основі часткових і абсолютних показників, що широко застосовується на практиці не лише в Україні [82, с. 3; 85].

Іноді фінансова стійкість тлумачиться ще у більш вузькому сенсі. Так, К. Друрі й К. Хеддервік вважають, що фінансова стійкість визначається фінансовою незалежністю підприємства [69, с. 113; 70, с. 132]. Л. Л. Єрмолович ототожнює це поняття із ступенем покриття необоротних активів капіталом, резервами і довгостроковими зобов'язаннями. Наведені дефініції, при всій їх різноманітності, об'єднує, по-перше, обмежений та достатньо конкретний перелік характеристик фінансової стійкості, по-друге, – практична зручність оцінки її досягнутого рівня.

Наукові погляди на категорію «фінансова стійкість» вітчизняних науковців

Автори	Визначення категорії «фінансова стійкість»
1	2
Білик М. Д. [21, с. 305].	Фінансова стійкість – це такий стан фінансових ресурсів підприємства, за якого раціональне розпорядження ними є гарантією наявності власних коштів, стабільної прибутковості та забезпечення процесу розширеного відтворення
Бланк І. О. [22, с. 475].	Фінансова стійкість – характеристика стабільності фінансового положення підприємства, яка забезпечується високою часткою власного капіталу в загальній сумі фінансових коштів, що використовуються.
Бутинець Ф. Ф. [23, с. 267].	Вважає фінансовою стійкістю підприємства його платоспроможність у часі з дотриманням умови фінансової рівноваги між власними та залученими коштами
Валігура Н. М. [24, с. 16].	У фінансовій стійкості суб'єктів господарювання відображається рівень фінансового стану та фінансових результатів підприємства, його здатність виконувати свої зобов'язання та забезпечувати подальший розвиток при збереженні кредито- та платоспроможності і відносної незалежності від змін внутрішніх та зовнішніх чинників.
Донченко Т. [25, с. 23].	Фінансова стійкість підприємства є якісною характеристикою його фінансового стану і характеризується як здатність підприємства ефективно функціонувати та розвиватися, відзначається достатнім рівнем забезпеченості фінансовими ресурсами та ефективністю управління ними, що забезпечує його платоспроможність
Єрмоленко Г. Г. [26, с. 75]	По-перше, фінансова стійкість є головним компонентом загальної економічної стійкості підприємства, оскільки є результатом взаємодії всіх елементів системи фінансових відносин підприємства, формується в процесі його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності. По-друге, фінансова стійкість підприємства це здатність здійснювати основні та інші види діяльності в умовах підприємницького ризику і мінливого середовища бізнесу з метою максимізації добробуту власників, зміцнення конкурентних переваг організації з урахуванням інтересів суспільства і держави. По-третє, фінансова стійкість підприємства – здатність фінансової системи зберігати рух по наміченій траєкторії (підтримувати намічений режим функціонування), незважаючи на впливаючи на неї внутрішні і зовнішні чинники. По-четверте, фінансова стійкість підприємства визначає його фінансову незалежність від зовнішніх джерел фінансування і фінансову безпеку (оптимальну структуру активів і джерел їх покриття). По-п'яте, фінансова стійкість підприємства в довгостроковому плані характеризується співвідношенням його власних і позикових коштів. Сутність фінансової стійкості визначається ефективним формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів, а платоспроможність виступає її зовнішнім проявом.

1	2
Житний П. Є та Тищенко В. В. [27, с.63]	Фінансова стійкість – це характеристика фінансового стану підприємства, що залежить і впливає на усі сфери його діяльності, забезпечуючи реалізацію стратегій розвитку, досягається на основі ефективного управління капіталом і рухом коштів та дозволяє стабільно розвиватися в існуючих ринкових умовах у довгостроковій перспективі.
Заюкова М. С. [28, с.6]	Фінансова стійкість підприємства – це постійне стабільне перевищення доходів над витратами, вільне маневрування грошовими коштами підприємства, здатність шляхом ефективного їх використання забезпечити безперервний процес виробництва і реалізації продукції, а також затрати на його розширення та оновлення.
Іваницька О.В. [29, с. 7]	Фінансова стійкість підприємств – обсяг фінансових ресурсів і ступінь їх використання, за допомогою яких підприємство вільно і ефективно забезпечує безперервність процесу виробництва і реалізації продукції за рахунок зростання капіталу із збереженням платоспроможності в умовах припустимого рівня ризику
Ізмайлова К.В. [30, с. 83]	Фінансова стійкість характеризує ступень фінансової незалежності підприємства щодо володіння своїм майном і його використання. Цей ступінь незалежності можна оцінювати за різними критеріями: рівнем покриття матеріальних оборотних коштів (запасів) стабільними джерелами фінансування; платоспроможністю підприємства (його потенціальною спроможністю покрити термінові зобов'язання мобільними активами); часткою власних або стабільних джерел у сукупних джерелах фінансування
Кірейцев Г. Г. [31, с. 407]	Фінансова стійкість – це стан майна підприємства, що гарантує йому платоспроможність. Фінансова стійкість підприємства передбачає, що ресурси, вкладені в підприємницьку діяльність, повинні окупитися за рахунок грошових надходжень від господарювання, а отримуваний прибуток забезпечувати самофінансування та незалежність підприємства від зовнішніх залучених джерел формування активів
Коритько Т. Ю., Держинська В.Н. [32, с. 131].	Фінансова стійкість – це комплексна оцінка діяльності підприємства, яка характеризує швидкість оборотності ресурсів, здатність підприємства фінансувати свою діяльність, отримувати прибуток і розраховуватися по боргах
Коробов М. Я. [33, с. 354]	Фінансова стійкість підприємства – це відповідність параметрів діяльності підприємства та розміщення його фінансових ресурсів критеріям позитивної характеристики фінансового стану.
Костирко Р. О. [34, с. 248].	Фінансова стійкість є віддзеркаленням стабільного перевищення доходів над витратами. Вона забезпечує вільне маневрування грошовими коштами господарюючого суб'єкта і шляхом ефективного їх використання сприяє безперебійному процесу виробництва і реалізації продукції, а також розширенню і оновленню виробництва

1	2
Кравченко Н. М. [35, с. 63]	Фінансова стійкість підприємства – характеристика фінансового стану підприємства, що залежить і впливає на усі сфери його діяльності, забезпечуючи реалізацію стратегій розвитку, досягається на основі ефективного управління капіталом і рухом коштів та дозволяє стабільно розвиватися в існуючих ринкових умовах у довгостроковій перспективі.
Кравчук Г. [36, с. 128]	Фінансова стійкість – це стан фінансових ресурсів підприємства, результативність їх розміщення й використання, при якому забезпечується розвиток виробництва чи інших сфер діяльності - на основі зростання прибутку й активів при збереженні платоспроможності й кредитоспроможності
Крамаренко Г., Хома І. [37, с. 154]	Фінансова стійкість – це такий фінансовий та економічний стан підприємства, за якого платоспроможність зберігає тенденцію до стійкості, тобто постійна у часі, а співвідношення власного і позикового капіталу перебуває у межах, які забезпечують цю платоспроможність
Кривицька О. Р. [38, с. 138]	Фінансова стабільність – це результат формування достатнього для розвитку підприємства обсягу прибутку, що є визначальною ознакою його економічної незалежності.
Лазня А. В. [39, с. 222]	Під фінансовою стійкістю слід розуміти властивість фінансової системи повертатися до рівноважного стану після припинення негативного впливу, що вивело її з цього стану.
Лахтіонова Л. [40, с. 462]	Фінансова стійкість – це стан фінансових ресурсів, при якому підприємство, вільно маневруючи грошовими коштами, здатне шляхом ефективного їх використання забезпечити безперервний процес виробничо-торговельної діяльності, а також затрати на його розширення і оновлення
Лях Л. [41, с. 217]	Фінансова стійкість – це обсяг фінансових ресурсів і такий ступінь їх використання, при якому підприємство, вільно і ефективно маневруючи грошовими коштами забезпечує безперервність і розвиток процесу виробництва та реалізації продукції за рахунок зростання капіталу при збереженні платоспроможності в умовах допустимого рівня ризику; така властивість підприємства, яка дозволяє функціонувати і розвиватися в умовах мінливого внутрішнього і зовнішнього середовища, долати всі виробничо-економічні перешкоди і зберігати своє фінансове положення
Мамонтова Н. А. [42, с. 7]	Фінансова стійкість – це такий стан підприємства при якому забезпечується стабільна фінансова діяльність, постійне перевищення доходів над витратами, вільний обіг грошових коштів, ефективно управління фінансовими ресурсами, безперервний процес виробництва і реалізації продукції, розширення та оновлення виробництва
Мец В. [43, с. 35].	Фінансова стійкість – це здатність підприємства зберігати заданий режим функціонування за найважливішими фінансово-економічними показниками

1	2
Мних Є. В. [44, с. 195 - 196].	Фінансова стійкість досягається за стабільного перевищення доходів над витратами, вільного маневрування грошовими коштами та стійкого економічного зростання.
Наумова Л. [45, с. 5]	Фінансова стійкість - це такий стан власного капіталу підприємства, його формування і використання, що гарантує платоспроможність по всіх зобов'язаннях з виробничої діяльності за рахунок реалізації високоліквідних активів та забезпечує збереження фінансової незалежності від зовнішніх запозичень в довгостроковій перспективі
Орланюк-Малицька Л.О. [46, с. 33]	Фінансова стійкість – це здатність суб'єкта ринку зберігати кількість і якість своїх фінансових ресурсів за умов зміни середовища.
Павловська О.В. [47, с. 189]	Фінансова стійкість – спроможність підприємства за рахунок власних коштів забезпечувати запаси і витрати, не допускати невиправданої дебіторської і кредиторської заборгованості та своєчасно розраховуватися за зобов'язаннями
Пантелєєв В.П., Халява С.П. [48, с. 64 – 69].	Фінансова стійкість - це своєрідне перевищення доходів над витратами
Партін Г. [49, с. 275]	Фінансова стійкість підприємства – це такий його стан, за якого обсяг фінансових ресурсів, що перебуває в розпорядженні підприємства, забезпечує його фінансову незалежність, плато- та кредитоспроможність і фінансування розвитку діяльності на поточний і перспективний періоди
Плиса В. Й., Приймак І. І. [50, с.15]	Фінансова стійкість - це спроможність функціонувати протягом тривалого періоду, одержуючи достатній для відтворення потенціалу, виплати дивідендів і стабільного розвитку прибутку, забезпечуючи при цьому економічно обґрунтоване співвідношення джерел фінансування та активів і збалансоване надходження й виплату грошових коштів, попри вплив внутрішніх і зовнішніх чинників.
Поддєрьогін А. М., Наумова Л. Ю. [51, с.15]	Фінансово стійким можна вважати таке підприємство, яке спроможне за рахунок власних і позикових коштів (за виключенням невиправданої кредиторської заборгованості) забезпечити поточну виробничу діяльність та інвестиційно – інноваційний розвиток, зберігаючи темпи збільшення власного капіталу, платоспроможність і кредитоспроможність
Подольська В. О., Яріш О. В. [52, с.51]	Фінансова стійкість – це здатність підприємства відповідати за своїми боргами і зобов'язаннями і нарощувати економічний потенціал, результат його поточного, інвестиційного, фінансового розвитку.
Приймак І. І. [53, с. 565]	Фінансова стійкість підприємства – це довгострокова здатність підприємства, підтримувати не тільки на задовільному для підприємства рівні структуру активів, пасивів, а й здатність маневрування коштами, що забезпечить розширене відтворення в процесі управління внутрішніми та зовнішніми чинниками.

1	2
Старостенко Г., Мірко Н. [54, с. 121]	Розглядають фінансову стійкість як ефективне формування, розміщення та якісне використання фінансових ресурсів для забезпечення фінансової стабільності, а також здатність підприємства протистояти операційним труднощам
Тарасенко Н. [55, с. 62].	Фінансова стійкість - стан фінансових ресурсів, їх розподілу та використання, який забезпечує діяльність підприємства (розвиток організації) на основі збільшення прибутку, платоспроможність та кредитоспроможність підприємства в умовах допустимого рівня ризику
Фролова Т. [56, с. 126].	Фінансова стійкість - це відображення стабільного перевищення доходів над витратами, забезпечує вільне маневрування грошовими коштами підприємства та завдяки ефективному їх використанню сприяє безперервному процесу виробництва і реалізації продукції
Шаблиста Л. М. [57, с. 47 - 48]	Фінансова стійкість - це узагальнююча якісна характеристика фінансового стану підприємства, що відображає тенденції зміни фінансових відносин на підприємстві під впливом різноманітних внутрішніх і зовнішніх чинників
Шелудько Н. [58, с. 43]	Фінансова стійкість - це динамічна інтегральна характеристика здатності системи трансформації ресурсів і ризиків повноцінно (з максимальною ефективністю і мінімальним ризиком) виконувати свої функції, витримуючи вплив чинників зовнішнього і внутрішнього середовища
Шеремет О. О. [59, с. 87]	Фінансова стійкість – це такий стан фінансових ресурсів, за якого підприємство вільно маневруючи грошовими коштами, здатне шляхом їх ефективного використання забезпечити безперервний процес виробничо – торгівельної діяльності, а також затрати на його розширення й оновлення
Шірінян Л. В. [60, с. 71]	Сутність фінансової стійкості полягає у здатності підприємства зберігати або відновлювати початковий (або близький до нього) стан чи поліпшувати цей стан при зміні зовнішніх та/або внутрішніх параметрів (факторів) впливу на фінансові потоки
Цал-Цалко Ю. С. [61, с. 204]	Фінансова стійкість – це стан активів(пасивів) підприємства, яке гарантує йому постійну платоспроможність.
Якушева Н. І. [62, с.375]	Фінансово стійке підприємство - підприємство, яке за рахунок власних коштів спроможне забезпечити запаси і витрати, не допустити невинуватого кредиторської заборгованості, своєчасно розрахуватись за своїми зобов'язаннями.
Ячменьова В. М. [63, с. 115]	Фінансова стійкість підприємства - це здатність підприємства функціонувати і розвиватися, зберігати рівновагу своїх активів і пасивів у внутрішньому та зовнішньому середовищах, яке змінюється, що гарантує його постійну платоспроможність і інвестиційну привабливість у межах допустимого рівня ризику та сприяти забезпеченню власної і регіональної економічної безпеки.

Наукові погляди на категорію «фінансова стійкість» зарубіжних науковців

Автори	Визначення категорії «фінансова стійкість»
1	2
Абрютіна М.С. і Грачов О.В. [64, с. 26].	Фінансова стійкість підприємства – це надійно гарантована платоспроможність, незалежність від випадковостей ринкової кон'юнктури і поведінки партнерів. Головна ознака стійкості – це наявність чистих ліквідних активів, які визначаються як різниця між усіма ліквідними активами і всіма короткостроковими зобов'язаннями на той чи інший момент часу
Артеменко В.Г., Беллендир М.В. [65, с. 26], Гіляровська Л.Т. [66, с. 185],	Фінансова стійкість підприємства є характеристикою, що свідчить про стабільне перевищення доходів над витратами, вільне маневрування грошовими коштами підприємства та ефективному їх використанні, безперервний процес виробництва і реалізації продукції
Баканов М.І [67, с. 29]	Фінансова стійкість підприємства оцінюється його платоспроможністю та забезпеченістю власними оборотними коштами.
Бочаров В. [68, с. 56]	Зміст фінансової стійкості характеризується ефективним формуванням і використанням грошових ресурсів, необхідних для нормальної виробничо-комерційної діяльності
К. Друрі [69, с. 113], К. Хеддервік [70, с. 132]	Оцінка фінансової стійкості підприємства визначається його фінансовою незалежністю.
Єнсен М., Чернавскіс К. [71, с. 39]	Фінансова стійкість характеризується позитивною динамікою індексу FCFE (відношення чистих грошових потоків до власного капіталу)
Єрмолович Л.Л. [72, с. 412]	Розглядає фінансову стійкість підприємства як ступінь покриття необоротних активів капіталом і резервами, або капіталом, резервами і довгостроковими зобов'язаннями
Зайцев Н. [73, с. 96]	Фінансова стійкість відображає такий стан фінансових ресурсів підприємства і такий ступінь їхнього використання, при якому підприємство, вільно маневруючи грошовими засобами, здатне забезпечити безперервний процес виробництва й реалізації продукції, а також затрати на його розширення й оновлення
Крейніна М.Н. [74, с. 3]	Фінансова стійкість – це стабільність фінансового положення підприємства, що забезпечується достатньою часткою власного капіталу. На відміну від платоспроможності, яка оцінює оборотні активи і короткострокові зобов'язання підприємства, фінансова стійкість визначається на основі співвідношення різних видів джерел фінансування та його відповідності складу активів
Леон П. [75, с. 14]	Фінансова стійкість неприбуткової організації - це здатність одержати необхідний дохід для забезпечення стабільних або зростаючих темпів розвитку

1	2
Лиференко Г. [76, с. 135].	Фінансова стійкість – це стан фінансових ресурсів підприємства, їх розподілу та використання, який забезпечує розвиток підприємства на основі зростання прибутку та капіталу при збереженні плато- і кредитоспроможності в умовах певного рівня ризику
Макарєва В. І. [77, с. 18]	Фінансова стійкість підприємства – це стан структури активів організації, забезпеченість джерелами.
Мельник М. В. [78, с. 93]	Фінансовий стан вважається стійким, якщо організація має в своєму розпорядженні достатнім обсягом капіталу для того, щоб забезпечувати безперервність своєї діяльності, пов'язану з виробництвом та реалізацією продукції в заданому обсязі, а також повністю і своєчасно погашати свої зобов'язання перед персоналом з виплати заробітної плати, бюджетом зі сплати податків і постачальниками за отримані від них поставки і послуги, формувати кошти для оновлення і зростання необоротних засобів.
Родіонова В. М., Федотова М. А. [79, с. 52],	Фінансова стійкість – це такий стан фінансових ресурсів підприємства, їх розподілу і використання, який забезпечує розвиток підприємства на основі зростання прибутку і капіталу при збереженні платоспроможності й кредитоспроможності в умовах припустимого рівня ризику.
Рубін Ю. Б., Солдаткін В. І. [80, с. 134].	Обеспеченность запасов и затрат источниками формирования является сущностью финансовой устойчивости, тогда как платежеспособность выступает ее внешним проявлением
Савицька Г. В. [81, с. 257].	Фінансова стійкість – це здатність суб'єкта господарювання функціонувати та розвиватися, зберігати рівновагу своїх активів та пасивів в мінливому внутрішньому та зовнішньому середовищі, яка гарантує його постійну платоспроможність та інвестиційну привабливість в межах допустимого рівня ризику
Шенаев А. [82, с. 3]	Визначає стан фінансової стійкості на підставі аналізу співвідношення джерел фінансування і його відповідності стану активів
Шеремет А. Д., Сайфулін Р. С. [83, с. 271]	Фінансова стійкість підприємства – це певний стан рахунків підприємства, що гарантує його постійну платоспроможність

Деякі автори визначають фінансову стійкість як похідну платоспроможності суб'єкта господарювання або, навіть, ототожнюють ці поняття. Так на думку М. І. Баканова, «фінансова стійкість підприємства оцінюється його платоспроможністю та забезпеченістю власними оборотними коштами» [67, с. 29]. Проте, перевірена часом теорія фінансова аналізу строго розмежовує поняття фінансової стійкості та платоспроможності. Як справедливо зазначає

М. Н. Крейніна, «на відміну від платоспроможності, яка оцінює оборотні активи і короткострокові зобов'язання підприємства, фінансова стійкість визначається на основі співвідношення різних видів джерел фінансування та його відповідності складу активів» [74, с. 3]. Окрім того, процитоване визначення М. І. Баканова не залишає місця для градацій рівня фінансової стійкості, що широко використовуються на практиці, але не підпадають під категорію абсолютної або нормальної стійкості (передкризовий та кризовий стан). Утім, враховуючи, що рівень фінансової стійкості дає змогу визначити перспективи платоспроможності суб'єкта господарювання на відповідну перспективу, можна погодитися з точкою зору О. М. Гончаренко, А. М. Поддєрьогіна, Ю. Б. Рубіна та інших авторів [23, с. 267; 37, с. 154; 47, с. 189; 51, с.15; 61, с. 204; 80, с. 134; 83, с. 271; 84, с. 12], які вважають платоспроможність у часі зовнішнім проявом фінансової стійкості.

Останнім часом, в економічній літературі поняття фінансової стійкості часто виводиться за межі структурної складової комплексу індикаторів фінансового стану. Інакше кажучи, це поняття тлумачиться значно ширше, ніж здатність підприємства забезпечувати незалежність від джерел надходження кредитних ресурсів, маневреність капіталу та покриття низько ліквідних активів довгостроковими пасивами. В окремих дефініціях поняття фінансової стійкості розчинюється в економічній категорії «фінансовий стан підприємства». Наприклад, Л. М. Шабліста розуміє під фінансовою стійкістю «узагальнюючу якісну характеристику фінансового стану підприємства, що відображає тенденції зміни фінансових відносин на підприємстві під впливом різноманітних внутрішніх і зовнішніх чинників» [57, с. 47 - 48]. На думку М. Я. Коробова це – «відповідність параметрів діяльності підприємства та розміщення його фінансових ресурсів критеріям позитивної характеристики фінансового стану» [33, с. 354]. З таким підходом важко погодитися, адже він нівелює принципові відмінності таких понять як стійкість, ліквідність, рентабельність тощо та, відповідно, засобів управління показниками, що їх відображують.

В інших публікаціях поняття фінансової стійкості розкривається через її економічні наслідки. При цьому, воно визначається як економічний стан [37, с. 154; 42, с. 7; 49, с. 275], стан фінансових ресурсів [21, с. 305; 36, с. 128; 40, с. 462; 55, с. 62; 59, с. 87; 73, с. 96; 76, с. 135; 79, с. 52], майна [31, с. 407], рахунків [83, с. 271], власного капіталу [45, с. 5], за якого забезпечуються певні результати, або як спроможність підприємства їх досягти [43, с. 35; 50, с.15] або, навіть, як відображення самих цих результатів [38, с. 138; 44, с. 164 – 165; 48, с. 64 – 69; 56, с. 126; 65, с. 26; 66, с. 185; 71, с. 39;]. Немає єдності поглядів і стосовно того, що є результатом забезпечення фінансової стійкості підприємства. В англійській фаховій літературі знайшло визнання твердження М. Єнсена, що це – позитивна динаміка індексу FCFE (відношення чистих грошових потоків до власного капіталу) [71, с. 39]. На думку В. П. Пантелеєва фінансова стійкість є своєрідним перевищенням доходів над витратами [48, с. 64 – 69]. Майже аналогічної точки зору додержується й О. Р. Кривіцька, характеризуючи фінансову стабільність як «результат формування достатнього для розвитку підприємства обсягу прибутку, що є визначальною ознакою його економічної незалежності» [41, с. 138]. В. Г. Артеменко [65, с. 26], Л.Т. Гіляровська [66, с. 185], М. С. Заюкова [31, с.6] і Т. А. Фролова [56, с. 126] додають до ознак фінансової стійкості ефективне використання грошових коштів і безперебійний процес виробництва та реалізації продукції. Є. В. Мних, окрім того, пропонує таку ознаку як стійке економічне зростання [44, с. 164 – 165], а Р. О. Костирко – розширення та оновлення виробництва [34, с. 248]. Т. Ю. Коритько вважає суттєвою характеристикою фінансової стійкості швидкість оборотності ресурсів [32, с. 131], В. О Подольська – результат поточного інвестиційного та фінансового розвитку підприємства [52, с.51].

Мабуть, найбільш повно сутність цього методологічного підходу знайшла відображення у визначенні, запропонованому А. М. Поддєрьогіним і Л. Ю. Наумовою: «Фінансово стійким можна вважати таке підприємство, яке спроможне за рахунок власних і позикових коштів (за виключенням невинуватої кредиторської заборгованості) забезпечити поточну виробничу

діяльність та інвестиційно-інноваційний розвиток, зберігаючи темпи збільшення власного капіталу, платоспроможність і кредитоспроможність» [51, с.15]. Той факт, що забезпечення фінансової стійкості підприємства суттєво впливає на результати його поточної діяльності та інвестиційний розвиток, а певним чином і визначають їх, не викликає сумніву. Проте, проаналізовані дефініції залишають відкритим питання щодо природи причинно-наслідкових зв'язків у системі, що поєднує макросередовище та суб'єкт господарювання, які опосередковуються здатністю останнього зберігати фінансову стійкість.

Відповідь на нього, в сучасних соціально економічних реаліях, слід шукати на основі концептуальних положень теорії систем і синергетики, як науки про нестійкий стан, що передуює якісним раптовим змінам системи, та про її подальший розвиток. Цей висновок ґрунтується на визнаному в теорії й практиці розумінні суб'єкта господарювання як відкритої соціально-економічної системи з неоднозначністю стратегічних цілей, що функціонує в умовах невизначеності зовнішнього середовища. Відкриті стаціонарні системи спроможні в процесі свого функціонування підтримувати стійку динамічну рівновагу (гомеостаз), який уявляє собою динамічну відносну сталість складу та властивостей [86, с.38]. Розуміння стійкості системи, передусім у такому аспекті, тобто як здатності підтримувати рух, функціонування, розвиток поблизу наміченої траєкторії в умовах постійних зовнішніх і внутрішніх збурювань уже знайшло належне обґрунтування в економічній літературі [10, с. 287; 87, с. 554; 88, с. 64].

У рамках даного підходу важливо визначити співвідношення понять стійкості та стабільності організації. Погляди на цю проблему є іноді діаметрально протилежними. Наприклад А. В. Лазня стверджує, що стабільність припускає рівновагу фінансової системи, тоді як стійкість – тільки прагнення до рівноваги, яка досягається лише за відсутності негативних шоків [39, с. 222]. О. В. Трифонова, навпаки вважає, що стабільність необхідно розглядати як частковий випадок стійкості системи, за якого вона не змінює свою структуру, а основні параметри функціонування залишаються

незмінними, зазначаючи, що це не є характерним для економічних систем [88, с.61, 62]. Обидва визначення залишають питання щодо доцільності оперувати термінами, що характеризують лише прагнення до певного стану або те, що є тільки теоретично можливим. Такого роду терміни не є функціональними, адже позбавлені сфери практичного застосування. Втім, для з'ясування сутності стійкості та стабільності системи варто звернути увагу на використані вище поняття «намічена траєкторія» та «рух, розвиток поблизу наміченої траєкторії».

Поняття «розвиток» означає якісні зміни системи, які можуть мати прогресивний або регресивний характер і відбуваються в еволюційній та революційній формах [89, с. 19]. Кількісні зміни системи відповідають іншим поняттям, а саме: «зростання», «темпи зростання», «рух», «функціонування». Намічена траєкторія визначається загальною стратегією організації, яка може орієнтувати на розвиток або зростання, стабілізацію, реструктуризацію, скорочення діяльності або, навіть, передбачати ліквідацію підприємства. Так у процесі формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку, підприємство, як відкрита система, безумовно, не може уникнути якісних трансформацій, адже змінюються концептуальні основи прийняття стратегічних рішень. Намічена траєкторія, в даному разі, буде відображати саме стратегію розвитку, а не економічного зростання. Вона, зокрема, може передбачати суттєві коливання планових значень фінансових показників. Здатність підприємства підтримувати розвиток поблизу цієї стратегічної траєкторії означатиме стійкість, але жодним чином не стабільність. Остання не може бути ознакою розвитку, адже належить до характеристик кількісних змін, точніше їх окремих варіантів. Отже, про стабільність доречно говорити лише в разі застосування корпоративних стратегій зростання або скорочення і тільки за умови збереження темпів даних процесів. При цьому стабільність виступає формою проявлення стійкості системи.

Аналізуючи визначення фінансової стійкості, надані в табл. 1.1 і табл. 1.2, можна дістатися висновку, що деякі з них, у той чи іншій мірі, відображають принципи теорії систем. Ряд авторів визначають фінансову стійкість у контексті

спроможності організації витримувати вплив факторів зовнішнього і внутрішнього середовища [24, с. 16; 46, с. 33; 50, с.15; 58, с. 43; 59, с. 87]. Так, Л. О. Орланюк – Малицька формулює фінансову стійкість як «здатність суб'єкта ринку зберігати кількість і якість своїх фінансових ресурсів за умов зміни середовища». В окремих дефініціях, цілком виправдано, зазначається така важлива характеристика фінансової стійкості як ризик її втрати [29, с. 7; 55, с. 62; 66, с. 56; 76, с. 135; 79, с. 52; 81, с. 257]. Підприємство може протягом певного, іноді достатньо тривалого часу, демонструвати зростання значень фінансових показників, застосовуючи агресивні стратегії нарощування обсягів виробництва та експансії на нові ринки збуту продукції за рахунок надмірного збільшення частки позичкового капіталу й низьколіквідних активів. При цьому динаміка фактичних значень цільових індикаторів може майже збігатися з наміченою (плановою) траєкторією зростання. Якщо залишити поза увагою збільшення ризику, що є очевидною ознакою такої стратегії, легко дістатися помилкового висновку про високий рівень фінансової стійкості даного суб'єкта господарювання.

Особливого значення фактор ризику набуває в процесі створення системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку, тобто під час кардинального реформування умов господарювання. Підприємство, яке в цій ситуації зволікає з відмовою від стратегії зростання на користь збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах, ризикує втратою корпоративної стійкості, що згодом неминуче призведе до певного, ймовірно різкого погіршення фінансових результатів. Замість переходу на траєкторію еволюційного розвитку, шляхом поступової адаптації до якісних змін стратегічних орієнтирів, підприємство, у такому разі, може опинитися в точці біфуркації з непередбачуваними наслідками для його фінансового стану. В окремих визначеннях фінансової стійкості, сформульованих на основі системного підходу, вона тлумачиться статично, як стійкість рівноваги, а не руху. Так, А. В. Лазня розуміє під фінансовою стійкістю «властивість фінансової системи повертатися до рівноважного стану після припинення

негативного впливу, що вивело її з цього стану» [39 , с. 222]. Зважаючи на те, що підприємство, як відкрита система, постійно знаходиться під впливом факторів динамічного середовища, що обумовлює не лише кількісні, але і якісні її зміни (розвиток системи), зазначений погляд є занадто спрощеним. Аналогічний висновок можна зробити і щодо ототожнення фінансової стійкості зі станом рівноваги [63, с. 115]. Нерівновага економічних процесів є важливою характеристикою системи, що здатна до самоорганізації [89, с. 15]. Підтримання стійкості в процесі розвитку (якісних змін) системи передбачає контрольований перехід із вихідного в інші рівноважні стани.

Із 61 дефініції, що було проаналізовано (табл.1.1, 1.2), лише в чотирьох фінансова стійкість тлумачиться як стійкість функціонування та розвитку фінансової системи [26, с. 75; 41, с. 217; 58, с. 43; 60, с.71]. Найбільш змістовно це поняття розкрито Г. Г. Єрмоленко. Автор визначає п'ять принципових ознак фінансової стійкості підприємства, зокрема, здатність здійснювати діяльність в умовах підприємницького ризику та зберігати рух по наміченій траєкторії, незважаючи на вплив внутрішніх і зовнішніх чинників [26, с. 75]. Не залишилась без уваги і характеристика фінансової стійкості у вузькому розумінні цього поняття (незалежність від зовнішнього фінансування та оптимальна структура активів і джерел їх покриття).

Такий погляд на фінансову стійкість відповідає принципам теорії систем, проте не враховує особливостей концепції сталого розвитку. У рамках концепції бізнес-центризму фінансова, виробнича, технологічна, ринкова, правова та соціально-екологічна стійкість розглядаються як складові економічної стійкості. Отже, теоретично для досягнення стійкого стану підприємству необхідно забезпечити стійкий розвиток у всіх його зазначених вимірах. Проте відсутність критеріїв збалансованості різновекторних цілей не дозволяє перевести таку задачу в практичну площину. Більш того, такі критерії суперечать самої суті концепції бізнес-центризму, яка орієнтує суб'єкти господарювання на максимізацію прибутку, ринкової вартості акцій та інші суто фінансові цілі. В результаті підвищення корпоративних екологічних і

соціальних стандартів відбувається не системно, під впливом законодавчих вимог, адміністративного тиску, а також з огляду на високі ризики трудових конфліктів або техногенних аварій. Таким чином, фінансова стійкість розглядається поза системних взаємозв'язків з іншими вимірами розвитку підприємства як відкритої економічної системи. Концепція бізнес-центризму дозволяє підтримувати рівноважний стан фінансових показників доки соціальні та екологічні проблеми суспільства не трансформуються в ризики суб'єктів господарювання. В процесі такої трансформації рівноважний стан фінансових показників стає все важче підтримувати без збалансованості корпоративного розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Отже, системний взаємозв'язок фінансової та корпоративної стійкості дедалі посилюється.

Таким чином, в рамках концепції сталого розвитку фінансова стійкість не втрачає свого значення, але змінює зміст, перетворюючись із характеристики суто фінансової діяльності в інтегровану категорію «корпоративна стійкість». Вона, на відміну від фінансової стійкості, характеризує здатність організації гармонізувати та підтримувати вектори розвитку в економічному, екологічному і соціальному вимірах. Таке розуміння діалектики взаємозв'язку корпоративної і фінансової стійкості має практичний сенс лише за умови забезпечення збалансованості розвитку. Ігноруючи екологічні та соціальні інвестиції можна, за певних умов, підтримувати фінансову стійкість протягом тривалого часу, але вона у такому разі не матиме нічого спільного з корпоративною стійкістю. Проте, концепція триєдиного підсумку не відповідає на питання, яким чином має визначатися баланс розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Очевидно лише те, що нехтування певним виміром розвитку суперечить самої суті цієї концепції. Підприємство з високими стандартами оплати труда не може вважатися стійким, якщо воно, наприклад, має тривалий конфлікт з місцевою громадою з приводу високого рівня викидів забруднюючих речовин. Однак, звідси не випливає висновок щодо необхідності пропорційного зростання витрат на реалізацію заходів екологічного,

соціального та суто економічного характеру або щодо пропорційності їхніх результатів. Пропорційність і збалансованість розвитку є близькими, але не тотожними поняттями. Спроби знайти баланс напрямів розвитку підприємства, орієнтуючись на нефінансові критерії (наприклад, пропорційності розвитку), або ґрунтуються на передчасному застосуванні принципів концепції перспективи сталого розвитку (рис. 1.1.в), або диктуються власними інтересами менеджерів, що не збігаються з стратегічними цілями збільшення вартості бізнесу. У будь-якому разі, вони можуть негативно позначитися на фінансових результатах і викликати втрату корпоративної стійкості. В рамках концепції сталого розвитку та існуючих реалій баланс інтересів може визначатися лише на базі стратегічної оптимізації значень фінансових критеріїв. Він має бути підсумком розробки корпоративної стратегії сталого розвитку і забезпечуватися в процесі її практичної реалізації. Термін «стратегічна оптимізація» означає встановлення оптимальної траєкторії розвитку, а не тактичну максимізацію короткострокових фінансових результатів.

У залежності від зовнішніх умов і фінансових можливостей підприємства, збалансованість напрямів корпоративного розвитку може досягатися на основі мінімальних законодавчих та суспільних вимог, середніх або кращих галузевих, регіональних, національних, європейських та світових стандартів. В період проведення економічних реформ, що мають на меті створення стимулів для запровадження в практику господарювання принципів корпоративного сталого розвитку, важливе значення набувають ризики впливу на підприємство процесів формування відповідних фінансових механізмів і змін інституційного середовища. Якісні зрушення в інституційному середовищі організації та формування системи фінансових механізмів сталого розвитку об'єктивно призводять до змін стратегічних рішень стосовно цільових фінансових результатів і прийнятного балансу економічних, екологічних і соціальних показників. Отже доречно говорити про динамічний баланс корпоративного розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Словосполучення «динамічний баланс» указує не лише на відносність

рівноважного стану та необхідність його підтримання в процесі функціонування підприємства, але і на закономірність послідовного переходу на нові рівні балансування, відповідні певним стадіям корпоративного розвитку. І за існуючого фінансового механізму, можна говорити про певний баланс корпоративного розвитку в його різних вимірах, якщо вибір оптимальної інвестиційної стратегії здійснюється із варіантів, що передбачають екологічні та соціальні новації. Звичайно цей баланс має мало спільного з уявленням суспільства про гармонійний розвиток, проте він об'єктивно відповідає якості стимулів діючого фінансового механізму. Наскільки ефективні ці стимули, настільки функціональне поняття корпоративної стійкості. Зростання практичного значення категорії корпоративної стійкості відбуватиметься по мірі формування системи фінансових механізмів сталого розвитку. Неминучість цього процесу обумовлюється не лише потребою суспільства, але і необхідністю приведення українського законодавства у відповідність із вимогами ЄС.

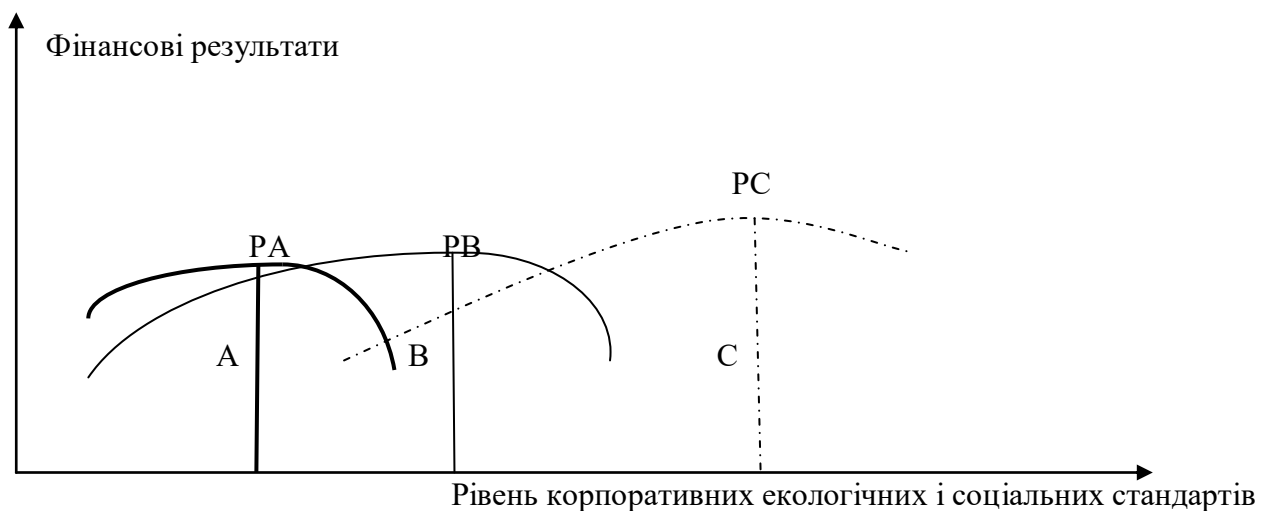
В умовах реформування податкової системи, виходу на ринок соціально-відповідальних інституційних інвесторів², запровадження екологічного страхування та інших суттєвих змін інституціонального середовища, на основі концепції бізнес-центризму вже неможливо забезпечити зростання економічних показників по наміченій траєкторії, тобто забезпечити фінансову стійкість підприємства. Необхідно передбачити вплив формування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку на фінансовий стан в стратегічній перспективі, розробити довгострокову програму адаптаційних заходів та на цій основі визначити нову оптимальну траєкторію розвитку. Корпоративна стійкість залежатиме як від здатності підприємства вірно визначити цю траєкторію, так і від спроможності забезпечити розвиток без суттєвих відхилень від неї.

² інститути спільного інвестування, інвестиційні банки, пенсійні фонди, страхові компанії та інші інституціональні інвестори, які дотримуються принципів соціально-відповідального інвестування.

Вплив реформування фінансових механізмів є основним фактором збурення в процесі трансформації корпоративної стратегії економічного зростання в стратегію сталого розвитку (рис. 1.2). Він викликає якісні зміни в підходах організації до розв'язання всіх кардинальних проблем корпоративного управління, зокрема, до фінансового планування, прийняття інвестиційних рішень, розробки емісійної та дивідендних політик. Як видно із рис. 1.2., задача забезпечення стабільності фінансових показників в процесі формування системи фінансових механізмів сталого розвитку ускладнюється зміною стратегічного балансу між його напрямками. Для одержання рівнозначних фінансових результатів необхідно або підвищувати рівень корпоративних екологічних і соціальних стандартів, або шукати інші можливості компенсації втрат. Обґрунтування форми залежності фінансових результатів від рівня корпоративних екологічних і соціальних стандартів надано в підрозділі.1.2. Нахил лівої висхідної лінії тренду (рис. 1.2) посилюється не лише через вплив фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку (збільшення ставок екологічного податку і привабливості пропозицій фондів соціального інвестування, зростання ролі екологічного страхування тощо), але і в результаті зменшення можливостей ухилення від санкцій за порушення природоохоронного законодавства та інші прояви соціальної безвідповідальності бізнесу.

На підйом правої спадної лінії тренду, окрім посилення фінансових стимулів інвестування у підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів, діє також активізація організованих стейкхолдерів і зростання їхнього впливу на прийняття стратегічних рішень суб'єктами господарювання. Згідно класичного визначення Р. Фрімана стейкхолдер – це «будь-яка група або індивідуум, котрі можуть впливати на досягнення організацією своїх цілей або бути під впливом наслідків їх досягнення» [90, с.46]. Кращою траєкторією розвитку буде та, що проходить через точки РА, РВ, і РС. Проте, вона далеко не завжди є можливою через обмеження фінансових ресурсів, складнощі їх залучення, занадто високі ризики погіршення фінансового стану і втрати

кредитоспроможності тощо. Отже, оптимальною часто виявляється інша траєкторія розвитку. Підприємство, як відкрита стаціонарна система, здійснює вибір стратегічної траєкторії руху фінансових показників, так само як і балансу інтересів в економічному, екологічному і соціальному вимірах, в умовах невизначеності. У разі прийняття рішення щодо застосування агресивних стратегій, воно свідомо обирає підвищений ризик втрати корпоративної стійкості.



A – вид залежності за існуючого фінансового механізму; B – вид залежності в тактичній перспективі; C – прогнозований вид залежності в стратегічній перспективі. PA, PB, PC – відповідні положення рівноважного стану.

Рис. 1.2. Вплив процесу формування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку на зміну координат рівноважного стану фінансових показників.

Отже, задача забезпечення корпоративної стійкості в процесі розвитку організації вимагає оптимізації ризиків та управління ними. В період проведення економічних реформ, що мають на меті створення умов для запровадження в практику господарювання принципів корпоративного сталого розвитку, важливе значення набувають ризики впливу на підприємство процесів формування відповідних фінансових механізмів і змін інституціонального середовища. Із врахуванням наведеного обґрунтування, корпоративну стійкість можна визначити наступним чином: корпоративна

стійкість – це спроможність організації, в умовах дії факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, зокрема трансформації фінансових механізмів, оптимізувати та забезпечувати, на основі збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах, за припустимого рівня ризику, стратегічну траєкторію руху значень цільових фінансових показників у межах відхилень, що не загрожують втратою організації здатності до саморегуляції. Під здатністю до саморегуляції розуміється спроможність повертатися до наміченої траєкторії. Вона втрачається в разі вимушеного переходу організації до іншої стратегії розвитку.

Запропоноване визначення є за суттю характеристикою якості фінансового менеджменту. З практичної точки зору, важливо сформулювати і поняття результатів розробки та реалізації стратегії забезпечення корпоративної стійкості, адже лише на основі такого підходу створюються умови для використання певних оціночних показників і формалізованих методів їх оптимізації. Цільові орієнтири на стадіях розробки і реалізації стратегії не є однаковими. В цьому сенсі, результатом розробки зазначеної стратегії можна вважати такий динамічний баланс індикаторів розвитку підприємства в економічному, екологічному та соціальному вимірах, за якого в умовах дії факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, зокрема під впливом трансформації фінансових механізмів, забезпечується, з припустимим рівнем ризику у межах відхилень, що не загрожують втратою організації здатності до саморегуляції, оптимальна траєкторія руху значень цільових фінансових показників. Цільовим результатом реалізації стратегії є забезпечення такої траєкторії на основі збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах.

Таким чином, у рамках концепції сталого розвитку та перехідної до неї моделі, поняття фінансової стійкості підприємства, як відкритої системи, трансформується в інтегроване поняття корпоративної стійкості.³ Саме трансформується, а не включається в нього в якості складової, адже суттю

³ Цей висновок не стосується концепції перспективи сталого розвитку (рис.1.1. в).

корпоративної стійкості є забезпечення збалансованості розвитку в різних його вимірах, яка визначається на основі фінансових критеріїв. Це не зменшує значення фінансової стійкості у вузькому розумінні цього поняття, як ресурсної фінансової стійкості (незалежність від зовнішнього фінансування та оптимальна структура активів і джерел їх покриття). В такій площині фінансову стійкість потрібно розглядати не лише як певну характеристику фінансового стану підприємства, але і як системний елемент стратегії забезпечення корпоративної стійкості, що зв'язує інвестиційні рішення з цільовими фінансовими результатами, наприклад вартістю підприємства. Зазначена властивість не притаманна іншим індикаторам, які мають не стратегічний, а тактичний характер (коефіцієнти ліквідності), або не є суто фінансовими (зокрема показники майнового стану підприємства). Фінансова ресурсна стійкість уявляє собою такий обсяг і структуру фінансових ресурсів, за яких організація, в умовах дії факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, зокрема трансформації фінансових механізмів, спроможна оптимізувати та забезпечувати, на основі збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах, за припустимого рівня ризику, стратегічну траєкторію руху цільових фінансових показників у межах відхилень, що не загрожують втратою організації здатності до саморегуляції.

Доцільно звернути увагу на те, що визначення корпоративної стійкості, обґрунтоване на основі теорії систем і синергетичного підходу, характеризує поняття не тотожне корпоративному сталому розвитку. Вона за суттю уявляє спроможність його забезпечити, шляхом підтримки динамічного балансу значень економічних, екологічних і соціальних показників підприємства. Корпоративний сталий розвиток, як збалансований розвиток у економічному, екологічному і соціальному вимірах, уявляє собою процес збалансованих кількісних та якісних змін значень економічних, екологічних і соціальних показників діяльності суб'єкта господарювання, що відбуваються з певним ступенем ризику втрати корпоративної стійкості, під впливом факторів

зовнішнього та внутрішнього середовища, зокрема трансформації фінансових механізмів.

Найбільш розгорнуту конкретизацію виміри сталого розвитку знайшли в методичних матеріалах Глобальної ініціативи зі звітності G 4 [91]. В рамках цієї системи економічна складова сталого розвитку характеризується такими критеріями як одержаний дохід, його розподіл, ризики та шанси, пов'язані зі зміною клімату, покриття витрат на додаткове соціальне та пенсійне страхування, обсяги державного фінансування, відносні показники заробітної плати, питома вага вихідців із місцевої громади в загальній чисельності менеджерів вищої ланки та вплив діяльності на регіональну економіку. Варто звернути увагу на те, що показники корпоративного розвитку в економічному вимірі і фінансові результати не є тотожними поняттями. Екологічний вимір корпоративного сталого розвитку розкриває наступна інформація: використання відновлювальних джерел енергії та відходів у виробництві, показники енергоспоживання, забруднення атмосферного повітря, зокрема парниковими газами, і водних об'єктів, заходи в галузі охорони навколишнього середовища, факти істотного впливу на біорізноманіття, практика поводження з відходами, штрафні санкції за порушення природоохоронного законодавства, інвестиції в охорону довкілля, негативний вплив на довкілля в ланцюжку постачань і відповідні запобіжні заходи.

Для оцінки сталого розвитку в соціальному вимірі використовується звітність щодо зайнятості та плинності кадрів у розрізі вікових, полових і регіональних груп, відмінностей корпоративних соціальних стандартів для тимчасового працевлаштування, соціальних гарантій для працівників, пов'язаних з материнством і доглядом за дитиною, дотримання вимог чинного законодавства при укладанні трудових угод, забезпечення належних умов праці та техніки безпеки, системи підвищення кваліфікації та кар'єрного зростання, відсутності дискримінації у питаннях призначення на керівні посади та оплати праці, моніторингу соціальних стандартів у ланцюжку постачань, фактів порушення трудового й антимонопольного законодавства, прав споживачів,

вимог щодо здійснення маркетингових комунікацій та відповідних санкцій, дотримання прав людини, використання дитячого та примусового труда, відповідності діяльності організації інтересам місцевої громади, антикорупційної практики, безпеки продукції, що виробляється, коректності маркування товарів і розкриття інформації про їхні якісні характеристики, захисту персональних даних клієнтів.

1.2. Системний характер взаємозалежності корпоративного сталого розвитку в екологічному та соціальному вимірах і фінансових результатах

Як було обґрунтовано в підрозділі 1.1, в процесі корпоративного розвитку, збалансованого в економічному, екологічному та соціальному вимірі, має забезпечуватися стратегічна траєкторія руху значень цільових фінансових показників. Це можливо лише за умови економічної ефективності інвестицій у підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів, тобто позитивного впливу корпоративної соціальної діяльності (КСД) на фінансові результати підприємства. Під КСД розуміється «конфігурація принципів соціальної відповідальності бізнес-організації, процесів соціальної взаємодії, а також політик, програм і результатів, які належать до соціальних відносин фірми» [92, с. 693]. Далі термін «корпоративна соціальна діяльність» вживається стосовно суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм. КСД характеризує екологічний і соціальний виміри сталого корпоративного розвитку[91], включаючи поліпшення умов праці та її оплати, покриття витрат на додаткове соціальне та пенсійне страхування, захист прав акціонерів і споживачів.

Якщо залежність фінансових результатів від рівня КСД є сумнівною або нестійкою, передчасно говорити про практичну реалізацію концепції сталого розвитку. За таких умов актуалізується задача дослідження факторів, які формують і посилюють цю залежність. Питання ступеня і форми зв'язку фінансових результатів з КСД, визначення факторів його забезпечення та ролі

фінансових механізмів у цьому процесі досі залишаються дискусійними. У країнах із розвинутою ринковою економікою емпіричні дослідження впливу корпоративної соціальної діяльності на фінансові показники компаній тривають вже четверте десятиріччя. При цьому існують як розбіжності в отриманих результатах, так і в їх інтерпретації [93; 94; 95]. На жаль, відсутність достовірних статистичних даних поки унеможливорює проведення такого роду досліджень для підприємств в Україні. Останнім часом, з ціллю синтезувати результати численних емпіричних досліджень використовується інструментарій мета-аналізу [96 – 102]. Так, М. Орлітські, Ф. Шмідт і С. Райнз [96] за результатами мета-аналізу 52 попередніх досліджень, що охоплювали 33878 спостережень, дісталися наступних висновків. По-перше, соціальна відповідальність компаній та у меншій мірі екологічна винагороджуються поліпшенням фінансових показників. Фінансовий добробут компаній, у свою чергу, сприяє їх соціальної відповідальності. Ця взаємна кореляційна залежність опосередковується рівнем репутації. По-друге, доведено, що КСД позитивно впливає на рентабельність активів та показник інвестиційного потенціалу – коефіцієнт Q Тобіна ⁴, однак негативно – на відношення прибутку до ринкової вартості акцій. Отже, соціальні інвестиції не так сприяють максимізації чистого прибутку компанії, скільки забезпечують зростання її капіталізації. У той же час, такі висновки не підтверджує мета-аналіз Дж. Марголіса і Дж. Уолша, котрі переконані, що ані позитивний, ані негативний вплив корпоративної соціальної діяльності на фінансові результати не можна вважати остаточно доведеним, оскільки тіснота зв'язку хоча і статистично значима, але занадто мала [99].

Суперечливі результати емпіричних досліджень часто пояснюють розбіжностями у методології їх проведення, зокрема вибором методу порівняння даних та показників, які характеризують рівень корпоративної

⁴ Коефіцієнт Q Тобіна = (вартість активів за фінансовим обліком – вартість звичайних акцій за фінансовим обліком – відкладені податкові активи + ринкова вартість звичайних акцій) / вартість активів за фінансовим обліком.

соціальної діяльності і фінансову результативність [102], урахуванням часового лага між спостереженнями та параметрів інституційної і галузевої специфіки [101]. Теоретичні обґрунтування взаємозв'язку корпоративної соціальної діяльності та фінансових результатів базуються на різних, іноді протилежних підходах. Прихильники принципал-агентської теорії наполягають на тому, що припустимість стратегічних цілей, інших ніж задоволення інтересів акціонерів, призводять або до неефективної діяльності корпорацій, або до зловживань менеджерів [103]. Теорія опортунізму менеджменту [104] пояснює мотивацію соціальних інвестицій у ситуації погіршення фінансового стану підприємств бажанням їх керівництва замаскувати власні помилки та прорахунки. Теорія недостатності ресурсів [105], хоча і знаходить зовсім інше підґрунтя для соціальних інвестицій, а саме наявність вільних коштів, що можуть бути спрямовані на реалізацію репутаційних проектів, по суті є дуже близькою до попередніх гіпотез, оскільки не бачить у КСД самостійного чинника поліпшення фінансових показників. У рамках сигнальної теорії [106] позитивний вплив корпоративної соціальної відповідальності на інвестиційну привабливість суб'єктів господарювання не заперечується, але обґрунтовується тільки підвищенням їх репутації, яка виступає своєрідним позитивним сигналом для інвесторів.

Принципово відмінними є погляди прихильників теорії інтересів (теорії стейкхолдерів). Починаючи з класичного труда Фрімана [90], її концептуальною ідеєю є те, що фінансова успішність компанії визначається ступенем розвитку відносин з ключовими групами стейкхолдерів, а саме споживачами, персоналом, місцевими громадами, некомерційними організаціями, та, відповідно, задоволенням їх інтересів разом з інтересами акціонерів. Виходячи з постулатів теорії стейкхолдерів М. Барнетт запропонував логічне обґрунтування природи впливу рівня КСД на фінансові результати підприємств [107]. Він строго розділяє поняття корпоративної соціальної відповідальності та корпоративної соціальної діяльності, розуміючи під КСВ певні інвестиції, які в своїй масі у конкретний момент часу визначають

досягнутий рівень КСД. М. Барнетт обґрунтовує різну фінансову віддачу однакових соціальних інвестицій для різних фірм або для одного підприємства у різні періоди часу рівнем спроможності суб'єкта господарювання ідентифікувати шанси покращення відносин із стейкхолдерами, реалізовувати їх та отримувати відповідний прибуток. Цей рівень спроможності залежить від попереднього стану відносин із стейкхолдерами. Якщо компанія не приділяла достатньо уваги побудові таких відносин у минулому їй важко розраховувати на високу фінансову ефективність соціальних інвестицій у короткостроковій перспективі і навпаки. Крім того, коли суспільні очікування щодо КСВ зростають, підтримання рівня фінансової ефективності соціальних інвестицій потребує додаткових вкладень. Звичайно, від компаній з великим капіталом і високими доходами завжди очікують і нестандартний рівень КСВ, що ускладнює для них досягнення і перевищення середньогалузевих показників фінансової ефективності соціальних інвестицій.

Необхідно зазначити, що за Барнеттом економічний ефект соціальних інвестицій може проявлятися тільки через зворотний зв'язок із стейкхолдерами, тобто їх позитивну реакцію, наприклад, у вигляді прихильності споживачів до торгової марки або продуктивної праці персоналу підприємства. Він вважає формами КСВ тільки ті, що відповідають ознакам спрямованості на соціальний добробут та водночас орієнтації на розвиток відносин із стейкхолдерами (персонал підприємства, споживачі, постачальники, громадські організації). Отже, поза класифікацією соціальних інвестицій залишаються не тільки прояви корпоративного альтруїзму й проекти, мотивовані власними інтересами керівників компаній (адже не простежується орієнтація на покращення відносин із стейкхолдерами), або методи прямого впливу на політичні партії, неурядові організації, та інші структури зовнішнього оточення фірми шляхом їх безпосереднього стимулювання (позаяк це не гармонує з інтересами суспільства), але й всі соціальні інвестиції з неопосередкованим зворотною реакцією стейкхолдерів впливом на фінансові результати суб'єкта господарювання. Таким чином, цей методологічний підхід має дуже обмежену

сферу застосування. На його основі не можна досліджувати зв'язок з фінансовими результатами найбільш ефективних видів КСД, зокрема, інновацій у галузі енергозбереження та охорони навколишнього середовища.

Інтегрована оцінка суперечливих результатів емпіричних досліджень призводить до закономірного висновку щодо різної ефективності КСД у залежності від рівня корпоративних соціальних та екологічних стандартів. Так, Роджер Мартін запропонував матрицю форм корпоративної соціальної відповідальності, яка складається із чотирьох квадрантів [108]. Два нижніх містять форми КСВ, що відповідають загальноприйнятим нормам і звичаям або безпосередньо диктуються чинним законодавством. Загальною рисою цих форм є те, що вони не суперечать інтересам акціонерів, адже призводять до покращення фінансових показників. Ще більш очевидним у разі ігнорування соціальної відповідальності такого роду є погіршення фінансових результатів за рахунок відповідних санкцій з боку держави та суспільства. Верхні квадранти матриці об'єднують форми КСВ, що мотивовані суспільними потребами. Вплив цих форм на фінансові показники суб'єктів господарювання є важко передбачуваним, бо залежить від реакції споживачів, персоналу, владних структур тощо. Границі між квадрантами не є сталими. Соціальні новації, що довели свою ефективність, стають загальноприйнятою практикою, адже переймаються конкурентами, та поступово закріплюються відповідними законодавчими актами.

Матриця Р. Мартина дає відповідь на питання щодо рівня корпоративних екологічних і соціальних стандартів, за яких економічна ефективність КСД є максимальною. Це має місце у разі його відповідності вимогам чинного законодавства та нормам, прийнятим у бізнес-середовищі. Проте зазначена матриця залишає відкритим питання щодо існування закономірностей зміни ефективності інвестицій у підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів у діапазонах їх низьких та високих значень. Відповідь на нього потребує додаткового аналізу характеру впливу КСД на фінансові результати підприємств. Як зазначалося вище, цей вплив може бути прямим і

опосередкованим реакцією стейкхолдерів. Суб'єкти господарювання, які не дотримуються відповідних вимог чинного законодавства та прийнятих у суспільстві норм і звичаїв, можуть мати проблеми з плинністю кадрів і трудовими конфліктами, зменшенням попиту на свою продукцію, тиском з боку місцевих громад і неурядових організацій. Наслідком такої реакції стейкхолдерів є фінансові втрати. В площині досліджуваного питання доцільно ще раз звернути увагу на висновки М. Барнетта щодо недооцінки стейкхолдерами соціальної діяльності підприємств, які не приділяли їй достатньої уваги у минулому [107]. Довіра стейкхолдерів зростає поступово. Так само поступово проявляється їх позитивна реакція на КСД, яка відображається у фінансових результатах. Отже по мірі наближення корпоративних соціальних стандартів до рівня, що відповідає вимогам чинного законодавства та загальноприйнятим нормам і звичаям, фінансові результати зростають, але не лінійно. Аналогічна залежність має місце за прямого впливу рівня КСД на значення фінансових показників, яка проявляється, передусім, через суми екологічного податку та штрафних санкцій за порушення природоохоронного законодавства.

Інші закономірності характерні для підприємств з рівнем корпоративних соціальних та екологічних стандартів понад вимог законодавства та прийнятих норм і звичаїв. Як було показано вище, вони стикаються з підвищеними суспільними очікуваннями, що призводить до недооцінки КСД стейкхолдерами та, відповідно, зниженню її економічної ефективності. Запровадження інноваційних енергоефективних, екологічно чистих технологій, які безпосередньо впливають на фінансові результати підприємств, пов'язане з підвищеним ризиком. Інвестори, крім того, зазвичай вбачають у відхиленні КСД від пересічного рівня своєрідну ознаку порушення балансу інтересів акціонерів та інших груп стейкхолдерів та оцінюють це як додатковий ризик, тим більший, чим більше таке відхилення. Отже, в полі високих значень рівня корпоративної соціальної діяльності варто очікувати поступового послаблення інтенсивності його впливу на фінансові результати суб'єктів господарювання.

Наведені аргументи, у першому наближенні, свідчать на користь гіпотези щодо нелінійної залежності фінансових результатів суб'єктів господарювання від рівня їх корпоративної соціальної діяльності із оптимумом, що відповідає прийнятним нормам і звичаям. Проте уявлення, що ця залежність має форму параболи є занадто спрощеним і може відповідати дійсності лише за наступними припущеннями:

- санкції, що накладаються суспільством за недотримання законів та загальноприйнятих норм і звичаїв строго пропорційні заохоченню за понаднормативний рівень корпоративної соціальної діяльності;
- інвестиційний ринок сприймає інтереси акціонерів та інших стейкхолдерів абсолютно не дискримінаційно і тому адекватно реагує на відхилення КСД від звичайного середнього рівня.

Гіпотеза щодо наявності інвертованої U - подібної залежності фінансових результатів підприємств від рівня їх соціальної діяльності підтверджується результатами ряду емпіричних досліджень [109 – 115]. Так нелінійний характер зв'язку знайшов підтвердження у дослідженнях С. Бреммера та А. Мілінгтона для такого виду соціальної діяльності, як добродійність [113], М. Барнетта та О. Соломона щодо доходності соціально-орієнтованих інститутів спільного інвестування [114], а також у результатах аналізу взаємного впливу агрегованих показників КСВ і якості корпоративного управління на фінансову ефективність компаній [115]. Т. Буш і Х. Гофман наголошують на доцільності проведення подальших наукових робіт для з'ясування характеру нелінійного зв'язку окремих видів корпоративної соціальної діяльності з фінансовими результатами [116].

Обґрунтування нелінійної форми залежності між рівнем КСД та фінансовими результатами підприємств надає можливість дослідження дії факторів, які сприяють або перешкоджають підвищенню корпоративних екологічних і соціальних стандартів і визначають закономірності змін виду цієї залежності. В контексті цієї задачі, передусім, варто звернути увагу на вплив інституціональних чинників, які згідно інституціональної теорії корпоративної

соціальної відповідальності Джона Кемпбелла [117] визначають імовірність залучення компаній до КСД. Результати дослідження Дж. Кемпбелла свідчать, що ймовірність КСД зростає за наявності наступних інституціональних факторів:

- державного регулювання корпоративної соціальної діяльності, розробленого на основі консенсусу бізнесу, державних органів та інших відповідних зацікавлених сторін;
- ефективної системи саморегулювання бізнесу, що забезпечує КСД;
- активного моніторингу діяльності підприємств і впливу на них з боку незалежних неурядових, громадських організацій, інституційних інвесторів, засобів масової інформації;
- інституалізації вимог до корпоративної соціальної відповідальності в публікаціях у впливових виданнях, програмах бізнес-шкіл та освітніх заходах за участю представників ділових кіл;
- організації об'єднань промисловців і підприємців, на принципах КСВ;
- діалогу ділових кіл із профспілками, громадськими організаціями та іншими стейкхолдерами.

Окрім того, певний вплив справляють умови економічного середовища, такі як стан економіки та рівень конкуренції. Інституціональна теорія КСВ, сама по собі, не пояснює зв'язок рівня КСД з фінансовими результатами підприємств. Проте, поєднання її постулатів з розглянутими вище економічними наслідками реакції стейкхолдерів на корпоративну соціальну діяльність уможливорює висновки щодо варіантів такого зв'язку. Візьмемо за основу гіпотетичну параболічну лінію тренду, побудовану за вищенаведеними припущеннями (рис.1.3) і проаналізуємо вплив інституціональних чинників на трансформацію положення її гілок. Очевидно, що перелічені фактори сприяють інтеграції принципів корпоративної соціальної відповідальності в норми й звичаї ведення бізнесу та сприяють посиленню правових вимог. Отже оптимальний рівень КСД (точка D) зрушується вправо вздовж осі X. Ліва висхідна лінія тренду має тенденцію вирівнювання в області A уздовж осі X

(як показано стрілкою на рис 1.3) за умов толерантного сприйняття бізнес-середовищем недотримання законодавства, прийнятих норм і звичаїв, а також за наявності високого рівня корупції та неефективної судової системи. За таких обставин розмір санкцій з боку держави і суспільства до підприємств мінімізується.

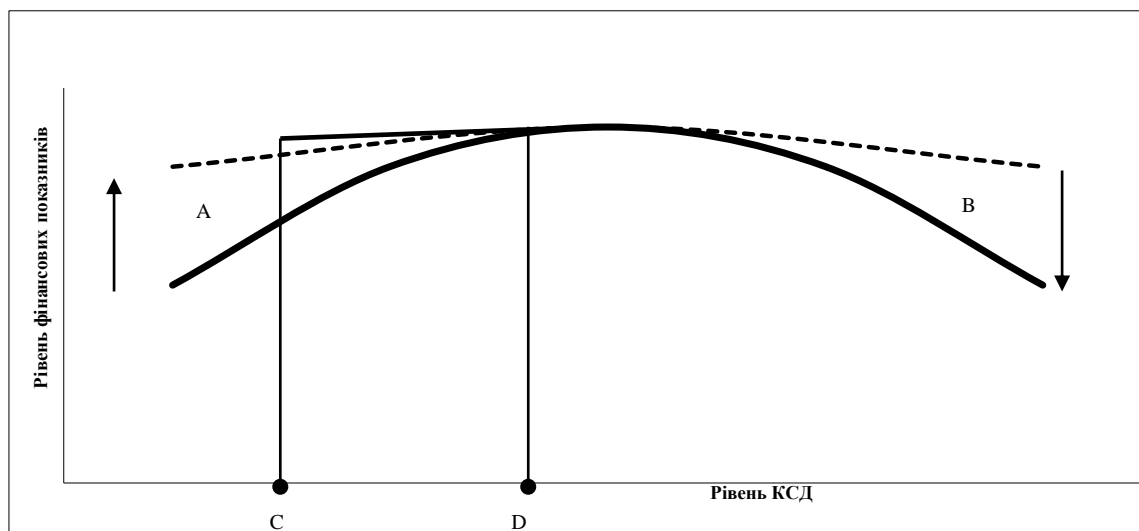


Рис.1.3. Трансформація залежності фінансових показників від рівня КСД за умов негативного впливу економічних та інституціональних чинників

Зазначені інституціональні чинники зменшують можливості недотримання законодавства у соціальній та екологічних сферах з мінімальними фінансовими втратами (інтервал між точками С і D), тобто діють на ліву гілку протилежним чином. В умовах відсутності зворотної реакції стейкхолдерів на підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів понад вимог чинного законодавства, прийнятих норм і звичаїв, права спадна лінія тренду максимально нахилиється до осі Y, як показано стрілкою в області В на рис. 1.3. Активність організованих стейкхолдерів і діалог ділових кіл з ними збільшує шанси суспільного визнання такої ініціативної корпоративної соціальної діяльності, що сприяє вирівнюванню правої гілки на графічному зображенні залежності фінансових результатів підприємств від рівня їх КСД.

Необхідно зазначити певні застереження щодо спрощеного трактування графічного відображення залежності фінансових показників підприємств від рівня їх корпоративної соціальної діяльності. Насамперед, воно характеризує лише основні закономірності формування цієї залежності, але не кількісні співвідношення. Крім того, нахил лінії тренду в полі високих значень рівня КСД не означає обов'язкового зниження фінансових показників найбільш соціально відповідальних підприємств, що поширюють практику екологічного і соціального інвестування. Можна, з певною ймовірністю, стверджувати лише те, що їх фінансові результати у короткостроковій перспективі, за таких обставин, були б кращими при виборі інших варіантів інвестування. З іншого боку, позитивний зв'язок фінансових показників з індикаторами КСД для підприємств, які не досягли пересічного рівня соціальної відповідальності, не є автоматичним обґрунтуванням економічної доцільності концентрації їх зусиль на розробці і впровадженні соціальних програм. Варто підкреслити, що обґрунтована інвертована U-подібна залежність фінансових показників від рівня КСД (рис. 1.3) справедлива лише для визначених вище умов, а саме наявності для певного виду КСД законодавчих норм та / або загальноприйнятих правил і звичаїв. У іншому разі, форма залежності може виявитися прямо протилежною, як наприклад, для благодійної діяльності, де кращі фінансові результати спостерігаються у найбільш і найменш соціально-відповідальних компаній (у перших у стратегічній, а у других – у короткостроковій перспективі) [113]. Певний вплив на залежність фінансових результатів від КСД справляє специфіка видів економічної діяльності. Як зазначають П. Годфри та Н. Хетч, вона буде істотно різною для видів економічної діяльності, що зорієнтовані на надання споживчих послуг (банківська діяльність, торгівля, страхування тощо), де ефект соціальних інвестицій безпосередньо відчувається місцевими громадами, і важкою промисловістю, де на перший план виступає екологічна складова сталого розвитку [118, с.337].

У практичній площині виключно важливо визначити як проявляються загальні закономірності трансформації зв'язку між КСД і фінансовими результатами в умовах інституціонального середовища українських підприємств на сучасному етапі соціально-економічного розвитку країни. З цією метою необхідно провести порівняльний аналіз стану інституціональних чинників. Певну інформацію дають відомі міжнародні рейтинги. Так, згідно глобального індексу конкурентоспроможності 2015 – 2016 [119] Україна посідає 79 місце серед 140 країн світу, що на 3 позиції нижче ніж у попередньому періоді. Проте, за рівнем досконалості інвестиційного середовища – лише 130 місце. Зокрема, за критерієм незалежності судової системи країна знаходиться на 132 місці. Найбільш проблематичним фактором визнано високий рівень корупції. Такий висновок підтверджується Індексом сприйняття корупції (CPI), який оприлюднюється міжнародною організацією Transparency International. Україна у 2015 році посіла 130 місце у світі зі значенням CPI на рівні 27 балів із 100 можливих, що лише на 1 бал краще результату попереднього року [120]. Варто зазначити й відсутність помітної позитивної динаміки [121, с. 52].

За таких умов, імплементація норм законодавства щодо стимулювання корпоративного сталого розвитку ускладнюється, прийнятний для бізнесу рівень КСД відстає від передбаченого законом, ігнорування соціальних інвестицій істотно не позначається на фінансових результатах підприємств. На графічну форму залежності фінансових показників суб'єктів господарювання від рівня соціальної діяльності це впливає наступним чином: ліва висхідна лінія тренду має тенденцію вирівнювання уздовж осі X; рівень корпоративної стійкості, що визначається загальноприйнятою практикою знаходиться ліворуч рівня КСД, який строго відповідає вимогам чинного законодавства; нахил лінії тренду в інтервалі між точками С і D (рис.1.3) мінімізується.

Несприятливі умови ведення бізнесу (Україна посідала в 2015 році 96 місце у глобальному рейтингу Світового банку [122]) позначаються на кількості збиткових підприємств. За даними Держстату України частка великих і

середніх підприємств, які показали у фінансовій звітності збитки до оподаткування у 2015 році, становила 31,9% до їх загальної кількості (у промисловості – 36,2%). Отже для багатьох підприємств характерним є стан боротьби за виживання, котрий є гальмом для корпоративної соціальної діяльності, якщо не підґрунтям для ігнорування її принципів.

Наближенню соціальної відповідальності підприємств до рівня, що строго відповідає вимогам чинного законодавства, не сприяють і такі інституціональні чинники, як відсутність ефективної системи саморегулювання бізнесу; незначна, у порівнянні з країнами Європейського союзу, роль провідних наукових шкіл і вищої освіти, а також об'єднань промисловців і підприємців у формуванні принципів і вирішенні проблем КСД; нерозвиненість діалогу ділових кіл із профспілками, громадськими організаціями та іншими стейкхолдерами. Крім того, недостатня консолідація інтересів і організаційна слабкість стейкхолдерів не дозволяють їм суттєво впливати на фінансові результати суб'єктів господарювання, стимулюючи соціально-відповідальний бізнес і сприяючи невідворотності санкцій та збитків за нехтування його принципами. Графічно на формі залежності фінансових показників від рівня їх соціальної діяльності це виражається у крутому нахилі правої частини тренду, тоді як ліва залишається пологою, а у певному інтервалі навіть паралельною осі Х. Під впливом зазначених чинників рівень корпоративної соціальної діяльності українських підприємств не може істотно позначатися на їх фінансових результатах, тому він не зазнає позитивних зрушень. За відсутністю інформації щодо вітчизняних компаній у міжнародних індексах КСД, певне уявлення про реальний стан справ дають результати вирішення екологічних і соціальних корпоративних проблем, проаналізовані в розділі 2.1, та той факт, що Україна посідає 76-е місце з-поміж 140 країн світу за позицією «етика поведінки компаній» [119].

Інституціональна теорія корпоративної соціальної відповідальності залишає поза увагою дію фінансових механізмів сталого розвитку. Проте, вона заслуговує на всебічне дослідження з огляду на очевидність наступних

впливів зміни податкових і кредитних ставок і пільг, страхових тарифів, штрафних санкцій та інвестиційних пріоритетів на трансформацією залежності фінансових результатів підприємств від рівня КСД. Підвищення ставок екологічного податку в результаті фіскально-нейтральної податкової реформи об'єктивно сприяє зростанню економічної ефективності запровадження енергоефективних екологічно чистих технологій. Як наслідок, кожному рівню КСД мають відповідати більші значення фінансових результатів. Аналогічний ефект спостерігатиметься і в разі застосування цільових податкових і кредитних пільг. Урахування ризиків незадовільних корпоративних екологічних і соціальних стандартів у процесі визначення кредитних ставок і страхових тарифів негативно впливає на фінансові результати підприємств в інтервалі низьких значень рівня КСД. Якісно схожі наслідки, але більш масштабні у кількісному вимірі, матиме реалізація принципу відшкодування суб'єктами господарювання у повному обсязі шкоди, заподіяної ними суспільним інтересам. Практика соціально-відповідального інвестування та функціонування в ЄС системи торгівлі квотами на викиди парникових газів доводить справедливність теоретичного висновку щодо її впливу на посилення зв'язку між КСД і фінансовими результатами підприємств. Зважаючи на те, що удосконалення фінансових механізмів передусім досягається шляхом змін законодавства, воно впливає на оптимальний (з огляду на максимізацію фінансових результатів) рівень КСД. Із удосконаленням фінансових механізмів сталого розвитку його досягнення вимагає забезпечення більш високих корпоративних екологічних і соціальних стандартів. Таким чином, фінансові механізми та інституціональні чинники можуть не лише підвищувати ймовірність корпоративної соціальної діяльності, але також створювати відповідні економічні стимули, різні за природою і формами дії.

Обґрунтована вище форма залежності КСД і фінансових результатів надає можливість з'ясувати певні пріоритети побудови фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку, тобто податкового, інвестиційного, бюджетного, кредитного та страхового. У графічній інтерпретації (рис.1.2.)

вони мають бути зорієнтовані на зрушення рівноважного стану вправо вздовж осі X і вгору, на збільшення нахилу лівої (висхідної) лінії тренду та на максимізацію підйому правої (у полі високих корпоративних екологічних і соціальних стандартів). Важливо, що значно ефективнішою виявляється концентрація зусиль не у напряму стимулювання соціальної діяльності понад вимог закону та загальноприйнятих звичаїв, а у створенні умов, що забезпечують невідворотність відчутних фінансових збитків для підприємств, які нехтують принципами КСВ. Сучасні дослідження доводять, що в країнах, де такі умови ведення бізнесу є реальністю, соціальні інвестиції, спрямовані на зменшення негативних екстерналій, більше впливають на фінансові результати, ніж інвестиції у створення додаткових позитивних екстерналій виробничо-господарської діяльності підприємств [123]. Зокрема, це примушує відмовитись, за теперішніх обставин, від вельми розповсюдженого погляду на корпоративну соціальну відповідальність лише у контексті неорієнтованої на фінансовий результат діяльності понад вимог чинного законодавства [124;125]. Оскільки оптимальні значення фінансових показників досягаються за рівня КСД, що відповідає вимогам чинного законодавства, ефективним видається поступове посилення державного регулювання такої діяльності, зокрема, за допомогою податкової реформи, націленої на стимулювання корпоративного сталого розвитку.

На користь висновку про доцільність активізації ролі державного регулювання у царині корпоративної соціальної діяльності свідчать і відповідний досвід країн Євросоюзу, і загальновідомі вади наших соціальних і екологічних стандартів. Проте думка про можливість примушення підприємств до реалізації стратегій корпоративного сталого розвитку, використовуючи як важіль жорсткі вимоги закону та санкції за їх недотримання, є хибною. З огляду на результати даного дослідження, такий підхід без відповідних інституціональних перетворень і формування певних економічних умов призведе до поглиблення відставання пересічної практики соціальної діяльності від вимог закону та зростанню трансакційних витрат підприємств,

(що відповідає подовженню пологого тренду в інтервалі між точками С і D на рис. 1.3). Стимулювання сталого розвитку може бути ефективним лише в системі, що об'єднує державу, підприємство та його стейкхолдерів на основі взаємного впливу державного регулювання і процесів інвестування підприємств у соціальні та екологічні програми, опосередкованого змінами правил, звичаїв і стратегій ведення бізнесу.

1.3. Концептуальні засади системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку.

Комплексне та систематичне впровадження екологічних заходів і підвищення соціальних стандартів на підприємствах можливе, як правило, лише за умови їх позитивного впливу на фінансові результати. Як було доведено у підрозділі 1.2., форма і тіснота зв'язку фінансових результатів підприємств з рівнем корпоративних екологічних і соціальних стандартів визначається дією фінансових механізмів та інституціональних факторів. Тому так важливо обґрунтувати концептуальні основи побудови фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Фінансовими традиційно вважають бюджетний, кредитний, податковий, страховий та інвестиційний механізми. Питанням визначення сутності та структури фінансового механізму присвячені численні публікації. Певне уявлення про загальні підходи та розбіжності у поглядах дають наступні дефініції (табл.1.3).

За всією розмаїтістю формулювань помітні два підходи до трактування фінансового механізму, а саме як внутрішньої організації фінансів та як засобу зовнішньої дії фінансової політики [145]. Переважно увагу серед науковців викликає розробка інструментарію впливу на керовані об'єкти. Визначення, надані в табл.1.3, свідчать про те, що у структурі фінансового механізму зазвичай виділяють його методи, важелі та форми забезпечення. Існують і пропозиції, щодо доцільності окремого визначення його інструментів та функцій фінансових відносин.

Наукові погляди на категорію «фінансовий механізм»

Автори	Визначення категорії «фінансовий механізм»
1	2
В. Аранчій [126,с.35]	Фінансовий механізм підприємства – це сукупність форм і методів формування та використання фінансових ресурсів для забезпечення фінансової діяльності підприємства
М. Артус [127,с.57]	Фінансовий механізм як система доцільно спрямованих заходів впливу на процес відтворення у формі методів, інструментів і важелів у межах нормативно-правового забезпечення з метою соціально-економічного розвитку суспільства – це цілісність, властивості якої виявляються лише за спільної взаємодії її елементів.
В. Базилевич, Л. Баластрик [128,с.18]	Фінансовий механізм – це сукупність економіко-організаційних та правових форм і методів управління фінансовою діяльністю держави у процесі створення й використання фондів фінансових ресурсів з метою забезпечення різноманітних потреб державних структур, господарських суб'єктів і населення.
А. Балабанов, І Балабанов [129, с. 122].	Фінансовий механізм – це система дії фінансових важелів, що проявляються в організації, плануванні та стимулюванні використання фінансових ресурсів.
В. Буряковский [130]	Фінансовий механізм підприємства — це система управління фінансовими відносинами підприємства через фінансові важелі за допомогою фінансових методів.
Л. Дробозіна [131,с.21]	Сукупність організаційних форм фінансових відносин у народному господарстві, порядок формування та використання централізованих та децентралізованих фондів грошових коштів, методи фінансового планування, форми управління фінансами та фінансовою системою, фінансове законодавство.
В. Венгер [132,с.57]; В. Опарін[133,с.55]; О. Романенко [132,с.42]	Фінансовий механізм – це сукупність фінансових методів і форм організації фінансових відносин, інструментів та важелів впливу на соціально-економічний розвиток суспільства.
А. Спіфанов, В. Москаленко, О. Шипунова [135,с.9]	Фінансово- економічний механізм підприємства – це найважливіший складник його господарського механізму, що відбиває сукупність фінансових і економічних методів, способів, форм, інструментів та важелів, за допомогою яких здійснюється регулювання фінансово-економічних процесів й відносин з метою ефективного впливу на кінцеві результати діяльності підприємства.
В. Загорський, О. Вовчак, І. Благун, І. Чуй. [136,с.51]	Фінансовий механізм — сукупність форм і методів, за допомогою яких забезпечується система розподілу і перерозподілу ВВП, формування та використання фінансових ресурсів суб'єктів економіки.

1	2
Г. Кірейцев [137,с.19]	Фінансовий механізм – це сукупність методів реалізації економічних інтересів шляхом фінансового впливу на соціально-економічний розвиток підприємства.
В. Ковальов [138,с.50]	Фінансовий механізм - система організації, планування та використання фінансових ресурсів.
О. Ковалюк [137,с.55]	Фінансовий механізм організації – це сукупність фінансових форм і методів, інструментів і важелів впливу на соціально -економічний розвиток цілісного комплексу взаємопов'язаних елементів (підприємства, установи, галузі тощо).
І. Колесова [140,с.182]	Фінансовий механізм корпорацій уявляє собою систему форм методів і важелів управління їх фінансами в цілях реалізації задач сталого розвитку. На макроекономічному рівні фінансовий механізм уявляє собою систему форм методів і важелів управління в цілях реалізації фінансової політики держави
Г. Крамаренко [37,с.12]	Фінансовий механізм підприємства уявляє собою систему управління його фінансовими відносинами через фінансові інструменти за допомогою фінансових методів.
А. Поддєрьогін [141,с.15]	Фінансовий механізм підприємства – це система управління фінансами, призначена для організації взаємодії фінансових відносин і грошових фондів з метою оптимізації їхнього впливу на кінцеві результати його діяльності.
О.Левандівський [142,с.216]	Фінансовий механізм – це сукупність методичних, організаційних, нормативних та правових форм, методів, інструментів, важелів та положень, на основі яких розробляють заходи, що за умови відповідного нормативно-правового та інформаційного забезпечення визначають функціонування фінансово-економічних відносин у державі, практичне застосування яких направляється для досягнення визначених цілей та завдань, у процесі формування, розподілу й використання цільових централізованих і децентралізованих фондів грошових ресурсів.
І. Ломачинська [143,с.75]	Механізм збалансування фінансів підприємств – це сукупність взаємопов'язаних і взаємообумовлених (система) форм , методів, інструментів, важелів дотримання правильних пропорцій у русі фінансових потоків підприємства по всіх фазах циклу кругообігу фінансових ресурсів (формування, розподілу, використання) у відповідності до законодавчого , нормативного, інформаційного, кадрового, технічного забезпечення з метою реалізації стратегії стійкого зростання в поточному та перспективному періодах.

1	2
К. Савченко [144,с.26]	Фінансовий механізм управління екологічно орієнтованим інноваційним розвитком» - це система дій фінансових методів і важелів на основі відповідного правового, інформаційного і нормативного забезпечення, спрямованих на найбільш ефективний розвиток еколого-інноваційного потенціалу шляхом оптимального перерозподілу його ресурсної складової.

Проте зміст цих термінів трактується по-різному, іноді навіть попри однакові або вельми близькі загальні формулювання. Так, В. Венгер і М. Артус розділяють думку, що фінансовий метод є засобом впливу фінансових відносин на суспільне виробництво (господарський процес), але з різних позицій вирішують питання в практичній площині. Якщо М. Артус відносить до складу методів фінансове прогнозування і планування, ціноутворення, оподаткування, інвестування, фінансування, страхування, стимулювання, кредитування і фінансовий контроль [127, с.57], то В.Венгер вважає, що під зазначене визначення підпадають також оренда, лізинг, факторинг, трастові, заставні та трансфертні операції [132, с.58]. О. Ковалюк, дотримуючись дещо іншої точки зору на теоретичну сутність системи фінансових методів, стверджуючи, що це – «сукупність фінансових способів, які використовують у фінансовій діяльності господарські суб'єкти для виконання своїх функцій» [139, с.55], водночас майже не має розбіжностей з М. Артусом щодо складу методів. Він доводить, що оренда, лізинг і факторинг є важелями одного методу (кредитування), а заставні, трансфертні, трастові операції взагалі не стосуються структури фінансового механізму. Варто зазначити, що різні висновки робляться опонентами виходячи з однієї дефініції фінансового важеля, котрий тлумачиться як засіб дії відповідного методу [132, с.60-61; 139, с.55-56]. Деякі науковці вважають оподаткування, кредитування, інвестування і страхування фінансовими відносинами [130], їхніми функціями [135, с.10] або методами фінансового забезпечення [136, с.51].

Відсутність єдиної точки зору на структуру фінансових методів знаходить об'єктивне відображення і у протиріччях стосовно змісту поняття «фінансовий важіль». У цій площині найменш узгодженим залишається питання щодо коректності визнання фінансовими важелями планів, прогнозів, інвестицій, цін, курсів цінних паперів, зарплати, форм розрахунків та грошових фондів. На нашу думку, концепції економічного зростання, яка досі превалює в теорії і на практиці, в цілому найбільш відповідає ієрархічна структура фінансового механізму з вертикальною й горизонтальною координацією елементів, запропонована М. Артусом [127]. Він розглядає важелі у межах фінансових інструментів, тобто засобів, що застосовуються для виконання завдань, передбачених фінансовою політикою і «вказують на економічний зміст окремої сукупності фінансових відносин, таких як державний бюджет, перспективне, поточне і оперативне фінансове планування, податки й збори, види цін, грошовий капітал, фінансові ресурси, стимули, санкції, форми фінансового контролю тощо [127, с.57-59]». Метою використання важелів автор вважає стимулювання або обмеження певної діяльності. До фінансових важелів, загальноновизнаних в економічній літературі, зокрема податкових ставок, норм амортизації, штрафних санкцій він додає деякі види бюджетів і планів, заходи державного регулювання процесів ціноутворення, ревізію, атестацію, акредитацію та ліцензування. В останніх публікаціях, невід'ємною складовою фінансового механізму визнаються форми (підсистеми) його правового, нормативного [136, с.51], а також інформаційного забезпечення [132, с.58; 139, с.55; 141, с.15; 142, с.216; 144, с.26]. Думка, щодо необхідності виділення, в якості окремої форми, внутрішніх фінансово-економічних відносин [135, с.10] не знайшла підтримки серед науковців. Найбільш розгорнутою є система, обґрунтована І. Ломачинською [143, с.75]. Вона включає законодавче, нормативне, методичне, організаційне, інформаційне, аналітичне, кадрове, технічне та програмне забезпечення.

Ускладнення фінансового механізму в умовах сучасних соціально-економічних перетворень об'єктивно ставить його ефективність у залежність

від професіоналізму персоналу суб'єктів господарювання, організації та технічних і програмних засобів управління. Тому виокремлення на корпоративному рівні підсистем кадрового, організаційного, технічного та програмного забезпечення дійсно є доцільним. Певного уточнення, водночас, потребує підсистема збору та обробки інформації, необхідної для прийняття фінансових рішень. Їх обґрунтованість залежить сьогодні не тільки і не стільки від обсягу інформаційних потоків, скільки від якості їх оцінки та аналізу. Отже більш коректно говорити про інформаційно-аналітичне або, як пропонується Бураковским, інформаційно-методичне забезпечення [130]. Зауважимо, що з метою класифікації складових фінансового механізму за функціональною ознакою, виокремлюють підсистеми фінансового забезпечення і фінансового регулювання [132, с.61 – 62; 133, с.55 – 56].

Деякі економісти включають до складу механізму фінансову політику [139, с.56] та визначають цілі його застосування. Останні формулюються дуже різнопланово і часто занадто узагальнено, наприклад: забезпечення фінансової діяльності підприємства [126, с.35], різноманітних потреб державних структур, господарських суб'єктів і населення [128, с.18] або задач сталого розвитку [140, с.182]. Іноді мета ототожнюється з реалізацією стратегії стійкого зростання в поточному та перспективному періодах [143, с.75]. Як варіант конкретизації цілей пропонується їх визначення у вигляді ієрархічної структури певних фінансово-економічних показників, а також процесів і заходів, де метою першого порядку вважається забезпечення стійкого фінансового стану підприємства [135, с.10]. Наведені теоретичні підходи до визначення природи і структури фінансового механізму адекватно відображають його теперішню практичну побудову та навіть сприяють її удосконаленню в межах реалізації концепції економічного зростання. Проте, питання їх відповідності задачам забезпечення сталого розвитку потребує більш поглибленого аналізу.

Останнім часом у наукових публікаціях висловлюється думка, що недоліки теорії фінансового механізму лежать не в площині визначень, побудови його структури та виокремленні компонентів. Так, С. Рибак та Л. Лазебник

ззначають, що «поза увагою вчених...залишаються процеси, що відбуваються у сфері фінансово-інституційного розвитку, об'єктивно зумовлені наявністю діапазону стратегічного маневрування у фінансовій діяльності економічних суб'єктів за будь-якої фінансової політики» [146, с.42]. Вирішення цієї проблеми вони вбачають в застосуванні положень теорії ігор та синергетики. І. Ломачинська робить наголос на відсутності у фінансовому механізмі «взаємодії підсистем та блоків, розмежування сфери функціонування та цілеспрямованої дії елементів механізму» [143, с.73] і пропонує «розширити концептуальний підхід до визначення механізму за рахунок включення комплексного, програмно-цільового та критеріального підходів» [143, с.75]. Аналогічну думку висловлює й І. Колесова [140, с. 185].

З такими висновками важко не погодитися, але доведена практикою абсолютна неспроможність існуючого в Україні фінансового механізму забезпечити сталий розвиток примушує більш уважно проаналізувати методологічні основи його побудови. Йдеться, у першу чергу, про врахування об'єктивної діалектики взаємозв'язку та взаємодії бізнесу, суспільства та навколишнього природного середовища у сучасному світі. Якій концепції відповідає сучасний фінансовий механізм української економіки? Судячи по результатах екологічної і соціальної діяльності суб'єктів господарювання він не забезпечує навіть реалізацію моделі неокласичної економіки, адже існують і нерідко використовуються можливості ухилення від вимог чинного законодавства щодо охорони навколишнього середовища і дотримання соціальних стандартів. Чи можна це пояснити лише вадами функціональної неузгодженості та практичного застосування або удосконалення потребує сама системна побудова фінансового механізму? Наскільки вона спроможна забезпечити реалізацію концепції сталого розвитку? Ці та інші питання фінансових відносин вже сьогодні набули практичного значення. Відповідей на них залежить збігання вектору економічних і соціальних перетворень в Україні із сучасними світовими тенденціями.

В площині окреслених питань побудови фінансового механізму важливе місце займає визначення керуючої системи (суб'єкта управління) і керованої (об'єкта управління) та їх взаємодії. Згідно з найбільш розповсюдженою точкою зору на об'єкт, він уявляє собою фінансові відносини [130; 143, с.75]. Дехто з науковців поширює межі керованої системи, відносячи до неї також фінансові ресурси та їх джерела [138, с.8] і грошовий оборот [37, с.12]. На думку О. Ковалюка на макрорівні об'єктом управління є вся сфера фінансів [139, с.51]. Не менш абстрактно в економічній літературі характеризується і суб'єкт управління фінансовим механізмом. Під ним розуміють фінансові органи [139, с.51], фінансову службу підприємства та його підрозділів [37, с.12; 143, с.80] і навіть сам фінансовий механізм [138, с.8; 140, с.182]. Частіше за все, керуюча система на макрорівні прямо не визначається, але йдеться про механізм впливу на підприємства державних органів управління. Як, наприклад, зазначає О. Р. Романенко: «завдання фінансової політики реалізуються через фінансовий механізм» [134, с.42].

Безумовно, роль державної фінансової політики та механізму її реалізації надзвичайно важлива для створення умов і стимулів сталого розвитку. Проте сучасний досвід розвинутих країн переконливо доводить серйозну роль у процесі досягнення оптимального балансу корпоративних економічних, екологічних і соціальних стратегій інших суб'єктів фінансових відносин: фондового ринку, інститутів соціального інвестування, кредитних установ, страхових компаній, міжнародних організацій і фінансових інституцій, місцевого самоврядування, профспілок, підприємницьких та громадських об'єднань, організованого руху споживачів тощо. З'являються, удосконалюються і набувають якісно нового виміру форми, методи, інструменти означеного впливу, його правове, нормативне та інформаційно-аналітичне забезпечення, тобто окремі фінансові механізми сталого розвитку.

Так, фондовий ринок прагне оцінювати гармонійність корпоративних відносин, дотримання прав акціонерів, зокрема дрібних, як найменш захищених корпоративних стейкхолдерів, а також екологічні та соціальні

ризика. Соціально-відповідальні інституційні інвестори формують портфелі цінних паперів на основі всебічного аналізу не лише економічних, але екологічних і соціальних показників емітентів. Страховий ринок поступово сприймає принципи сталого страхування, а кредитний – методи цільового кредитування корпоративних екологічних і соціальних програм. Таким чином, у всіх цих ланках фінансової системи створюються певні механізми сталого розвитку, в яких використовуються такі фінансові важелі як інвестиції, курс акцій, рейтингові індикатори, умови кредитування і страхування тощо.

Важливо, що за сучасних реалій, керуюча система недержавних фінансових механізмів не обмежується суто фінансовими ринками та їх структурними компонентами. Серйозну перспективу, в ролі ефективного механізму забезпечення фінансовими ресурсами корпоративних екологічних програм, має європейський ринок торгівлі квотами на викиди парникових газів. Дієвим регулятором сталого розвитку експортерів виступають міжнародні товарні ринки, які, зокрема, пред'являють певні умови щодо дотримання екологічних і соціальних стандартів та реагують на прояви нехтування ними. Ринки споживчих товарів розвинутих країн дають численні приклади оцінки корпоративної соціальної відповідальності та безвідповідальності через підвищення (зниження) попиту. Неурядові, екологічні та інші громадські організації роблять цей процес більш системним і результативним.

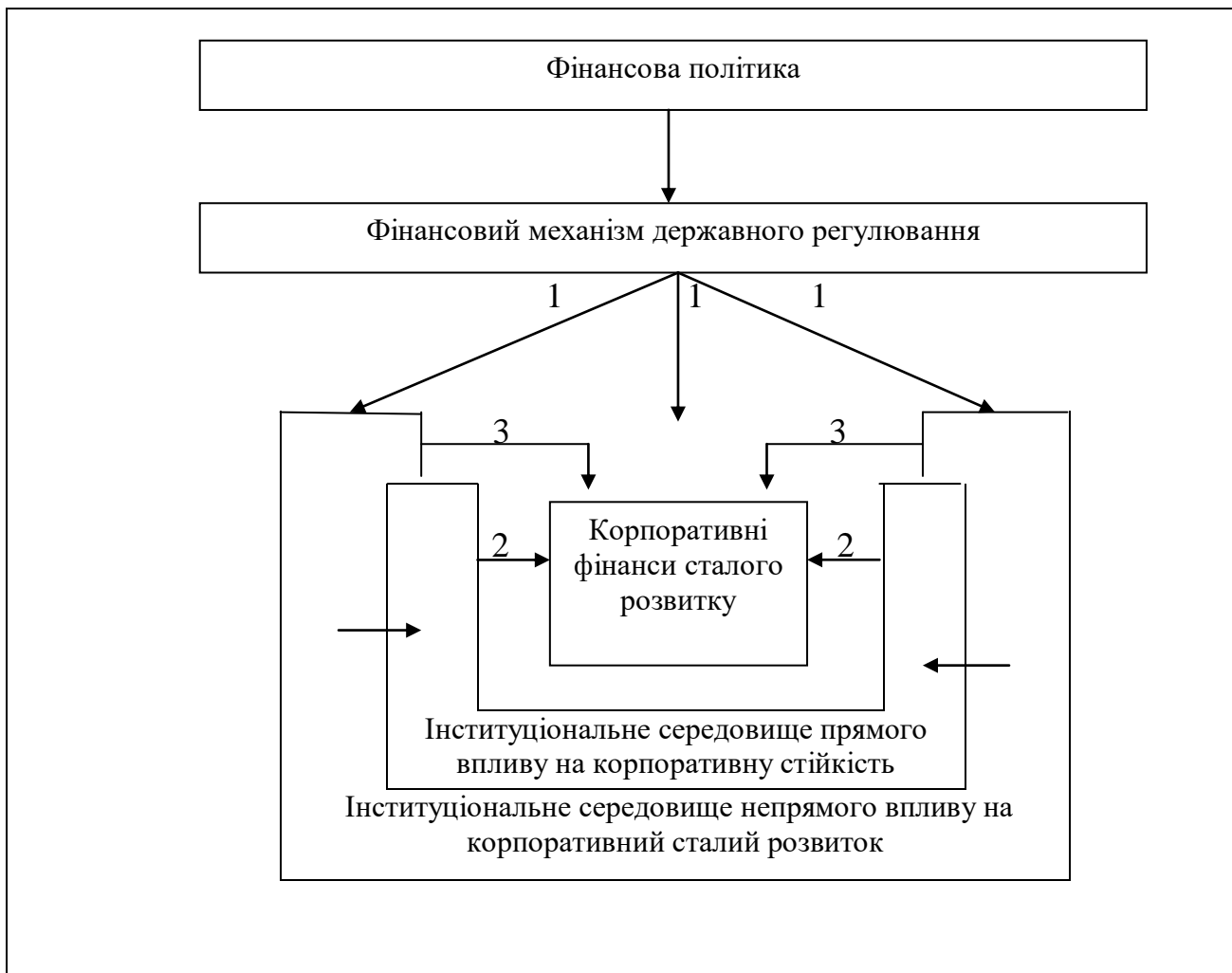
Основними методами впливу означених механізмів на корпоративний стратегічний розвиток є квотування, інвестування, ціноутворення і стимулювання, а фінансовими важелями – квоти, інвестиції, ціни, стимули та санкції. Необхідність виокремлення та окремого дослідження фінансових механізмів, суб'єктами яких є недержавні ланки системи сталого розвитку, ґрунтується на існуючих фактах їх «ініціативного» практичного застосування за відсутності стимулів, передбачених державною фінансовою політикою [147, с.26]. Отже, методологічний підхід до побудови фінансового механізму поза цілісної динамічної системи його суб'єктів не в змозі забезпечити практичне втілення сучасної концепції сталого розвитку. Проте, враховуючі множинність

цілей та інтересів структурних компонентів керуючої системи, а також різні форми їх зрілості та впливу, більш коректно говорити про сукупність фінансових механізмів, яка на певному етапі розвитку взаємозв'язків і взаємодії складових елементів об'єктивно мусить набути ознак системності (рис.1.4).

Цілісна динамічна система суб'єктів фінансового механізму складає інституціональне середовище прямого впливу на корпоративний сталий розвиток. Органи управління, відповідальні за реалізацію фінансової політики, займають відокремлене місце, адже вони є суб'єктом державного фінансового механізму, який на макрорівні створює та регулює законодавче поле та задає вектор розвитку інших структурних компонентів. Останні мають подвійну природу, а саме суб'єкта фінансового механізму державного управління та об'єкта корпоративного механізму. Певною мірою вони можуть бути охарактеризовані терміном «стейкхолдер» у розумінні класичного визначення Р. Фрімана (підрозділ 1.1). Проте, не всі стейкхолдери є об'єктами фінансового механізму. Співвідношення цих понять має не статичний, а динамічний характер і залежить від багатьох факторів, передусім від стадії трансформації моделі економічного зростання в модель сталого розвитку.

Варто зазначити, що між суб'єктом і об'єктом фінансового механізму існує зворотній зв'язок, який може мати як позитивні так і негативні прояви, в залежності від узгодженості інтересів сторін і досконалості та координації методів, інструментів і важелів впливу на керовану систему. Наприклад, неспроможність податкових стимулів вирішити проблему екологізації виробництва відбиваються на бюджетній політиці, викликаючи необхідність додаткових витрат, зокрема на охорону здоров'я мешканців районів промислового забруднення, а вади регулювання заробітної плати позначаються на процесах формування сучасного механізму пенсійного забезпечення. З іншого боку, негативне оцінювання фондовим ринком фактів порушення прав акціонерів в процесі додаткових емісій акцій та реорганізацій господарських товариств призводить до істотного удосконалення законодавчої бази інвестування.

Як було показано в підрозділі 1.2., ефективність дії фінансових механізмів залежить від інституціональних факторів, які були визначені Джоном Кемпбеллом [117]. Серед них базові економічні чинники, включаючи фінансовий стан економіки і окремого суб'єкта підприємництва та рівень конкуренції, а також інституціональні умови, а саме: законодавче та регуляторне забезпечення стимулів сталого розвитку, зрілість прийнятих бізнесом і суспільством норм та звичаїв КСВ, наявність моніторингу діяльності корпорацій з боку неурядових та інших незалежних організацій, вплив засобів масової інформації та налагодженість діалогу керівництва підприємств із стейкхолдерами.



1– дія фінансового механізму державного регулювання; 2- дія фінансових механізмів інституціонального середовища прямого впливу на корпоративний сталий розвиток; 3-вплив умов функціонування фінансових механізмів.

Рис. 1.4. Фінансові механізми в системі корпоративного сталого розвитку.

Комплекс означених факторів формує інституціональне середовище непрямого впливу на корпоративний сталий розвиток, яке є невід'ємним структурним компонентом його системи. Воно уявляє собою форму зовнішнього середовища організації, розглянутого скрізь призму сучасних трансформацій економічних моделей. На відміну від класичного трактування зовнішнього середовища йдеться про його частину з власними тенденціями кількісного і якісного розвитку, що створює умови функціонування фінансових механізмів збалансованості корпоративних економічних, екологічних і соціальних стратегій, підсилює або гальмує їхню дію. Окремими інституціональними чинниками є процеси самоорганізації персоналу корпорації (зокрема профспілок) та її міноритарних акціонерів, а також наявність та ефективність діалогу із стейкхолдерами. Ці фактори належать до характеристик внутрішнього середовища, яке в даному аспекті теж розглядається, як частина системи корпоративного сталого розвитку.

Концепція, згідно якої фінансові механізми створюються, регулюються та удосконалюються в цілісній системі сталого розвитку, допомагає подолати статичність традиційного підходу, зорієнтованого передусім на структурування об'єкта дослідження. Трансформація моделі економічного зростання в збалансований розвиток, що відповідає сучасній еволюції усвідомлень про об'єктивні взаємозв'язки бізнесу, суспільства та екології, можлива лише за умови динамічної системи фінансових механізмів. Для її формування необхідне належне теоретичне підґрунтя. Сприйняття фінансових механізмів, як особливих форм дії динамічної системи сталого розвитку, дозволяє зробити перший крок у цьому напрямі. Йдеться про те, що еволюція окресленої системи об'єктивно обумовлює удосконалення та якісні перетворення фінансових механізмів.

У практичній площині особливе значення мають елементи системи, які ще не стали об'єктами певних фінансових механізмів у реаліях вітчизняної економіки, але мають стати за логікою трансформації моделей розвитку. Наприклад, сьогодні в Україні інвестиційні фонди, страхові компанії і, навіть,

ринки, на яких вони оперують, не можуть розглядатися повноцінними об'єктами фінансових механізмів, адже соціально-відповідальне інвестування та екологічне страхування знаходяться у зачаткових формах. Проте їх виокремлення в складі керуючої системи показує перспективи руху ринкової інфраструктури та актуальні напрями фінансової політики. На корпоративному рівні для стратегічного управління недостатньо аналітичної інформації щодо існуючих інструментів і важелів діючих фінансових механізмів, особливо коли їхні стимули націлені переважно на забезпечення лише економічного зростання. Необхідно мати якомога більш точне уявлення про динаміку їх змін у кількісному і якісному вимірі. Передусім це стосується механізму реалізації державної фінансової політики. Він мусить не лише задавати вектор розвитку, але і передбачати планомірне поступове посилення або послаблення певних важелів впливу. Це надає можливість порівнювати альтернативні інвестиційні стратегії організації на основі достовірних прогнозів майбутніх грошових потоків і зменшувати ризики невизначеності.

Таким чином, екологічні та соціальні орієнтири, що видаються економічно недоцільними за умов теперішніх податкових ставок і пільг, санкцій за порушення вимог законодавства та можливостей ухилення від відповідальності, стають, з урахуванням їхніх планових або принаймні очікуваних змін, привабливими і з фінансової точки зору. Окремі елементи такого реформування фінансового механізму в Україні вже започатковані на практиці. Так, перехідними положеннями Податкового кодексу (розділ XX) було передбачено поетапне зниження ставок податків на прибуток і додану вартість та підвищення екологічного податку протягом 2011 – 2014 років [148]. Ще одним прикладом такого роду є планомірне підвищення рівня мінімальної заробітної плати.

З наведених теоретичних висновків і практичних прикладів природно випливає необхідність переосмислення і структури фінансових механізмів. По-перше, вона мусить містити заплановані або прогнозні тенденції змін податкових і інших важелів. Таким чином, динамічний характер фінансового

механізму транслюється на корпоративний рівень. По-друге, перелік методів, інструментів і важелів повинен відповідати новим формам механізму трансформації економічного зростання в сталий розвиток.

Вихідним у теорії системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку є питання принципів її побудови. В сучасній науковій літературі обговорюються лише засади удосконалення діючого фінансового механізму у межах концепції забезпечення стійкого економічного зростання. Принципи відкритості та прозорості, визначеності, адекватності, використання раціональних стимулів і стратегічної спрямованості, що визначені на основі теорії ігор [146, с.45], звичайно, не можуть втратити своєї значущості в умовах орієнтації на збалансування економічних, екологічних і соціальних цілей суб'єкта господарювання. Проте вони не враховують особливостей системного підходу до побудови фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Ігнорування об'єктивних закономірностей виникнення і функціонування складних систем у процесі застосування фінансових методів, інструментів і важелів впливу на господарюючі суб'єкти призводить до непередбачуваних наслідків. Отже принципи мають обґрунтовуватися виходячи з властивостей систем і особливостей фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Властивості систем визначені та досліджені в працях таких видатних науковців, як Л. фон Берталанфі, Н. Вінер, В. М. Глушков, Г. Гуд, Е. Квейд, Р. Макол, Т. Парсонс, Б. Стаффорд, А. І. Уйомов, А. Холл, Р. Ешбі.

Передусім, слід зазначити, що функціонування системи підпорядковане певній цілі. Ця властивість системи диктує програмний принцип її побудови – цілеспрямованість. Йдеться про забезпечення трансформації корпоративних стратегій досягнення суто економічних цілей у стратегії забезпечення корпоративної стійкості. Зважаючи на те, що суб'єктами системи мають бути не тільки органи державного управління, але і різні фінансові інституції та інші стейкхолдери, які здійснюють вплив на корпоративний сталий розвиток, переважно керуючись власними інтересами, процес практичного втілення цього та інших принципів є складним і неоднозначним. Обґрунтування принципів є

невід'ємною частиною фінансової політики, але для того, щоб вони стали реальними засадами побудови цілісної системи фінансових механізмів необхідна гармонізація інтересів її суб'єктів. Це можна розглядати як основоположний принцип створення такої системи. Його реалізація потребує не тільки відповідної фінансової політики, але і певного рівня економічного і соціального розвитку, міжнародної інтеграції та позитивного сприйняття КСВ корпоративним менеджментом.

Принципи побудови системи фінансових механізмів не можуть не враховувати такі її властивості як емерджентність, інтегративність і комунікативність. Емерджентність, уперше досліджена Т. Парсонсом у 1937 році [149] – це наявність притаманних тільки їй властивостей, що не можуть бути зведені до властивостей компонентів. Впливи на підприємство механізму реалізації державної фінансової політики, а також фондового ринку, інституціональних інвесторів, кредитних установ, регіональних органів влади та інших суб'єктів фінансових відносин є малоефективними, переважно різноплановими, якщо їх взаємозв'язок і взаємодія не носять системного характеру. Поява та розвиток системоутворюючих та системооб'єднуючих факторів (інтегративність) є багатоетапним і складним процесом. Створення системи механізмів сталого розвитку потребує відповідної фінансової політики, але не може відбутися без наявності інших інтегруючих чинників, таких як економічний потенціал, умови та тенденції його розвитку, сприйняття бізнесом принципів КСВ, громадська зрілість суспільства тощо. Варто підкреслити, що численні комунікації системи із зовнішнім середовищем встановлюють їй вимоги та обмеження (властивість комунікативності) і сприяють виникненню або руйнуванню системоутворюючих факторів. Ці процеси можуть позначатися на емерджентності системи як позитивно, так і негативно. Наприклад, у результаті різноспрямованості державного регулювання та ринкових механізмів, а також під впливом несприятливого економічного клімату та наявності можливостей ухилення від вимог чинного законодавства система фінансових механізмів може набути суто фіскального характеру.

Які принципи системи фінансових механізмів сталого розвитку обумовлюються її емерджентністю, інтегративністю та комунікативністю? Це принципи комплексності, збалансованості фінансових механізмів та їхньої сумісності. Перший із них указує не лише на комплексність застосування фінансових механізмів (бюджетного, податкового, кредитного, страхового та інвестиційного), а також методів, інструментів й важелів їх впливу на господарюючі суб'єкти. У певній мірі це притаманно і діючому фінансовому механізму. Забезпечення трансформаційних процесів об'єктивно вимагає від всіх ланок керуючої системи, і передусім державних органів, здійснення впливу як на окремий господарюючий суб'єкт, так і на його зовнішнє середовище. Отже, наприклад, податковий механізм повинен не лише прямо впливати на підприємства стимулюючи їх до підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів, але і опосередковано через вплив на кредитні, страхові організації, інвестиційні фонди тощо. Реалізація даного принципу робить комунікативність позитивною властивістю системи, продукує інтегративні фактори та забезпечує якісно інший рівень її ефективності.

Принцип збалансованості означає, необхідність забезпечення динамічного балансу корпоративного розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Сьогодні фінансовий механізм в Україні орієнтує підприємства переважно на показники лише економічного зростання. Інвестиції в підвищення корпоративних екологічних або соціальних стандартів далеко не завжди є ознаками сталого розвитку організації. Він має місце лише за умови збалансованості її діяльності в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Баланс не досягається, якщо, наприклад, економічні показники та корпоративні соціальні стандарти високі, але підприємство допускає понаднормативні викиди в атмосферу та скиди у водні об'єкти забруднюючих речовин або коли підприємство, яке дотримується високих екологічних стандартів, має заборгованість із заробітної плати або невирішені конфлікти з місцевою громадою. Вже досягнутий баланс може бути порушено в результаті суттєвого зростання економічного потенціалу, адже в цьому разі

підвищуються суспільні очікування, що за умови консолідованих дій стейкхолдерів, може призвести до втрати корпоративної стійкості. Реалізація зазначеного принципу потребує формування системоутворюючих факторів, тобто активізації недержавних механізмів корпоративного сталого розвитку.

Принцип сумісності застерігає від спільного використання різноспрямованих, суперечливих впливів суб'єктів фінансових механізмів. З огляду на емерджентність системи, це має непередбачувані наслідки як на корпоративному рівні, так і для національної економіки в цілому. Даний принцип ураховує і притаманну системі ієрархічність. Так, ефективність фінансового механізму може бути досягнута тільки на основі врахування дії методів, інструментів і важелів впливу державного регулювання, а також фондового, кредитного, страхового та товарного ринків. Дотримання принципу сумісності посилює вплив керуючої системи на керовану за рахунок синергетичного ефекту.

Системам притаманні властивості динамічності (зміну стану у часі), пристосування до зовнішнього середовища (інгерентності) та активної реакції на виникнення нових факторів. На перший погляд, звідси логічно виводиться принцип розвитку системи. Проте додержання цього принципу відбувається і в умовах некерованих змін стану системи в напрямку зменшення її ефективності та навіть руйнування внутрішніх взаємозв'язків. Трансформаційній цілеспрямованості системи, що досліджується, відповідає принцип векторності розвитку. Він є виключно важливим для розробки корпоративних стратегій в умовах невизначеності з використанням апарату ризик-аналізу та теорії ігор. Наявність виразної довгострокової тенденції посилення стимулів впровадження екологічних і соціальних інновацій підвищує їх економічну привабливість та у такий спосіб сприяє сталому розвитку. Векторність по суті уявляє собою системоутворюючий фактор, який виводить систему за межі фінансового механізму державного регулювання.

В середньостроковій перспективі особливого значення набуває принцип планомірності системних змін (податкових та кредитних ставок, розмірів

штрафних санкцій тощо). Його реалізація сприяє мінімізації ризиків інвестиційних стратегій. Окрім того, планомірність дозволяє досягти стимулюючого ефекту без негативних структурних наслідків. Наприклад, екологізація оподаткування є необхідною передумовою корпоративного сталого розвитку, але її потрібно здійснювати поетапно з огляду на наслідки, зокрема у вигляді диспропорціональних змін фінансових показників за видами економічної діяльності. Визначення податкових ставок і компенсаційних механізмів для кожної стадії реформування дозволяє своєчасно започаткувати на підприємствах екологічні програми та впровадити заходи запобігання додаткового фіскального навантаження.

Дотримання комплексу сформульованих принципів дозволить використати таку важливу властивість системи, як її мультиплікативність (множення ефектів функціонування її компонентів). Необхідно зазначити, що на певному етапі розвитку система, побудована на засадах, що відповідають меті її створення, набуває робастності, тобто здатності зберігати часткову функціональність за відмови окремих компонентів (фінансових механізмів або деяких їх інструментів і важелів). Більш того, зріла система адаптується до зміни зовнішнього середовища, прагнучи до стану стійкої рівноваги (адаптивність). Проте цей процес має відносний характер і згодом система досягає свого граничного стану, незалежно від вихідних умов. Ця закономірність систем певного класу складності була вперше відкрита Людвігом фон Берталанфі [150]. Стосовно об'єкта дослідження це означає, що сучасна теорія ринкових механізмів і державного регулювання та її практичне втілення спроможні в перспективі забезпечити лише реалізацію концепції переплетіння бізнесу, суспільства і природи. Концепція перспективи сталого розвитку (рис.1.1. в) вимагає принципово інших суспільних відносин, методів, інструментів і важелів.

Принципи ефективної системи фінансових механізмів сталого розвитку об'єктивні, вони існують незалежно від наукових теорій та їх практичної реалізації. Проте, фінансові механізми будуються на певних базових

положеннях, сформульованих суб'єктивно, згідно цілям окремих ланок керуючої системи, або їх усвідомленню особами, що приймають рішення. Більш того, реальна побудова фінансових механізмів може у тій чи іншій мірі не відповідати, задекларованим засадам або виникати під впливом стихії ринку. Якщо на практиці не вдалося реалізувати об'єктивні принципи системи фінансових механізмів сталого розвитку, вона буде працювати менш ефективно або не працюватиме взагалі.

На основі обґрунтованих вище системних принципів і економічних категорій корпоративної стійкості та сталого розвитку, а також результатів дослідження факторів трансформації залежності фінансових результатів підприємства від рівня його екологічних і соціальних стандартів можна визначити основні функції фінансових механізмів збалансованого корпоративного розвитку. Для цього, передусім, необхідно сформулювати мету їх системної реалізації. Виходячи з визначення корпоративного сталого розвитку, вона полягає у забезпеченні процесу збалансованих якісних і кількісних змін значень економічних, екологічних і соціальних показників діяльності суб'єктів господарювання з припустимим ризиком втрати корпоративної стійкості. На відміну від фінансових механізмів реалізації концепції бізнес-центризму, цілеспрямованих лише на економічне зростання, фінансові механізми сталого розвитку мають забезпечувати підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів. Це є передумовою постановки задачі досягнення збалансованості розвитку. Отже зазначені механізми повинні забезпечувати таку форму і тісноту зв'язку фінансових результатів підприємств із КСД, за якої зростання корпоративних екологічних і соціальних стандартів є економічно ефективним, а ухилення від вимог закону та норм відповідального бізнесу несе високі ризики фінансових втрат. Таким чином реалізується стимулююча функція фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку.

Вона, передусім, залежить від інструментів і важелів податкового механізму, адже в умовах слабкої реакції стейкхолдерів на КСД, що характерно для початкових стадій формування громадянського суспільства, економічний ефект

КСД напряду залежить від зміни розмірів податкових платежів. Проте є очевидним, що стимулююча функція притаманна також іншим фінансовим механізмам. Вона може проявлятися, зокрема, через кредитні тарифи та пільги, деякі цільові бюджетні програми, діяльність інституціональних інвесторів, зорієнтованих на соціально-відповідальне інвестування.

Реалізація функції забезпечення залежності фінансових результатів підприємств від КСД ще не означає відповідності фінансових механізмів концепції сталого розвитку, адже підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів не призводить автоматично до збалансованості розвитку. Наприклад, підвищення ставок екологічного податку без додержання принципу фіскальної нейтральності може сприяти запровадженню енергоефективних екологічно чистих технологій, але водночас з високою ймовірністю негативно впливати на оплату праці та соціальні інвестиції суб'єктів господарювання. Таке застосування податкового механізму суперечить сформульованому вище принципу сумісності. Сукупність фінансових механізмів підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів не може вважатися системою фінансових механізмів сталого розвитку, якщо вона не торкається корпоративних відносин з міноритарними акціонерами, адже в такому разі порушується принцип збалансованості. Отже, системі фінансових механізмів має бути притаманна функція забезпечення балансу інтересів стейкхолдерів.

Безумовно, корпоративний розвиток неможливий без ефективного використання джерел фінансування. Традиційно ця задача асоціюється з дією інвестиційного та кредитного механізмів. Проте, функція фінансування в системі фінансових механізмів одержує якісно нової форми реалізації через взаємозв'язки та взаємодію структурних складових системи. Прикладом може слугувати повернення підприємствам частини надходжень екологічного податку до державного бюджету з метою фінансування цільових програм.

З обґрунтування функцій фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та принципів побудови їх системи випливають наступні практичні висновки. Формулюванню пропозицій щодо створення системи фінансових

механізмів має передувати дослідження їх відповідності визначеним функціям та оцінка можливостей їх системної інтеграції. Ці критерії є цільовими і в контексті формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку.

РОЗДІЛ 2

ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ПІДПРИЄМСТВ В ЕКОЛОГІЧНОМУ ТА СОЦІАЛЬНОМУ ВИМІРАХ У СУЧАСНИХ УМОВАХ ГОСПОДАРЮВАННЯ

2.1. Екологічні та соціальні екстерналиї виробничої діяльності в площині корпоративних інтересів

Нульова гіпотеза щодо невідповідності існуючих умов господарювання меті забезпечення збалансованого розвитку перевіряється результатами дослідження екстерналій (зовнішніх ефектів) існуючого рівня корпоративних екологічних і соціальних стандартів та їх перетворення у відповідні ризики підприємств. Аналіз економічної складової корпоративного розвитку в контексті цієї задачі має значення лише для оцінки його збалансованості у вимірах триєдиного підсумку. Першою відмінною ознакою ставлення українських підприємств до проблем корпоративного сталого розвитку, в порівнянні з країнами ЄС, є майже повна відсутність звітності згідно широко визнаних у світі стандартів Глобальної ініціативи зі звітності (GRI) [91]. Лише Надра Банк, компанії СКМ, ДТЕК, «Оболонь» і «Метінвест» оприлюднювали такі звіти [151, с. 35]. Деяко більше опубліковано звітів про прогрес реалізації принципів Глобального договору ООН (COP – Communication on Progress). Тому, замість нефінансової звітності підприємств, початковим джерелом аналізу мають стати офіційні дані Державної служби статистики України. Вони достатньо повно характеризують екологічний вимір сталого розвитку, а також його найважливішу соціальну складову – оплату праці.

Критичний стан природного середовища в Україні, його негативний вплив на здоров'я населення вже сьогодні мають серйозні соціальні та фінансові наслідки для держави і суспільства. Дані Державної служби статистики України свідчать про деяке пом'якшення техногенного навантаження на навколишнє середовище в порівнянні з 1990 роком (табл.2.1). Проте, добре відомо, що

головні причини цього явища лежать не в площині зміни стратегічних пріоритетів, а пояснюються падінням ВВП у кризові роки та певними трансформаціями галузевої структури. Навіть за цих обставин, не спостерігається позитивна динаміка за викидами діоксиду вуглецю та за показниками водоочищення. Частка забруднених зворотних вод у загальному водовідведенні досі перевищує рівень базового періоду за меншого ВВП та збільшувалась протягом 2010 – 2013 років. Тільки протягом 2014 року у поверхневі водні об'єкти скинуто 923 млн. куб.м забруднених стоків, із них 19% не зазнавали очищення взагалі. У скидах переважають такі небезпечні речовини, як сполуки важких металів, нафтопродукти, феноли, сульфати, амонійний та нітратний азот [152].

Виходячи з даних табл.2.1, дещо краще виглядає ситуація з утворенням відходів. Проте більш глибокий аналіз не дозволяє зробити оптимістичний висновок. Протягом 2010 – 2014 років частка утилізованих відходів зменшилась з 34,8% до 30,8%, а у 14 регіонах рівень утилізації залишається нижче 20% [153]. Зокрема, це стосується областей з потужним промисловим комплексом, таких як Харківська й Одеська, та міста Київ. Обсяги небезпечних відходів, що накопичуються на території країни, вже давно досягли критичного для природного середовища рівня. Станом на 1 січня 2014 року вони становили 15,2 млрд. тон, у тому числі 12,7 млн. тон I – III класу небезпеки (без урахування розміщених на стихійних звалищах). При цьому 90% відходів I – III класу було накопичено в чотирьох областях, зокрема 60,6 % у Запорізькій та 15,7% у Сумській [153]. Визнаним індикатором екологічних екстерналій економічної діяльності є відношення обсягу викидів діоксиду вуглецю (CO₂) до валового внутрішнього продукту. Для забезпечення коректності міждержавних порівнянь ВВП оцінюється Міжнародним валютним фондом у доларах США з урахуванням паритету купівельної спроможності (ПКС).

Динаміка показників викидів і скидів забруднюючих речовин та поводження з відходами.

Найменування показника	1990р.	1995р.	2000р.	2005р.	2006р.	2007р.	2008р.	2009р.	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.
Викиди забруднюючих речовин у повітря від стаціонарних джерел забруднення, тис. т	9439,1	5687,0	3959,4	4464,1	4822,2	4813,3	4524,9	3928,1	4131,6	4374,6	4335,3	4295,1
Викиди діоксиду вуглецю від стаціонарних джерел забруднення, млн.т	152,0	178,8	184,0	174,2	152,8	165,0	202,2	198,2	197,6
Скидання забруднених зворотних вод у поверхневі водні об'єкти, млн.м3	3199	4652	3313	3444	3891	3854	2728	1766	1744	1612	1521	1717
Їхня частка у загальному водовідведенні, %	16	31	30	39	44	43	32	24	21	20	19	22
Утворення відходів I-III класів небезпеки, тис.т	...	3562,9	2613,2	2411,8	2370,9	2585,2	2301,2	1230,3	1659,8	1434,5	1368,1	919,1
Частка відходів I-III класів небезпеки, розміщених у спеціально відведених місцях чи об'єктах, %	...	34,6	29,1	39,3	44,6	38,3	46,3	27,1	18,5	9,7	10,7	11,1

За вказаним показником, згідно даних Інформаційно-аналітичного центру діоксиду вуглецю, Україна займає сьоме місце у світі. Гірші результати лише у Казахстану, Узбекистану, Туркменістану, Тринідаду і Тобаго, Монголії та Палау [154]. Беручи до уваги таку рейтингову оцінку, особливий інтерес викликає динаміка викидів CO₂ на 1 долар валового внутрішнього продукту (рис.2.1) Дані графіку свідчать про певні позитивні екологічні зрушення, що відбулися в Україні з 1990 року. Проте досягнуті результати виглядають незадовільно в площині міждержавних порівнянь. У 1990 році викиди діоксиду вуглецю на 1 долар ВВП в Україні були в 1,4 рази більше, ніж у Польщі. В 2011 році це співвідношення зросло вже до 2,2.

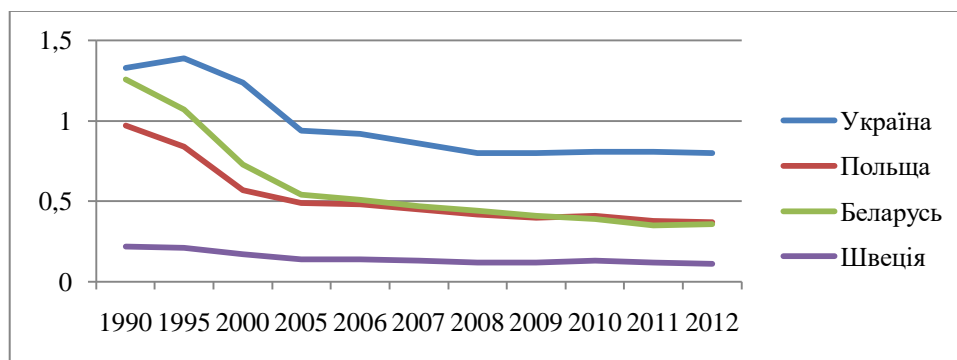


Рис. 2.1. Динаміка викидів оксиду вуглецю (CO₂) в тис. метричних тон на 1 долар ВВП з урахуванням ПКС (звітність за Рамковою конвенцією ООН про зміни клімату).

Варто зазначити, що поліпшення будь-якого показника на кожен наступний пункт потребує все більших зусиль і витрат, адже поступово з'являється необхідність не просто в поширенні типових конструктивних, технологічних і організаційно-економічних рішень, а в проведенні науково-дослідних і проектних робіт, інтенсифікації інноваційних перетворень. Зважаючи на таку закономірність, можна зробити висновок, що механізм сталого розвитку в Швеції дозволив системно та істотно скорочувати викиди діоксиду вуглецю на одиницю ВВП, котрі на початку періоду були в 6 разів менше, ніж в Україні. Вельми показовим є і динаміка цього показника в Білорусі. Як видно на

рисунку 2.1., вона мала в 1990 році майже однаковий з Україною рівень викидів діоксиду вуглецю, але спромоглася скоротити його до 2012 року в 3,5 рази. Тепер за указаним індикатором сталого розвитку ми в 2,2 рази поступаємося Білорусі.

Міждержавні порівняння забруднення повітря на долар ВВП, за звітністю до Рамкової конвенції ООН про зміни клімату, здійснюються за викидами CO₂. Проте, з огляду на значну шкоду природному середовищу та здоров'ю населення, серйозної уваги потребує динаміка обсягів та структура інших парникових газів і шкідливих речовин, що попадають в атмосферу. У 2014 році щільність викидів забруднюючих речовин в атмосферне повітря в розрахунку на квадратний кілометр становили 9 кг., а на одну особу – 120,6 кг. [153]. Переважно забруднюючі речовини попадають в атмосферу від стаціонарних джерел забруднення (понад 61,5%). Згідно даних Державної служби статистики за 2014 рік, 76 % від загальної кількості їх викидів прийшлося на небезпечні парникові гази, а саме метан, діоксид сірки та оксид вуглецю [155]. Структуру викидів у 2014 році за видами економічної діяльності надано на рис. 2.2.

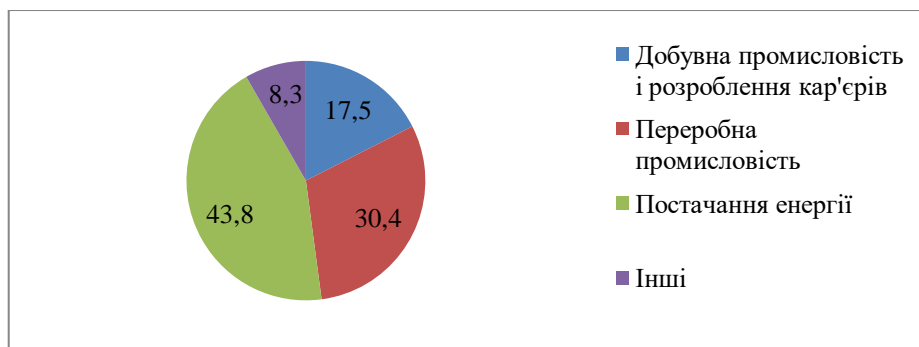


Рис. 2.2. Структура викидів шкідливих речовин в атмосферу за видами економічної діяльності в 2014 році, у відсотках.

Основними забруднювачами повітря є виробники електроенергії, газу, пару та кондиційного повітря, добувна й переробна промисловість (переважно металургія). Аналогічною є і ситуація з викидами діоксиду вуглецю, але частка переробної промисловості та енергетичного сектору в даному випадку суттєво більше, а добувної промисловості – менше (рис. 2.3).

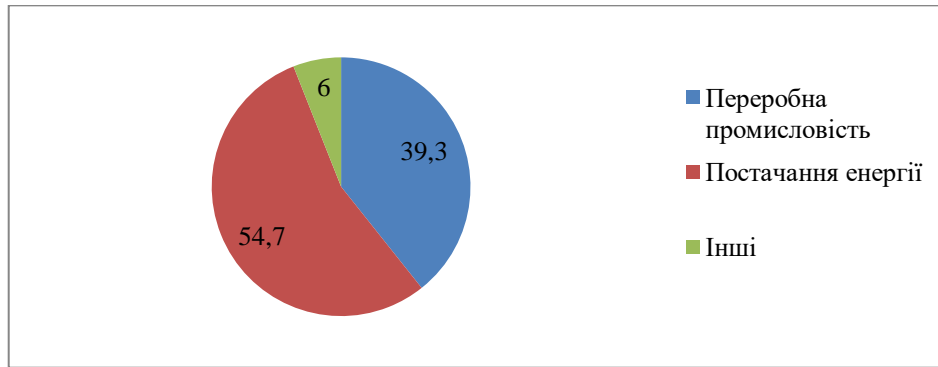


Рис. 2.3. Структура викидів диоксида вуглецю за видами економічної діяльності в 2014 році, у відсотках.

Критичний стан природного середовища в Україні, особливо регіонів зосередження добувної, металургійної та хімічної промисловості, а також стала тенденція його погіршення перетворили екологічні проблеми в соціальні та фінансові. Реальною виглядає загроза катастрофічних наслідків для майбутніх поколінь українців. Рівень забруднення земель, атмосферного повітря та водоймищ перешкоджає ефективному розвитку окремих видів економічної діяльності, зокрема виробництву екологічно чистих продуктів харчування та туризму. Розв'язання цих проблем потребує з кожним роком все більше витрат у сумах, які не забезпечуються бюджетними надходженнями.

Наскільки забезпечується в Україні сталий розвиток у соціальному вимірі? Зважаючи на статистику ООН із сталого розвитку основною проблемою країни в цій площині є проблема бідності [154]. За критерієм вартості прожиткового мінімуму рівень бідності в 2013 році становив 22,1% і збільшився у наступному році внаслідок економічно-політичної кризи [156]. Проблема бідності посилюється конче нерівномірним розподілом доходів по регіонах. Найбільші доходи в розрахунку на одну особу мають місце в Києві (209% від середнього рівня), найменші – в Закарпатській області (67,1), що в 3,1 рази нижче столичного показника (дані 2013 року) [157, с.19]. Має місце тенденція посилення нерівномірності розподілу доходів по регіонах [158]. Низькі доходи населення пояснюються переважно відповідним рівнем реальної заробітної

плати. У 2014 році вона становила 93,5% до попереднього року [159, с.158]. Частка заробітної плати в структурі доходів населення у 2013 році була на рівні 40,7% [157, с.77] і, навіть, зазнала скорочення протягом 2007-2013 років (рис. 2.4).

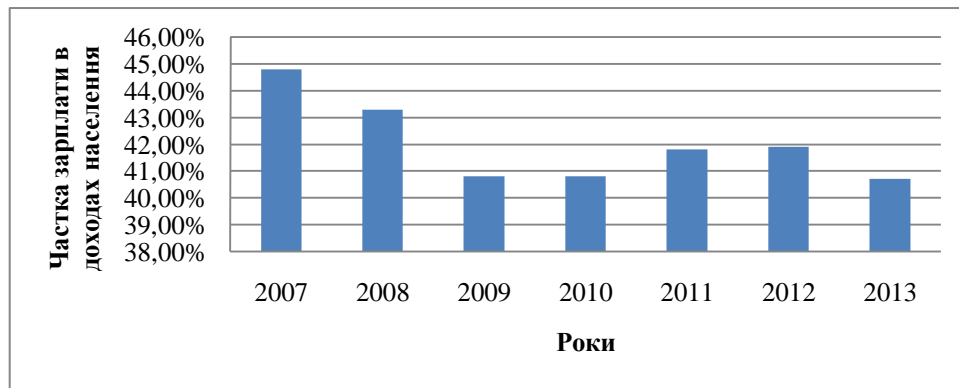


Рис. 2.4. Динаміка частки витрат на оплату праці в доходах населення.

Середньомісячна заробітна плата в розрахунку на одного штатного працівника у листопаді 2015 року становила 4498 гривень, що за курсом НБУ на 30.11.2015р. дорівнювалося 178,07 ЄВРО. Це нижче рівня навіть мінімальної заробітної плати у будь-якої країні Євросоюзу. Варто зазначити, що мінімальна заробітна плата визначає гранично низький рівень винагороди за просту, некваліфіковану працю. Що стосується мінімальних стандартів оплати труда в Україні, то вони красномовно характеризуються міждержавними порівняннями, на основі даних Держкомстату України, та Eurostat [160], котрі надані на рис. 2.5. Як свідчать дані Держкомстату, чимало суб'єктів господарювання не дотримуються навіть такого низького рівня цієї державної соціальної гарантії, що є обов'язковою, згідно статті 95 КЗпП, на всій території України для підприємств, установ, організацій всіх форм власності та фізичних осіб. Наприклад, на кінець грудня 2013 року для 0,1% середньооблікової кількості штатних працівників промисловості, сільського господарства та будівництва було встановлено тарифну ставку меншу за затверджений законодавством

мінімум [161]⁵. Дані цифри не враховують достатньо розповсюджену практику примусового скорочення робочого часу.

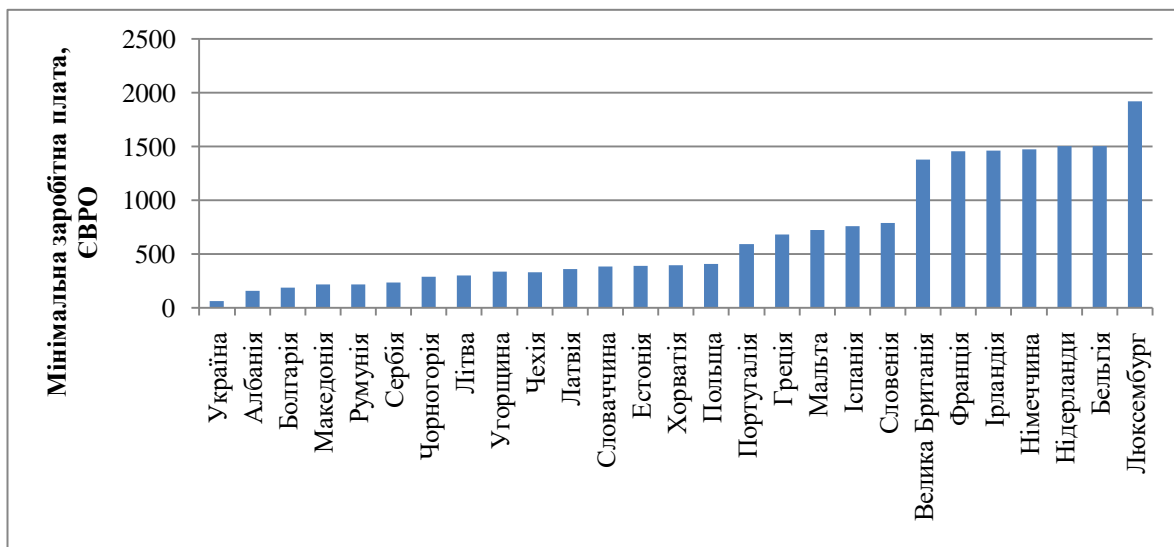


Рис. 2.5. Мінімальна заробітна плата в країнах Європи в 2015 р, ЄВРО.

Ще одним важливим соціальним індикатором, що широко застосовується в статистиці є частка витрат на оплату праці у ВВП. За даними Національного інституту стратегічних досліджень значення цього показника в Україні становило в 2009 році 51%, що на 14% менше, ніж у середньому по країнах Євросоюзу, та має тенденцію до зниження [162, с.15]. Розрахунки на основі даних Державної служби статистики України показують, що частка витрат на оплату праці в 2014 році знизилась до 37,7% [163; 164, с.65]. Це пояснюється, переважно, занадто малою питомою вагою заробітної плати в собівартості продукції. Зазначені вади в оплаті праці посилюються її нерівномірним розподілом по видах економічної діяльності, по регіонах, а також на корпоративному рівні. Так, середньомісячний рівень заробітної плати в сільському господарстві в 2014 році становив 71,2 % від середнього по країні що у 2,8 рази нижче значення аналогічного показника для фінансової та страхової діяльності [159, с.166]. Нерівномірність оплати на корпоративному

⁵ Відхилення мінімальної оплати труда штатного працівника на підприємстві від установленого рівня мінімальної заробітної плати (EC5) є одним із соціальних індикаторів міжнародної зі сталого розвитку в системі GRI.

рівні проілюструємо на прикладі цих видів економічної діяльності [159, с.185-186]. (рис. 2.6).

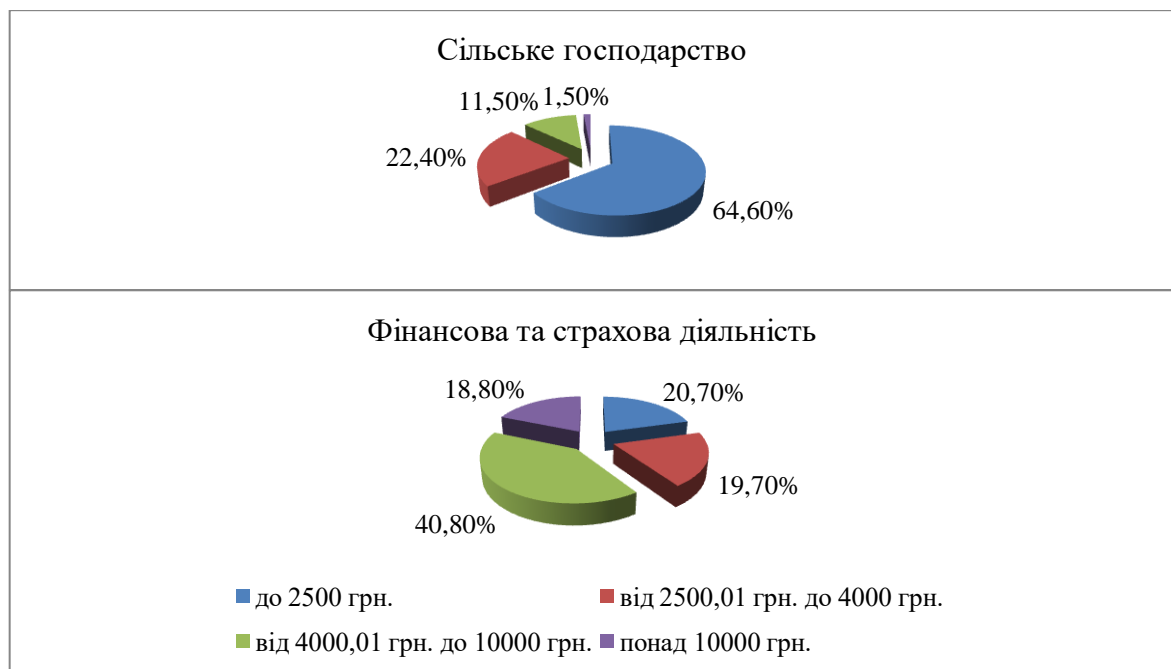


Рис.2.6. Розподіл кількості штатних працівників за розмірами нарахованої їм заробітної плати за грудень 2014 року

Приблизно у 20% працюючих у сільському господарстві та у сфері фінансів і страхування заробітна плата у грудні 2014 року знаходилась у діапазоні від 2500,01 до 4000 грн. Проте, для 64,6% працюючих у сільському господарстві вона нарахована в розмірі до 2500 грн., а лише 13% – понад 4000 грн. У 1,5% оплата труда за грудень 2014 року перевищила 10000 грн. У фінансових установах і страхових компаніях частки працівників із заробітною платою до 2500 грн. та понад 4000 грн. чисельно становили 20,7% та 59,6% відповідно. Разом з тим, питома вага працівників, що одержали винагороду за труд у розмірі понад 10000 грн. досягала 18,8%. Настільки нерівномірний розподіл заробітної плати по видах економічної діяльності та на рівні окремих підприємств не може пояснюватися лише структурними диспропорціями у ринковій вартості робочої сили. Він свідчить про наявність рентного доходу

від монопольного становища певних суб'єктів господарювання, відсутності транспарентності корпоративних відносин та незначного впливу стейкхолдерів. Середньомісячна заробітна плата в розрахунку на одного штатного працівника в 2014 році коливалась по регіонах від 2527 грн. (Тернопільська область) до 5376 грн. у м. Києві [159, с.167]. Таким чином, пересічний киянин одержував вдвічі більшу заробітну плату, ніж житель Тернопільщини. Привертає увагу той факт, що співвідношення між максимальним та мінімальним значенням цього індикатора не зменшилося з 1995 року.

Ще однією характеристикою рівня корпоративних соціальних стандартів є хронічна заборгованість з виплати заробітної плати. Динаміка значень цього показника носить циклічний характер. Стійкий тренд зменшення заборгованості, що мав місце з 2000 року змінився на протилежний з початку фінансової кризи. Відношення суми несплаченої заробітної плати до фонду оплати праці становило, за даними Державної служби статистики, на 1.01.2015 року 7% по країні в цілому, тобто 323,6% від рівня заборгованості на 1.01.2014 року. Варто підкреслити, що переважна частка заборгованості (83,4%) припадає на економічно активні підприємства. Крім того, середня сума боргу в розрахунку на одного штатного працівника економічно активних підприємств (установ, організацій) на 1 січня 2015 року в 1,53 рази перевищувала середню заробітну плату [159, с.227]. Аналіз питомої ваги несплаченої заробітної плати у фонді оплати праці за видами економічної діяльності відкриває ще більш гострі грані проблеми. Значення цього показника на 1.01. 2015 року сягало 13,6% у промисловості, 15,9% у будівництві та, навіть, 85,9% у вугільній промисловості. Прикрим фактом є й те, що висока частка заборгованості характерна для науково-дослідної діяльності (11,3%) певних високотехнологічних підприємств. Так, у виробництві комп'ютерів, електронної та оптичної продукції вона становила 41,3%.

Наведена оцінка показників корпоративного соціального розвитку свідчить про вкрай низькі стандарти оплати труда, незадовільну структуру операційних

витрат, міжгалузеві та мікроекономічні диспропорції, відсутність сталої позитивної динаміки⁶. Ці проблеми мають дуже важливий фінансовий аспект, бо вони негативно відбиваються на доходній частині державного та регіональних бюджетів, а їх подолання вимагає коштів, що значно перевершують наявні надходження. Отже розбалансованість корпоративного розвитку об'єктивно не може не сприйматися державою і суспільством як системоутворюючий чинник та, навіть, як загроза національній безпеці. Безумовно, її певні негативні наслідки проявляються й на мікроекономічному рівні. Зокрема, це стосується технологічної відсталості, плинності та дефіциту кваліфікованих кадрів, втрачання трудової мотивації. Проте, вплив соціальних індикаторів на фінансові результати суб'єктів господарювання опосередковується, уповільнюється та переважно пом'якшується загальним станом економічної активності, слабкістю профспілок, застосуванням тіньових схем оплати праці тощо.

Подальші дослідження дозволили з'ясувати, як екологічні та соціальні екстерналиї корпоративного розвитку, що являють собою пріоритетну проблему для держави та суспільства, усвідомлюється суб'єктами господарювання. Для цього була проаналізована річна звітність (за 2007 – 2009 роки), надана для розкриття в загальнодоступній базі даних НКЦПФР [165] відкритими та публічними акціонерними товариствами із переліку ста об'єктів, які є найбільшими забруднювачами довкілля в Україні, а також інформація, що міститься на офіційних сайтах цих підприємств і територіальних підрозділів Міністерства охорони навколишнього природного середовища України. Використаний у дослідженні перелік об'єктів складено станом на 01.10.2008р. Департаментом екологічної безпеки та поводження з небезпечними хімічними речовинами та відходами. Вибір із цього переліку лише відкритих (ВАТ) та

⁶ Оцінку рівня соціального корпоративного розвитку було проведено на основі системи основних індикаторів, що відбиваються на фінансових результатах підприємств. Поза її межами залишились показники, які мають переважно похідний характер (співвідношення в оплаті праці чоловіків та жінок), характеристики ще не розповсюджених напрямків розвитку (наявність корпоративних програм пенсійного забезпечення) та традиційні соціальні ознаки (невикористання праці неповнолітніх) тощо.

публічних акціонерних товариств (ПАТ) обумовлюється ступенем повноти розкриття інформації, яка вимагається на законодавчому рівні від підприємств цих організаційно-правових форм. Таким чином, для дослідження було вибрано 40 підприємств. Вимоги НКЦПФР щодо змісту річних звітів ВАТ і ПАТ передбачають, зокрема, розкриття наступної інформації:

- основні ризики в діяльності емітента;
- проблеми, які впливають на його діяльність;
- екологічні питання, що можуть позначитися на використанні активів підприємства.

У результаті аналізу цієї інформації були визначені пріоритетні ризики підприємств, що є найбільшими забруднювачами навколишнього середовища. В центрі їхньої уваги опинилися ринкові і правові ризики. В більшості звітів зазначається висока ймовірність погіршення кон'юнктури ринку; підвищення цін на паливно-енергетичні ресурси та тарифів природних монополій; використання постачальниками монопольного положення на ринку; негативного коливання валютного курсу; гіперінфляції, ускладнення умов кредитування; невиконання партнерами зобов'язань за договорами (контрактами); зміни потреб та вимог споживачів; виходу на ринок закордонних конкурентів з більш низькими витратами. Серед правових ризиків робиться наголос на зміні законодавчої бази, зокрема у сфері оподаткування, ліцензування, валютного та митного регулювання; введенні режимів квотування і регулювання цін; заходах захисту внутрішнього ринку з боку країн-імпортерів; визнанні недійсними рішень відповідних органів емітента. Рідше зазначаються ризики політичні (переважно через їх наслідки для інвестиційного клімату та можливостей експорту), науково-технічні (інноваційна активність конкуруючих суб'єктів) та природні (стихійні лиха, інші форс-мажорні обставини). Реалізація вищевказаних загроз обумовлює для досліджених підприємств фінансові ризики зменшення доходності або, навіть, збитковості, втрати платоспроможності, кредитоспроможності та ліквідності.

Майже не згадуються внутрішні ризики підприємств, зокрема, пов'язані з використанням трудових ресурсів та корпоративними відносинами. Так, лише ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» виділив ризик відсутності персоналу певної кваліфікації у кількості, яка необхідна для забезпечення виробництва та передбачив заходи щодо його уникнення. Однак найбільш вражаючим є те, що тільки два акціонерних товариства з переліку найбільших забруднювачів довкілля зазначили екологічні ризики своєї діяльності. У звітності ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» указані екологічні ризики внаслідок виникнення аварій і аварійних ситуацій та невиконання умов природоохоронного законодавства. Там же наведені заходи запобігання цим ризикам, а саме обов'язкове страхування цивільної відповідальності за шкоду, яка може бути заподіяна пожежами та аваріями екологічного і санітарно-епідеміологічного характеру, а також робота з будівництва, реконструкції, модернізації та капітальних ремонтів основних засобів природоохоронного призначення. ПАТ «АрселорМіттал Кривий Ріг» задекларувало і основи своєї екологічної політики, спрямованої на формування сприятливих умов діяльності на вітчизняному та міжнародному ринках і забезпечення позитивної репутації. У цьому разі має місце використання елементів стратегії транснаціональної корпорації, яка є власником підприємства.

ПАТ «Запорізький завод феросплавів» у річних звітах зазначало ризики невиконання програмних заходів, що спрямовані на досягнення встановлених діючим законодавством екологічних нормативних показників в передбачені терміни та, як наслідок, відсутність своєчасного отримання дозволів на здійснення виробничої діяльності. Отже тут очевидним є інше підґрунтя для формулювання екологічних ризиків. Зважаючи на те, що система встановлення нормативів щодо викидів, скидів і поводження з відходами розповсюджується на всі підприємства-забруднювачі, закономірно постає питання, чому лише одне акціонерне товариство вбачає ризик у невиконанні природоохоронних заходів. Відповідь на нього дає саме підприємство у своїх річних звітах для

загальнодоступної інформаційної бази даних НКЦПФР, зазначаючи, що згідно Програми виходу з екологічної кризи міста Запоріжжя на період 2001-2010 р.р., необхідно було до 31.12.10 р. реконструювати споруди пило - та газоочищення в плавильного цеху для забезпечення скорочення викиду забруднюючих речовин на 784,3 т/рік. У випадку невиконання заходу до підприємства мали застосовуватися санкції, аж до зупинки виробництва.

Простежується тісний зв'язок між ризиками розвитку досліджених суб'єктів господарювання та проблемами, які впливають на їх діяльність. Найважливішими серед них підприємства вважають наслідки економічної кризи, несприятливу кон'юнктуру ринку, високі ціни на енергоресурси та сировину, фіскальний характер та нестабільність податкового законодавства, критичну ступень фізичного та морального зносу основних засобів, нестачу грошових коштів на фінансування модернізації виробництва, негативний вплив інфляційних процесів, значний рівень дебіторської заборгованості, наявність потужних зарубіжних конкурентів. Підприємства-експортери наголошують на проблемах із відшкодуванням ПДВ, скасуванні можливості застосування податкових векселів у разі імпорту продукції, що призводить до заморожування обігових коштів, на відсутності державних заходів щодо просування вітчизняного товаровиробника на ринок Євросоюзу, на неузгодженості ряду питань оподаткування експортних та імпортних операцій з країнами СНД, та на певних обмеженнях вільної торгівлі (антидемпінгові мита тощо). Чимало суб'єктів господарювання стурбовано недостатністю власних оборотних коштів і високими кредитними ставками, змінами у функціонуванні дозвільної системи, залежністю від організацій, які займають монопольне положення на ринку, зокрема тих, що надають послуги залізничних перевезень та експедирування сировини і готової продукції. Згадуються і витрати на утримання соціальної сфери, несприятливі погодні умови та, навіть, численні контролюючі органи.

Достатньо широким є спектр проблем, що мають галузевий характер. Так, головними проблемами для нафтопереробних підприємств є жорсткість вимог до якості продукції та низька ціна імпортованих нафтопродуктів. Постачальники газу та електроенергії зазначають економічну необґрунтованість діючих тарифів на їх послуги, недостатню якість вітчизняного вугілля, яке поставляється на ТЕС, неефективне функціонування ринку палива, відсутність і застарілість приладів передачі та контролю, що призводить до понаднормативних втрат. Саме підприємства цього виду економічної діяльності висловлюють свою стурбованість проблемами соціального характеру, але розглядають їх як несприятливі чинники суто зовнішнього походження. Такими вони вважають низьку платоспроможність населення, що призводить до зменшення обсягів реалізації продукції за зростання цін та, навіть, підвищення рівня мінімальної заробітної плати.

На екологічні проблеми серед акціонерних товариств, що є найбільшими забруднювачами довкілля, звернули увагу лише два підприємства енергетичного сектору, які декларують значні збитки, починаючи з 2008 року. ПАТ «Дніпроенерго» у річних звітах зазначило в якості екологічної проблеми підвищення нормативів збору за забруднення та використання водних ресурсів, вважаючи це однією з причин своєї збитковості. ПАТ «Західенерго» вважало актуальним зменшення шкідливих викидів ТЕС в атмосферне повітря для забезпечення повного використання активів. Деякі підприємства не тільки не вбачають екологічних ризиків та проблем своєї діяльності, але наголошують на їх відсутності. Наприклад, ПАТ «Азот» регулярно у річних звітах зазначало, що «екологічні аспекти, які б могли негативно впливати на використання активів підприємства, не виявлені», його діяльність не мала «суттєвого впливу на навколишнє середовище та не завдали йому шкоди», «використовуються сучасні системи очищення води та повітря». Звернемо увагу, що це підприємство із переліку ста об'єктів, які є найбільшими забруднювачами довкілля в Україні.

Отже, матеріали дослідження доводять, що екологічні та соціальні екстерналії виробничої діяльності залишаються гострою проблемою держави і суспільства, але не трансформуються у ризики підприємств, які конкурують у суто економічній площині. Підтверджується нульова гіпотеза щодо невідповідності існуючих умов господарювання, а отже і діючих фінансових механізмів, меті забезпечення корпоративного сталого розвитку.

2.2. Фактори збалансованого корпоративного розвитку за сучасних умов господарювання

Загальна оцінка корпоративних екологічних і соціальних стандартів, обґрунтована в підрозділі 2.1, викликає необхідність дослідження факторів збалансованого розвитку за існуючих умов господарювання, адже вони позитивно або негативно впливатимуть на системні перетворення фінансових механізмів. З цією метою, на прикладі екологічного виміру сталого розвитку, на першому етапі дослідження публічні та відкриті акціонерні товариства із переліку основних забруднювачів довкілля були розбиті на дві групи. Перша була сформована за наступними критеріями: наявність сертифікату ISO 1400 та/або даних про витрати на природоохоронні заходи і результати їх впровадження. Джерелом інформації були річні звіти підприємств за 2007 – 2009 роки та їхні офіційні сайти. У другу групу увійшли акціонерні товариства, що не пройшли сертифікацію за стандартом ISO 1400 і не надали позитивних даних про власну екологічну діяльність. Із переліку об'єктів дослідження були виключені цементні заводи в зв'язку з тим, що вони мають спільні особливості, а саме: екологічний ефект досягається переважно шляхом поступового впровадження так званої сухої технології виробництва, що вимагає значних капіталовкладень, а посилення забруднення довкілля обумовлюється переходом на використання вугілля з метою зменшення витрат на паливо. В результаті

відбору за зазначеними критеріями у першу та другу групи були включені, відповідно, 21 та 15 акціонерних товариств.

Істотними чинниками, що визначають екологічну діяльність підприємств, як і слід було очікувати, виявились фінансові, а саме: прибутковість, вартість кредитних ресурсів та зростання статутного капіталу. У докризовому 2007 році 75% прибуткових підприємств звітували про свої природоохоронні заходи. Серед тих, що мали позитивні фінансові результати за три роки (2007-2009 рр.), 88% спрямовували зусилля на зменшення шкідливого впливу виробництва на довкілля. Для збиткових підприємств ці показники становили лише 25% та 32% відповідно. У 2007 році 86% акціонерних товариств, включених до першої групи задекларували прибуток, тоді як у другій групі таких виявилось тільки 40%. Фінансова криза спричинила різке зростання кількості збиткових суб'єктів господарювання у тому числі серед підприємств із переліку 100 основних забруднювачів довкілля. Тому за результатами трьох років частка прибуткових акціонерних товариств зменшилася до 71% в групі 1 та до 13% у групі 2. Проте закономірність спостерігається в усіх інтервалах часових спостережень [166, с. 95].

Підприємства, які надали у звітах дані про свою екологічну діяльність, відрізняються за фінансовими можливостями від об'єктів дослідження, що були включені у другу групу, не тільки величиною прибутку, а й вартістю залучення банківських кредитів та розміром одержаних інвестицій. Чимало таких суб'єктів господарювання протягом 2007 – 2009 років користувалися кредитними ресурсами за ставками 3 – 7% річних. У 43 відсотків цих підприємств ставка вартості позичкового капіталу не перевищувала 10%. Це не характерно для жодного акціонерного товариства зі складу другої групи. Для більшості підприємств першої групи (57%) максимальна кредитна ставка не перевищувала 15% у річному вимірі. У другій групі таких виявилось лише 13%.

Схожою є ситуація із залученням інвестицій у статутний капітал. Протягом п'яти років (2005р. – 2009р.) додаткові емісії акцій здійснили 57% товариств із

першої групи і 47 % – із другої. Найбільший фінансовий потенціал притаманний підприємствам, що мають і високу кредитоспроможність та інвестиційну привабливість. Зважаючи на це, у дослідженні було використано й такий критерій, як «частка підприємств, що були прокредитовані за ставкою не вище 15% річних та залучили протягом 2005 – 2009 років інвестиції у статутний капітал». Для першої групи значення даного показника становить 38%, для другої – 7% (рис. 2.7).

Таким чином, обґрунтований вище висновок про відсутність економічних стимулів для здійснення екологічної діяльності суб'єктами господарювання знаходить логічне продовження в тому, що багато з них навіть не мають потрібних для цього коштів і джерел фінансування. Необхідно звернути увагу й на те, що в переліку найбільших забруднювачів довкілля великою є частка хронічно збиткових підприємств. Це дуже серйозний факт, який визначає особливості побудови дієвого механізму сталого розвитку.

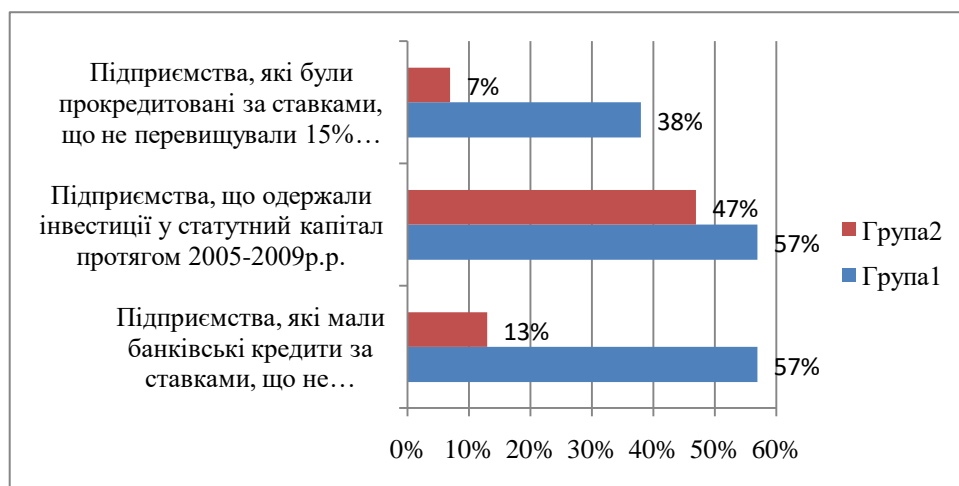


Рис.2.7. Залучення інвестицій та кредитів групами підприємств, сформованими за ознакою проведення ними екологічної діяльності

Числові значення розглянутих критеріїв указують лише на кореляційну залежність природоохоронної діяльності підприємств від їх фінансового стану. Більш того, ці критерії радше визначають імовірність відсутності реальних екологічних заходів у збиткових підприємств, ніж їх наявності у прибуткових.

Тому в ході подальшого дослідження виявлено значущість нефінансових показників для характеристики відмінностей між сформованими групами об'єктів дослідження. Істотними ознаками, що характеризують приналежність підприємств до тієї або іншої групи об'єктів дослідження є експортна орієнтація й наявність монопольного становища на ринку. Фінансові результати 81% акціонерних товариств, які надають у річних звітах інформацію про свою екологічну діяльність та/ або пройшли сертифікацію за стандартами ISO 1400, значною мірою залежать від їх експортної виручки. Вони просувають продукцію у різні сегменти світового ринку. Чимало підприємств, зокрема металургійних, активно конкурують на ринках розвинутих країн. В другій групі досліджених суб'єктів господарювання виявилось лише 3 експортера (20%). Два з них в основному зорієнтовані на постачання продукції в країни ближнього зарубіжжя. Протилежні відсоткові співвідношення у групах досліджених підприємств спостерігаються за ознакою монопольного становища на ринку. Частка монополій у другій групі досягає 40%, тоді як у першій вони взагалі відсутні (рис. 2.8)⁷. Монопольне становище характерне для підприємств, які надають послуги з тепло-,газо- й водопостачання.

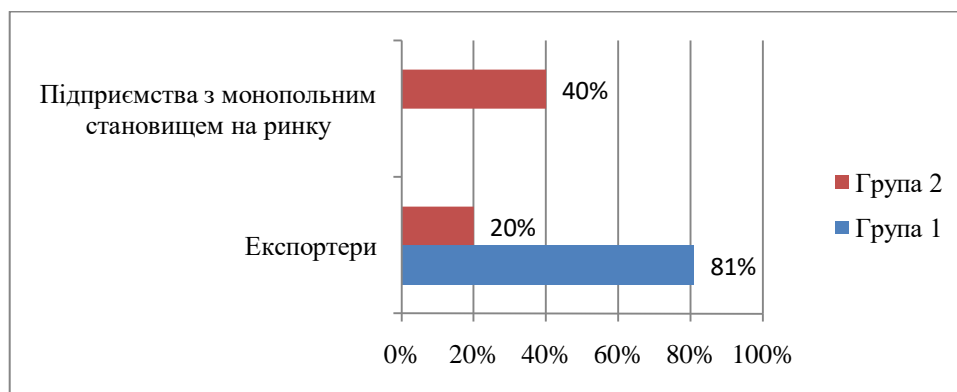


Рис.2.8. Питома вага монополістів та експортерів у загальній кількості підприємств в групах дослідження

⁷ На ринку України деякі підприємства забруднювачі займають монопольне або олігопольне становище, здійснюючи експорт в умовах жорсткої конкуренції. Такі суб'єкти господарювання не розглядалися в ході дослідження як монополії.

Чому експортна орієнтація суб'єктів господарювання стає стимулом екологічної діяльності? Вочевидь тому, що на ринках розвинутих країн інституціональні фактори сталого розвитку мають принципово інший характер (підрозділ 1.2). Ставлення до екологічних проблем визначає там, певним чином, конкурентоспроможність компаній. Українські експортери вимушені дотримуватись принципово інших вимог до природоохоронної діяльності. Насамперед це стосується впровадження стандартів екологічного менеджменту серії ISO 1400. Серед 15 експортно-орієнтованих підприємств із досліджених груп 60% уже пройшли відповідну сертифікацію. З числа суб'єктів господарювання, які не постачають свою продукцію на зовнішні ринки, жоден не надав інформації про отримання сертифікату серії ISO 1400.

Достатньо значимим фактором активізації екологічної діяльності підприємств виявилось й адміністративне регулювання з боку тих територіальних органів влади, які планомірно реалізують регіональні та міські природоохоронні програми. У річних звітах досліджених акціонерних товариств Дніпропетровської та Запорізької областей помітно відслідковується зв'язок їх природоохоронної діяльності з відповідними програмами, які визначають перелік основних забруднювачів, передбачають щорічні завдання щодо зменшення викидів і скидів та системний контроль досягнутих результатів. Так «Програмою поліпшення екологічного стану Дніпропетровської області за рахунок зменшення забруднення довкілля основними підприємствами-забруднювачами на 2007—2015 роки» охоплювалося 25 суб'єктів господарювання, рівень навантаження котрих на навколишнє середовище сягає 95% від загальнообласного. Щорічні обсяги фінансування становили 450-730 млн. грн. "Програма зменшення забруднення атмосферного повітря основними підприємствами-забруднювачами Дніпропетровська" на 2008-2015 роки розповсюджувалася на 9 підприємств, які прийняли достатньо напружені зобов'язання щодо зниження виробничого навантаження на довкілля. Наприклад, викиди забруднюючих речовин у

атмосферне повітря Придніпровській ТЕС повинні були зменшитися на 30%, а ПАТ «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод» – на 69%. Фінансування природоохоронних заходів відбувається за рахунок власних коштів підприємств і залучення інвестицій.

Вище на прикладі річних звітів Запорізького заводу феросплавів було показано наскільки серйозно підприємства сприймали можливість застосування санкцій за невиконання природоохоронних заходів, передбачених Програмою виходу з екологічної кризи міста Запоріжжя на період 2001 – 2010 р.р. Не в останню чергу це пояснюється обґрунтованістю пріоритетів екологічної політики на територіальному рівні. У Запоріжжі в 2008 році розроблено і впроваджено методологію оцінки ризику здоров'ю населення при регулюванні викидів забруднюючих речовин в атмосферне повітря. На її основі здійснюються моніторинг ризиків, оцінка ефективності заходів щодо їх усунення або мінімізації та обираються оптимальні рішення. Вельми показово, що всі акціонерні товариства Дніпропетровської та Запорізької областей увійшли в першу групу об'єктів дослідження, тобто були спроможні надати інформацію про екологічну діяльність. Регулювання з боку територіальних органів влади, безумовно, не можна ототожнювати з системою жорсткого централізованого управління. Одні підприємства, виконують завдання на сто відсотків і більше, інші – на лічені проценти.

Для подальших доказів впливу вищенаведених чинників на природоохоронну діяльність, доцільно зробити додаткові групування досліджених акціонерних товариств. Важливою класифікаційною ознакою є відношення величини витрат підприємства на реалізацію заходів екологічного характеру до розміру джерел їх фінансування, тобто до суми чистого прибутку й амортизації. Цей показник поєднує інвестиції в основні засоби, що здійснюються за рахунок чистого прибутку, і затрати на підтримання їх у робочому стані. Серед відкритих і публічних акціонерних товариств, які увійшли в перелік ста найбільших забруднювачів довкілля, чотирнадцять

надали для розкриття в загальнодоступній базі даних НКЦПФР інформацію про спрямування ними в середньому щорічно протягом аналізованого періоду не менш ніж 2% суми чистого прибутку й амортизаційних нарахувань на природоохоронні заходи (далі за текстом – група 3). При тому, спостерігаються суттєві коливання значень даного індикатора екологічної активності як у часі, так і в розрізі досліджуваних підприємств. Лише на трьох із них, у період комплексної реконструкції, частка витрат на охорону довкілля перевищувала 60%. Максимальний рівень, за звітними даними суб'єктів господарювання, становив 98,78%–110%.

Водночас таке високе значення не є характерним для основної маси об'єктів дослідження та певною мірою пояснюється збитковими результатами діяльності цих акціонерних товариств в 2009 році та накопиченими резервами нерозподіленого прибутку. На ряді підприємств виявлено тенденцію збільшення рівня індикатора в період фінансової кризи, відносно 2007 року, за одночасного скорочення джерел придбання основних засобів природоохоронного призначення. З огляду на переважання поточних витрат у загальній структурі фінансування екологічних заходів, вона є цілком зрозумілою. В 2007 році у десяти із-поміж чотирнадцяти згаданих акціонерних товариств частка суми чистого прибутку й амортизації, що витрачалася на охорону довкілля, не перевищувала 6% і лише у двох становила більше 10%.

Для забезпечення коректності дослідження, групування об'єктів за ознакою відношення величини витрат підприємства на реалізацію природоохоронних заходів до розміру джерел їх фінансування було доповнене класифікацією за принципом екологічного ефекту (далі за текстом – група 4). Вона сформована із семи акціонерних товариств, які надали інформацію про зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин у результаті впровадження відповідних технологій, та є похідною від групи 3. Такі підприємства забезпечували протягом аналізованого періоду щорічне зниження навантаження на навколишнє середовище в середньому не менше ніж на 6%. Проте, деякі з них,

згідно звітів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, досягали, в окремі роки, більш високих показників. Так, ПАТ «Кримський содовий завод» знизив викиди в атмосферу забруднюючих речовин, у розрахунку на тону кальцинованої соди, у 2007 році на 16,7%, а в 2009 році – на 18%. На ПАТ «Електрометалургійний завод «Дніпроспецсталь» ім. А.М. Кузьміна» внаслідок реалізації заходів щодо раціонального використання технічної води, її скиди в шламонакопичувач у 2008 році знизилися на 20%.

Аналізуючи характерні особливості об'єктів, що ввійшли до складу третьої і четвертої груп, звернемо увагу на те, що половина підприємств із найбільшими значеннями питомого показника витрат на природоохоронні заходи, допускала протягом аналізованого періоду понадлімітні викиди і скиди забруднюючих речовин, через що зазнавала фінансових санкцій. Це було притаманне навіть 57% акціонерних товариств зі складу четвертої групи, сформованої за ознакою ефекту «зелених» інвестицій. Такі цифри свідчать про тісний зв'язок витратних і результативних екологічних показників із наявністю понадлімітних платежів і штрафів або їх загрозою. Цей факт підтверджує висновок про вагомий вплив на активізацію екологічної діяльності регуляторно-фінансового механізму запобігання понаднормативного забруднення навколишнього середовища.

Позаяк у четверту групу об'єктів дослідження включені лише представники третьої групи, яка, у свою чергу, вибрана із підприємств, що мають сертифікат ISO 1400 та/або розкрили інформацію про витрати на природоохоронні заходи і результати їх впровадження (група 1), доцільно дослідити, як варіюється вплив на природоохоронну діяльність розглянутих вище факторів у межах вибірок, сформованих на базі принципів затратності й ефективності. С початку приділимо увагу чинникам фінансової спроможності суб'єктів господарювання і передусім наявності прибутку в річних звітах за формою №2 (рис.2.9). Як бачимо з рисунку, в останні роки спостерігалася стійка тенденція зниження частки прибуткових акціонерних товариств в усіх досліджених групах, обумовлена кризовими явищами в економіці в цілому.

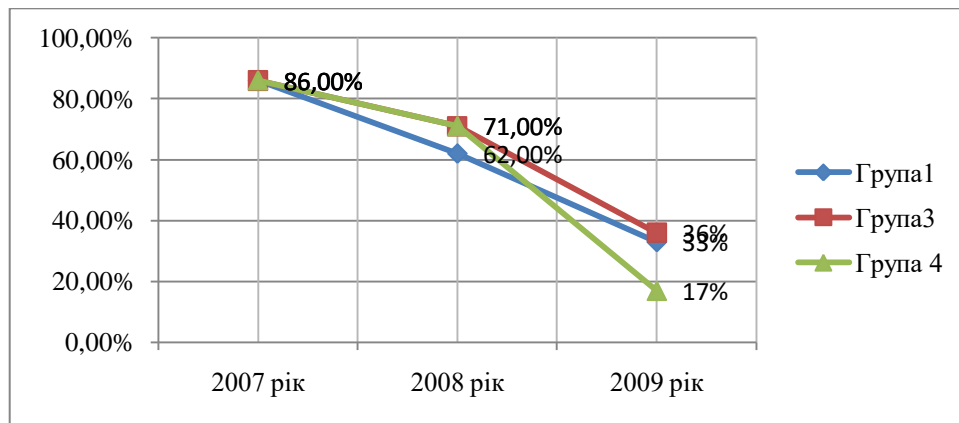


Рис. 2.9. Динаміка частки прибуткових підприємств у групах дослідження

Найбільш стрімке падіння значень цього показника відбулося саме серед підприємств, що досягли максимального ефекту від реалізації заходів щодо зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин. Отже, цілком очевидно, що ані витрати суб'єкта господарювання на безпеку довкілля ні, тим більше, досягнуті результати, безпосередньо не визначаються прибутковістю або збитковістю у звітному році. Разом із тим цей факт, безумовно, не спростовує вагомість впливу фінансової спроможності підприємства взагалі й рентабельності зокрема на його екологічну діяльність. Ідеться лише про опосередкованість такої залежності. Вона помітно проявляється в довгостроковій перспективі. Так, частка акціонерних товариств, які мали прибуток за підсумком трьох років аналізованого періоду, виявилася найнижчою в першій групі об'єктів дослідження (71%), а найвищою – в третій (83%). Серед підприємств з найкращими результатами екологічних інвестицій також спостерігається найбільша кількість тих, що наростили протягом останніх п'яти років власний капітал шляхом здійснення додаткових емісій акцій (86%).

Привертає увагу стабільна частка об'єктів дослідження, які були прокредитовані за ставками не вище 15% річних, у всіх вибірках, крім другої

(відповідно 57 та 13%⁸). Це свідчить про те, що забезпечення вартості позикового капіталу на середньому, навіть для передкризового року рівні, є певним фактором уможливлення екологічної діяльності, але не її інтенсифікації. Рішення щодо фінансування інноваційних проектів у галузі охорони довкілля сьогодні, зазвичай, не передбачають стандартне банківське кредитування. Джерелами фінансування таких проектів переважно є власні кошти суб'єктів господарювання та, останнім часом, ресурси, які залучаються у рамках проектів спільного впровадження, передбачених Кіотським протоколом.

Із семи підприємств, що увійшли до складу четвертої групи, три працювали над реалізацією таких проектів. Ідеться про створення газотурбінної системи комбінованого типу на Алчевському металургійному комбінаті, реконструкцію аглодоменного виробництва і кіснево-компресорного цеху ПАТ «Запоріжсталь» та про співробітництво ПАТ Металургійний комбінат «Азовсталь» із компанією Global Carbon. Разом із тим не можна заперечувати доцільність фінансування інновацій екологічного характеру за рахунок кредитів за пільговими ставками. Показово, що такі можливості достатньо характерні для ряду об'єктів дослідження з вибірки, сформованої за ознакою максимального ефекту від зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин. Наприклад, вартість капіталу, залученого ПАТ «Запоріжсталь» у Сітібанку и Комерцбанку в аналізованому періоді коливалась у межах 0,2 – 0,45%⁸, а ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» відображав у звітах 0% за користування коштами майже всіх кредиторів.

Красномовним підтвердженням впливу фінансової спроможності підприємств на активізацію їхньої екологічної діяльності є дані про варіацію у відібраних групах значень наступних показників: частка прибуткових акціонерних товариств, які одержали інвестиції у статутний капітал протягом 2005 – 2009 років; частка АТ, що мали прибуток за підсумком трьох років або

⁸ Зауважимо, що у деякій мірі, вагомість зазначеного чинника може пояснюватися кореляцією з іншими економічними показниками, бо він характеризує фінансову стійкість підприємства та опосередковано його загальний фінансовий стан.

одержали інвестиції у статутний капітал протягом 2005 – 2009 років. Перший показник оцінює питому вагу підприємств зі стійким нарощуванням власного капіталу за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх джерел, тобто суб'єктів господарювання з максимальним потенціалом фінансування природоохоронних заходів. Другий окреслює ширше коло об'єктів дослідження, що характеризуються загальним приростом власних коштів протягом аналізованого періоду, незалежно від шляхів його досягнення. Значення обох показників мають помітну тенденцію до зростання в міру звуження вихідної вибірки відповідно до третьої групи АТ, сформованої за ознакою найбільших питомих витрат на охорону довкілля, та четвертої, що утворена за принципом максимального ефекту від реалізації заходів, спрямованих на скорочення викидів і скидів забруднюючих речовин (рис. 2.10). Так, частка прибуткових акціонерних товариств, які одержали інвестиції у статутний капітал протягом 2005 – 2009 років становила 48% у першій групі об'єктів дослідження, 50% – у третій, та 71% – у четвертій. Міжгрупова варіація значень другого показника виявилась ще більш виразною (86%, 93% та 100% відповідно).

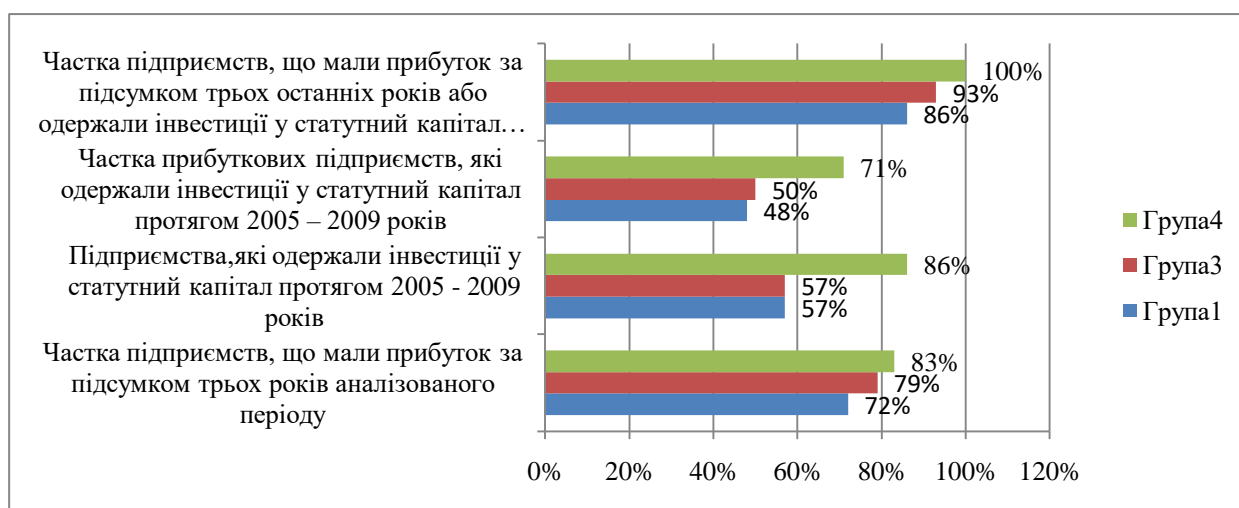


Рис. 2.10. Варіація значень економічних показників у групах дослідження

Отже, фінансова спроможність суб'єктів господарювання є не лише передумовою екологічних заходів. Вона істотно впливає і на відношення величини витрат підприємства на їх реалізацію до розміру суми чистого

прибутку й амортизації, і на одержаний ефект. Водночас цей фактор не діє автоматично, не має абсолютного характеру, а проявляється в системі взаємовідносин з іншими чинниками, чію значущість встановлено в ході дослідження. Порівняння об'єктів першої, третьої та четвертої груп допомогло уточнити й уявлення про зв'язок витратних та результативних показників їхньої екологічної діяльності з наявністю експортної орієнтації та адміністративного регулювання з боку тих територіальних органів влади, які планомірно реалізують регіональні та міські природоохоронні програми⁹. В цих групах виявилось відповідно 81%, 79% та 100% експортерів (рис.2.11). Різниця між першими цифрами знаходиться в межах статистичної похибки. Водночас той факт, що найкращі результати в скороченні викидів і скидів забруднюючих речовин показують лише підприємства, залежні від попиту на зовнішніх ринках, не може не привернути увагу. Він наочно свідчить про неконкурентоспроможність вітчизняного фінансово-регуляторного механізму стимулювання сталого розвитку.

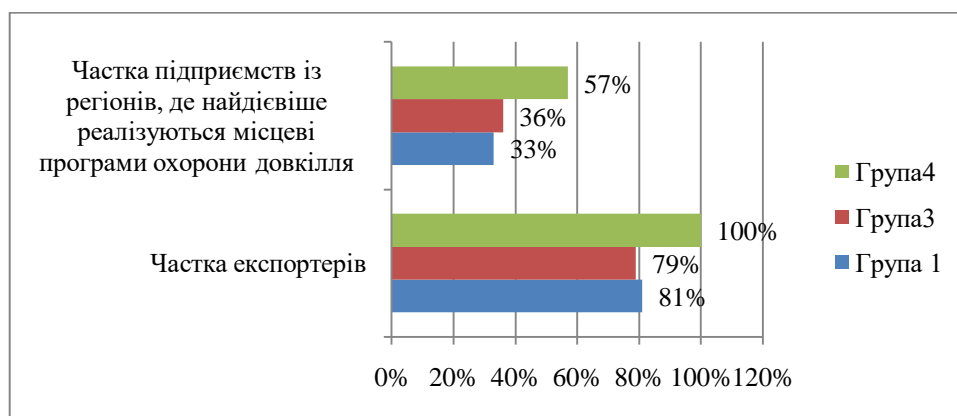


Рис.2.11. Варіація часток експортерів та підприємств із регіонів, де найдієвіше реалізуються місцеві програми охорони довкілля у групах дослідження

Частка акціонерних товариств Дніпропетровської і Запорізької областей, де як було показано вище, найдієвіше реалізуються регіональні та міські програми охорони довкілля, також помітно більше серед об'єктів, згрупованих

⁹ Порівняння часток природних монополістів між даними вибірками не здійснювалося, позаяк вони присутні лише в другій групі об'єктів дослідження.

за ознакою максимального ефекту від впровадження екологічних заходів (57% проти 33% у першій групі). Отже, системне і збалансоване адміністративне регулювання з боку місцевих органів влади спроможне не лише примушувати підприємства до цього напрямку фінансування, але і суттєво впливати на зменшення забруднення довкілля. Для того, щоб з'ясувати чи грають визначені фактори вирішальну роль у мотивації суб'єктів господарювання до екологічної діяльності, як найпоширенішого сьогодні виміру корпоративного сталого розвитку, а якщо так, то які саме, потрібно побудувати відповідну класифікаційну модель. Ефективним способом побудови функцій класифікації на базі певної вибірки є дискримінантний аналіз.

У цьому випадку може бути застосований лише метод узагальненого дискримінантного аналізу (УДА), оскільки він дозволяє використовувати не тільки неперервні, а й необхідні в цьому дослідженні категоріальні змінні (наприклад, наявність експортної орієнтації підприємства), а також урахувати взаємодії між предикторами. Для забезпечення достовірності результатів було збільшено вибірку об'єктів дослідження за рахунок підприємств таких же видів економічної діяльності. Із цією метою, проаналізовані відповідні дані річних звітів [165] та офіційних сайтів 120 акціонерних товариств, передусім, металургійної та хімічної галузей промисловості України за період 2007 – 2010 років. Вибірку склали 56 підприємств, які запровадили систему екологічного менеджменту згідно стандартів серії ISO 1400 та/або оприлюднюють інформацію про витрати на природоохоронні заходи і досягнутий позитивний ефект (далі за текстом – група 1), та 64 суб'єктів господарювання, корпоративна стійкість яких за вищезначеними критеріями є сумнівною (далі за текстом – група 2).

У ході дослідження прибутковість підприємств було визначено на основі показника рентабельності чистих активів (ROE). Зважаючи на те, що для значної кількості аналізованих об'єктів характерне від'ємне значення власного капіталу, ROE відображено у вигляді категоріальної змінної (табл. 2.2).

Індикатором вартості позикових коштів визначено максимальну кредитну ставку за довгостроковими кредитами, адже інвестиції в екологічну діяльність економічно не доцільно здійснювати за рахунок короткострокових позик. Позаяк деякі підприємства протягом дослідженого періоду не користувались кредитами або не надали відповідної інформації, для них у розрахунках використані середні банківські кредитні ставки за статистикою фінансового ринку в аналізованому періоді [167], а саме 16% для експортерів (кредити в доларах США) та 25% для інших юридичних осіб (кредити в національній валюті).

За підсумком чотирьох років (2007–2010 рр.) 57% прибуткових акціонерних товариств звітували про свої природоохоронні заходи. Для збиткових підприємств цей показник становить 42,9 %. Фінансова криза спричинила різке зростання кількості збиткових суб'єктів господарювання. Якщо у 2007 році серед 120 об'єктів дослідження лише 27 задекларувало збитки, то у 2010 році цей показник зріс до 57. Це певним чином вплинуло і на здатності таких підприємств впроваджувати природоохоронні заходи, адже власних коштів не вистачало навіть для забезпечення операційної діяльності, а позиковий капітал для даного класу позичальників є занадто дорогим. Високорентабельні підприємства (табл. 2.2) більше наближені до корпоративних екологічних стандартів.

Таблиця 2.2

Розподіл підприємств за рівнем рентабельності

Кількість підприємств	Група 1 (N=56)	Група 2 (N=64)	Σ
Прибуткові підприємства за результатами 2007 – 2010 років:	36	27	63
2 (ROE < 20%)	26	22	48
3 (ROE >=20%)	10	5	15
Збиткові підприємства за результатами 2007 – 2010 років	20	37	57

Таку закономірність можна пов'язати із чинником доступності фінансування за рахунок одержаного прибутку. Емісії акцій можуть суттєво змінювати потенціал інвестування у природоохоронні заходи з власних джерел, водночас покращуючи показники фінансової стійкості. У групі 1 протягом п'яти попередніх років 82,1% підприємств залучили інвестиції у статутний капітал, тоді як у групі 2 – лише 68,7%. Умовою екологічної діяльності є наявність конкурентного середовища. Акціонерні товариства з монопольним становищем на ринку не мають стимулів до якісних зрушень у напрямку корпоративного сталого розвитку. Дуже показово, що усі 8 підприємств-монополістів увійшли до групи 2 об'єктів дослідження. Аналіз розширеної вибірки підприємств підтвердив висновок, що експортна орієнтація є надзвичайно важливим фактором у формуванні політики корпоративного сталого розвитку. Передусім, це стосується експорту на ринки розвинених країн, де існують жорсткі вимоги щодо дотримання стандартів екологічного менеджменту та природоохоронної діяльності. У другій групі досліджених суб'єктів господарювання виявилось лише 6 експортерів (9,4 %), 5 з яких в основному зорієнтовані на постачання продукції в країни близького зарубіжжя.

Негативні явища у світовій економіці, що спостерігаються з 2008 року, не могли не вплинути на ринок кредитних ресурсів. Розширення часового інтервалу дослідження зробили вплив вартості позичкового капіталу на екологічну діяльність суб'єктів господарювання менш виразним. Проте це не позначилося на закономірності, яку було виявлено на основі вибірки основних забруднювачів довкілля (85,7 % підприємств-позичальників у Групі 1 користувались кредитними коштами, вартість яких не перевищувала 16 %, натомість у Групі 2 цей показник становив лише 17,2 %).

Для подальшого дослідження було застосовано метод покрокового узагальненого дискримінантного аналізу із включенням. Він дозволяє визначити змінні, що найбільш значимо впливають на розділення сукупності об'єктів на групи. На кожному кроці відбираються змінні з найбільшим

значенням F-критерію Фішера. Результати покрокової регресії для вищезначеної вибірки із залежною змінною «Екологічна діяльність» показав істотний вплив двох основних факторів, а саме «Експортна орієнтація» ($F = 208,48$) та «Максимальна кредитна ставка» ($F = 35,47$). Дискримінантна функція є статистично значимою, про що свідчить показник канонічної кореляції $R = 0,850095$ ($R > 0,8$) та достатньо близьке до нуля значення лямбди Уїлкса [168].

Дискримінантну функцію можна використати з метою класифікації підприємств. Об'єкт належить до групи із максимальним значенням функції класифікації. Функція класифікації для групи 1 (системна екологічна діяльність) має наступний вигляд:

$$f_1 = 0,40781 \times C_j - 2,04100 \times E_j - 4,02959,$$

де C_j - максимальна кредитна ставка для j -го підприємства;

E_j - наявність експортної орієнтації j -го підприємства.

У свою чергу, об'єкти групи 2 класифікуються таким чином:

$$f_2 = 0,74501 \times C_j + 2,41449 \times E_j - 9,62015$$

Матриця класифікації для аналізованої вибірки свідчить про те, що побудована модель прогнозує системну екологічну діяльність підприємств з апіорною ймовірністю на рівні 90,83%. При цьому дещо гірше вона класифікує підприємства, які працюють за стандартом екологічного менеджменту та/або оприлюднюють інформацію щодо системної природоохоронної діяльності (89,29%), краще – інші суб'єкти господарювання (92,19%) [168]. Таким чином, позитивний вплив експортної орієнтації та низької вартості позикового капіталу підприємства на його екологічну діяльність виявився відносно меншим, ніж антистимулюючий ефект відсутності даних ознак.

Той факт, що результати системної роботи щодо поводження з відходами та зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин, а також наявність сертифікатів серії 14001 передусім характерні для суб'єктів господарювання, які експортують продукцію на ринки розвинутих країн, доводить пріоритетність зовнішнього впливу на екологічну складову сталого розвитку. Підприємства, що постачають свою продукцію на ринки розвинутих країн, повинні демонструвати наближення до світових стандартів охорони довкілля. Йдеться не про перетворення екологічності виробництва в конкурентну перевагу, а радше про виконання умов доступу на певні ринки. Вагомість указанного чинника не лише сигналізує про невідповідність вітчизняної моделі управління корпоративною природоохоронною діяльністю кращим світовим аналогам. Вона свідчить і про наявність тісного взаємозв'язку між напрямками сталого розвитку, адже закони, правила і традиції у галузі охорони довкілля та реакція суспільства на їх порушення, не в останню чергу, визначаються досягнутим рівнем соціальних стандартів. Таким чином, вирішення екологічних проблем потребує комплексного, системного підходу на базі теорії сталого розвитку.

Роль діючого в Україні фінансового механізму виявилась незначною. Рентабельність активів не збільшує потужність дискримінантної моделі, позаяк за існуючих ставок оподаткування, екологічні інвестиції, здебільшого, не мають позитивного впливу на фінансові результати підприємств. Водночас, збитковість суттєвим чином гальмує фінансування природоохоронних заходів. Звичайно, не можна заперечувати, що на статистичну значимість фактора рентабельності активів у певній мірі негативно вплинула практика не повного розкриття інформації щодо одержаного прибутку. Проте цей вплив не варто перебільшувати, адже модель побудовано на даних фінансової, а не податкової звітності. Той факт, що значна частка підприємств із переліку основних забруднювачів довкілля, декларувала збитки протягом всього аналізованого періоду, доводить неможливість вирішення екологічних проблем лише шляхом

удосконалення податкової системи, навіть якщо центр її тяжіння буде перенесено на стимулювання впровадження природоохоронних заходів.

Логіці такої інтерпретації результатів дискримінантного аналізу, на перший погляд, дещо суперечить виявлена в ході дослідження статистична значимість фактору вартості залучення кредитних ресурсів. Однак, жодного протиріччя тут немає. Пояснення цього факту лежить у площині процесів залучення позикових коштів. Середній рівень ставок за кредитами українських банків є не просто дуже високим у порівнянні з іншими європейськими країнами, він серйозно загострює фінансові проблеми позичальників. Водночас спостерігається різкий контраст між об'єктами дослідження за показником вартості позикового капіталу (до 45 відсотків). Істотне скорочення викидів і скидів забруднюючих речовин досягнуто тільки на об'єктах дослідження, які мають вельми низьку, за вітчизняними мірками, вартість позикового капіталу та проводять масштабні емісії акцій.

Нетрадиційні схеми залучення кредитних ресурсів за значно меншими ставками, що використовуються крупними, фінансово стійкими підприємствами, уможлиблює проведення ними модернізації виробництва та впровадження енергозберігаючих технологій, що має наслідком, зокрема, і позитивний екологічний ефект. Певну роль, безумовно, тут відіграє також ефект фінансового лівериджу. Недосконалість фінансового механізму частково компенсується методами адміністративного впливу на підприємства – забруднювачі навколишнього середовища з боку місцевих органів влади, які розробляють і впроваджують регіональні програми зі зменшення техногенного навантаження. Практика доводить можливість і доцільність використання даного інструменту за умови його збалансованості з економічними інтересами суб'єктів господарювання та послідовності у застосуванні.

Незважаючи на те, що всі досліджені підприємства-монополісти опинилися в групі об'єктів, яка характеризується відсутністю системної екологічної діяльності, фактор монопольного становища на ринку не був включений у

дискримінантну модель за результатами покрокової регресії. Це має достатньо просте обґрунтування. Монополізація остаточно руйнує стимули сталого розвитку, але наявність конкуренції сама по собі без дієвого фінансового механізму їх не створює. Узагальнення результатів аналізу проблем сталого розвитку в площині державних і корпоративних інтересів, а також дослідження факторів збалансованого розвитку в екологічному вимірі, доводить необхідність формування принципово іншого комплексного фінансового механізму, зорієнтованого на стандарти розвинутих країн із соціальною ринковою економікою.

2.3. Протиріччя між діючим податковим механізмом і концепцією сталого розвитку

Головна роль у формуванні фінансового інтересу суб'єктів господарювання до забезпечення збалансованого корпоративного розвитку належить податковому механізму. Податкова система в Україні зазнала суттєвих змін з прийняттям Податкового кодексу (далі за текстом – ПКУ) [148]. Проте чи відбулися концептуальні зрушення в напрямку її переорієнтації на стимулювання корпоративного сталого розвитку? Відповідь на це питання вимагає дослідження дієвості податкових методів і важелів впливу на екологічну й соціальну діяльність підприємств.

Важливою новацією стало запровадження з 1 січня 2011 року екологічного податку. Базою оподаткування є обсяги викидів забруднюючих речовин в атмосферне повітря стаціонарними джерелами та скидів безпосередньо у водні об'єкти, кількісні показники утворених і розміщених відходів (окремо радіоактивних), а також виробленої експлуатуючими організаціями ядерних установок електричної енергії. Ставки податку диференційовані по видах забруднюючих речовин, по класах їхньої небезпеки, рівнях впливу на атмосферне повітря і водні об'єкти, а також у залежності від радіоактивності й

зон розміщення відходів та екологічної чистоти палива, що використовується пересувними джерелами. Збережено положення щодо збільшення у 1,5 рази ставок податку за скиди у ставки і озера, передбачено підвищення ставок в 3 рази за розміщення відходів на звалищах, які не забезпечують повного виключення шкоди навколишньому середовищу, а також у межах населеного пункту або на відстані менш як три кілометри від нього. Проте скасовано норму щодо стягнення екологічних платежів у десятикратному розмірі у разі відсутності у платника затверджених у встановленому порядку лімітів скидів і розміщення відходів чи допущення ним понадлімітних обсягів відповідного забруднення. Так само ПКУ, на відміну до існуючого раніше порядку стягнення екоплатежів, не містить вимог збільшення в десять разів податкової ставки за захоронення забруднюючих рідинних речовин, відходів виробництва та стічних вод у глибокі підземні водоносні горизонти.

Вперше, згідно з підрозділом 5 Перехідних положень ПКУ, було передбачено планомірне трьохетапне підвищення ставок податку до 1.01.2014 року. Крім того, згідно пункту 4 розділу XIX «Прикінцеві положення» ПКУ, щорічно відбувається їх корегування з урахуванням індексів споживчих цін. Дані табл. 2.3 ілюструють помітну тенденцію зростання розміру екологічних платежів, що свідчить про посилення ролі податкового механізму в корпоративній природоохоронній діяльності. За чотири роки проведення податкової реформи вони досягли 360% від нормативів збору за викиди в атмосферне повітря забруднюючих речовин, що діяли в 2010 році за кожним їх видом без урахування інфляції. Так само зросли ставки податку за скиди основних забруднюючих речовин у водні об'єкти. Ставки податку за розміщення відходів у спеціально відведених для цього місцях чи на об'єктах збільшились вдвічі. За попередній чотирьохрічний період нормативи корегувались щорічно лише на індекс інфляції відповідно до Постанов КМ України №1423 від 18.10. 2006 р. [169] і № 1317 від 14.11. 2007 р. [170], та збільшились у порівнянні з 2006 роком на 79 %.

Таблиця 2.3

Нормативи збору та ставки податку за викиди в атмосферу основних забруднюючих речовин

Назва забруднюючої речовини	Норматив збору в 2006 році, грн. / т	Норматив збору в 2010 році, грн. / т (179% від рівня 2006 року)	Ставка податку в 2011 - 2012 роках, грн. / т (180% від рівня 2010 року)	Ставка податку в 2013 році, грн. / т (270 % від рівня 2010 року)	Ставка податку в 2014 році, грн. / т (360 % від рівня 2010 року)
Азоту оксиди	189,84	339,28	610,5	915,75	1221
Аміак	35,5	63,63	114,5	171,75	229
Ангідрид сірчистий	189,84	339,28	610,5	915,75	1221
Ацетон	71,19	127,24	229	343,5	458
Бензопірен	241588,01	431761,92	777171,5	1165757,25	1554343
Бутилацетат	42,71	76,32	137,5	206,25	275
Ванадію п'ятиокис	711,90	1272,29	2290	3435	4580
Водень хлористий	7,12	12,73	23	34,5	46
Вуглецю окис	7,12	12,73	23	34,5	46
Вуглеводні	10,68	19,09	34,5	51,75	69
Газоподібні фтористі сполуки	469,85	839,70	1511,5	2267,25	3023
Тверді речовини	7,12	12,73	23	34,5	46
Двоокис вуглецю	-	-	0,1	0,15	0,2

Ще одним стимулюючим фактором екологізації виробництва, передбаченим ПКУ, є оподаткування викидів двоокису вуглецю (CO₂). Позаяк вони передусім залежать від обсягів енергоспоживання, не можна залишити поза увагою і пільги, встановлені для підприємств, що здійснюють заходи з енергозбереження. Йдеться про особливості стягнення податку на додану вартість. Так, у статті 197.16 Розділу V зазначені операції з ввезення на митну територію України енергозберігаючого устаткування й обладнання та засобів їх виробництва, які звільняється від оподаткування. Зважаючи на високу ставку ПДВ і обтяжливий для імпортера порядок його стягнення, ця пільга виглядає достатньо вагомо. Проте вона розповсюджується лише на товари за переліком, встановленим К. М. України. Згідно підрозділу 2 Перехідних положень ПКУ до 1 січня 2019 року звільняються від сплати ПДВ імпорт і постачання на території країни техніки, обладнання та устаткування, визначених статтею 7 Закону України «Про альтернативні види палива».

Разом із тим, варто зазначити тенденцію скорочення податкових стимулів енергозбереження та енергоефективності, які містилися в первісній редакції ПКУ¹⁰. Наприкінці 2014 року скасовано наступні пільги з податку на прибуток (розділ III, ст.158 ПКУ; п. 15 підрозділу 4 Перехідних положень ПКУ) [171]:

- звільнення від оподаткування протягом п'яти років прибутку, одержаного внаслідок підвищення енергоефективності виробництва. Умовами надання даної пільги було включення суб'єкта господарювання до Державного реєстру підприємств, установ, організацій, які здійснюють розроблення, впровадження та використання енергоефективних заходів та енергоефективних проектів;
- зменшення для цілей оподаткування на 80% прибутку, отриманого від продажу на митній території України устаткування, що працює на відновлюваних джерелах енергії або використовується для їх виробництва, а

¹⁰ Механізм надання податкових пільг підприємствам, що використовують енергоефективні технології, було запроваджено статтею 16 Закону України № 74/94 ВР від 1.07.1994 р. «Про енергозбереження» та Законом України №760 – V від 16.03.2007 р. «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо стимулювання заходів з енергозбереження».

також основних та оборотних засобів, які забезпечують економію й раціональне використання паливно – енергетичних ресурсів;

– тимчасове звільнення від оподаткування (до 1.01. 2020 р.) прибутку від продажу біопалива його виробниками. Аналогічною пільгою користувалися вітчизняні виробники техніки, обладнання й устаткування для виготовлення та реконструкції технічних і транспортних засобів, які споживають біопаливо, визначені статтею 7 Закону України «Про альтернативні види палива» та підприємства електроенергетики (клас 40.11 група 40 КВЕД ДК 009 : 2005) у разі продажу електричної енергії, виробленої з відновлювальних джерел. Не оподатковувався також і прибуток від виробництва теплової енергії з використанням біологічних видів палива. Зазначені пільги діяли за умови цільового використання вивільнених від оподаткування коштів у порядку, встановленому Кабінетом міністрів України.

Наскільки суттєвим був стимулюючий ефект встановлених пільг з податку на прибуток? Звернемо увагу на те, що згідно п. 17 підрозділу 4 Перехідних положень ПКУ, прибуток отриманий від основної діяльності підприємств судно - та літакобудування, легкої промисловості (крім переробки давальницької сировини) та підприємств машинобудування для агропромислового комплексу взагалі звільнявся від оподаткування. Отже для певних видів економічної діяльності пільги з податку на прибуток априорі не мали жодного стимулюючого впливу на впровадження енергозберігаючих технологій та відповідно зменшення викидів двоокису вуглецю. Теж саме можна сказати і стосовно суб'єктів господарювання з річними доходами до трьох мільйонів гривень, що відповідають вимогам ст.154.6 Розділу III ПКУ, та застосовували нульову ставку податку до 1 січня 2016 року. Нарешті, значно знижувала стимулюючий ефект цих пільг стабільно висока частка збиткових підприємств,

Не важко помітити, що пільги з податків на прибуток і додану вартість мають, у контексті об'єкту дослідження, однакове цільове спрямування. Таким

чином, у ПКУ були закладені умови для виникнення синергійного ефекту дії податкових стимулів. На жаль цьому, в значній мірі, перешкоджала обґрунтована вище беззмістовність пільг з податку на прибуток для окремих галузей, невеликих та збиткових підприємств. У табл. 2.4 відображені індекси екологічних платежів і витрат на охорону навколишнього природного середовища, за період з 2007 по 2014 р.р [192; 193; 194; 195; 196]. Їх співставлення дає можливість скласти певне уявлення про вплив запровадження екологічного податку на природоохоронну діяльність підприємств.

Виходячи з даних табл. 2.4 можна констатувати значне збільшення (на 46,2%) сум екологічних платежів у 2011 р. у порівнянні з попереднім роком. Переважно це відбулося за рахунок податку за викиди забруднюючих речовин в атмосферне повітря (зростання на 80,77%). Певним дисонансом є індекс екологічного податку за скиди безпосередньо у водні об'єкти (64,4%). Причина цього полягає у наступному. З прийняттям Податкового кодексу втратила чинність норма щодо десятикратного розміру екологічних платежів у разі відсутності або перевищення лімітів розміщення відходів та скидів у водойми. Саме це, передусім, викликало істотне (не зіставне з індексами відведення забруднених зворотних вод) зменшення суми екологічного податку за скиди забруднюючих речовин безпосередньо у водні об'єкти всупереч зростанню його ставок у 2011 році в 1,96 – 2,6 рази. Скасування цієї норми не позначилось так сильно на оподаткуванні результатів поводження з відходами, бо одночасно, для достатньо розповсюджених місць їх розміщення, було запроваджено підвищення податкових ставок у три рази.

Загалом у 2011 році суб'єктам господарювання було пред'явлено екологічних платежів на суму 2122,8 млн. грн., у тому числі з податку за викиди забруднюючих речовин в атмосферне повітря – 1438,0 млн. грн. (67,7%). Плата за розміщення відходів становила 491,7 млн. грн. (23,2%), а за скиди забруднюючих речовин у водойми – 60,3 млн. грн. (2,8%). Ще 132,8 млн.

грн. підприємства повинні були спрямувати на оплату штрафних санкцій за порушення природоохоронного законодавства. Як це вплинуло на корпоративну екологічну діяльність підприємств?

Очевидно, що у перший рік податкової реформи відбулася помітна активізація у галузі інвестування в природоохоронну діяльність. Такий високий індекс капітальних інвестицій на охорону навколишнього природного середовища у відсотках до попереднього року, як у 2011р. (233,6%) ніколи не досягався раніше. Більш того, він значно перевищує індекс екологічних платежів (146,2%). Якісно тотожні співвідношення спостерігалися і майже за всіма складовими екоподатку та відповідними напрямками капітальних вкладень. Єдине виключення стосується інвестицій в очищення зворотних вод. Їх сума дещо зменшилася відносно рівня 2010 року. Отже, начебто можна зробити висновок, що, в цілому, як фіскальна, так і стимулююча функція екологічного податку за ставками, передбаченими ПКУ, досягла якісно іншого рівня ефективності у порівнянні з нормативами зборів за забруднення навколишнього природного середовища, тобто, іншими словами, інтерес до екологічної діяльності у суб'єктів господарювання та відповідні надходження коштів до бюджету отримали стійку перспективу зростання.

Проте більш глибокий аналіз, з урахуванням впливу суб'єктів господарювання на навколишнє природне середовище, співвідношення фактично сплачених і пред'явлених платежів, та динаміки процесів у часі, призводить до істотного корегування даної точки зору. Передусім, привертає увагу те, що позитивна динаміка індексів капітальних інвестицій в охорону атмосферного повітря та в заходи щодо поводження з відходами, яка намітилась у перший рік податкової реформи, виявилась дуже не тривалою. Про це наочно свідчать дані табл. 2.4., особливо, якщо прийняти до уваги індекс цін виробників промислової продукції у 2014 р., який за даними Держстату України становив 117,1% до рівня попереднього року [177, с. 7].

Таблиця 2.4

Індекси екологічних платежів, пред'явлених до сплати та витрат на охорону довкілля

Найменування показників	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Індекси екологічних платежів, відсотків до попереднього року (без урахування штрафів і позовів про відшкодування збитків і втрат)	110,7	111,5	112,5	113,6	146,2	101,9	150,4	95,7
Індекси витрат на охорону навколишнього природного середовища, відсотків до попереднього року	131,6	125,6	90,9	118,6	140,8	110,9	99,3	107,6
Індекси капітальних інвестицій на охорону навколишнього природного середовища, відсотків до попереднього року	140,4	121,1	81,5	90,8	233,6	102,1	91,7	131,8
Індекси екологічних платежів за викиди в атмосферне повітря забруднюючих речовин, відсотків до попереднього року	111,3	112,2	112,0	113,3	180,7	96,4	155,7	91,1
Індекси екологічних платежів за викиди в атмосферне повітря забруднюючих речовин стаціонарними джерелами забруднення, відсотків до попереднього року	110,6	112,3	112,7	113,0	175,3	101,2	160,9	89,7

Продовж. табл. 2.4

Найменування показників	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Індекси капітальних інвестицій в охорону атмосферного повітря, відсотків до попереднього року	166,9	107,1	86,2	89,5	222,3	97,1	97,9	79,4
Індекси екологічних платежів за скиди забруднюючих речовин безпосередньо у водні об'єкти, відсотків до попереднього року	107,4	92,9	126,3	106,5	64,4	123,2	157,6	99,4
Індекси капітальних інвестицій в очищення зворотних вод, відсотків до попереднього року	121,1	114,2	95,3	83,0	98,6	117,4	98,5	134,5
Індекси екологічних платежів за розміщення відходів, відсотків до попереднього року	110,3	114,4	110,9	115,4	104,3	115,4	136,4	107,9
Індекси капітальних інвестицій в заходи щодо поводження з відходами, відсотків до попереднього року	104,7	108,6	95,2	118,3	249,2	61,7	97,7	109,8
Індекси штрафних санкцій за порушення законодавства про охорону навколишнього середовища, відсотків до попереднього року	311,4	24,8	178,7	1353,2	90,0	14,5	230,1	18,2

Отже підвищення ставок екологічного податку в 2013 – 2014 р.р., передбачене Перехідними положеннями ПКУ, не мало такого позитивного впливу на інвестиції в природоохоронну діяльність, як на першому етапі запровадження екологічного податку. Однією з причин є те, що новації, закладені в Податковий кодекс, оцінювалися бізнесом з високою ймовірністю як початок поступового системного процесу формування податкових стимулів корпоративної діяльності із збереження довкілля. Проте в екологічному вимірі податкову реформу було зведено лише до заміни зборів за забруднення довкілля на екологічний податок і певне підвищення його ставок. Подальших кроків у формування податкового механізму сталого розвитку не відбулося досі. Актуальність адаптаційних стратегій істотно зменшилась, що не могло не позначитися на виборі інвестиційних проектів.

Проте, навіть на першому етапі податкової реформи виявилися фактори, що істотно зменшували ефект екологічного оподаткування. Розглянемо динаміку викидів забруднюючих речовин та парникових газів у атмосферу від стаціонарних джерел (табл.2.1). У загальній структурі екологічного податку за 2011р. частка платежів від даного виду забруднення становила 67,7%. Інформація, що міститься в неї, виглядає, на перший погляд, парадоксальною. Дійсно, незважаючи на суттєве посилення податкового навантаження на підприємства-забруднювачі та зростання інвестицій у корпоративну екологічну діяльність, загальний обсяг викидів у 2011 р. збільшився до 105,9 % відносно рівня попереднього року. Ця цифра не значно відрізняється від індексів промислової продукції за січень – грудень 2011р. (107,6%) і виробництва та розподілення електроенергії (105,3).

Не тільки не прояснює, а навіть ускладнює розуміння ситуації співставлення з індексами реалізації продукції, що розраховані по видах економічної діяльності з найбільшим негативним впливом на навколишнє природне середовище. Так для добувної промисловості за 2011 рік він становить 105,4%, а у металургії та виробництві готових металевих виробів за даними Держстату

України спостерігалось падіння обсягів реалізації продукції на 0,6% [178]. Ще більш виразною є динаміка викидів по основних видах забруднюючих речовин. Позитивний результат було досягнуто лише по металах та їх сполуках, частка яких у загальній структурі викидів у атмосферне повітря становила у 2011 році лише 0,7% [179]. По інших видах викидів спостерігалась негативна динаміка [180, с.44]. Найбільше зростання викидів зафіксовано по двоокису вуглецю (22,7%). Зазначимо, що в 2010 р. викиди двоокису вуглецю збільшились лише на 8% за індексу промислової продукції на рівні 111,2% [181].

З метою дослідження причин, які обумовлюють зростання викидів в атмосферу, звернемо увагу на структурні зрушення в сфері енергоспоживання, що відбувалися в той період. Значне подорожчання нафти і газу підвищило привабливість більш дешевих, але менш екологічних енергоресурсів. Так металургійні комбінати, цементні заводи та підприємства інших видів економічної діяльності суттєво скорочували використання газу у виробничих процесах шляхом заміни його на кокс, впровадження технології пиловугільного вдування тощо. Таким чином, досягається економія операційних витрат і водночас збільшуються обсяги забруднення повітря двоокисом вуглецю та іншими парниковими газами. Ці структурні зрушення в споживанні енергоносіїв стимулювали попит на продукцію вугільної промисловості. За даними Держстату виробництво вугілля за різними класифікаційними групами зросло протягом 2011 року на 11,3 – 13,5% [182]. Наслідками цих процесів для довкілля стало забруднення повітря двоокисом вуглецю (в результаті спалення вугілля його виділяється на 60 – 70% більше ніж при використанні природного газу), сполуками сірки та азоту; погіршення якості водоймищ; накопичення проблем із розміщенням відходів.

Безумовно, до міждержавних порівнянь кількісних показників слід ставитися обережно зважаючи на особливості національних економік. Тому для загальної оцінки економічної ефективності екологічних інвестицій доцільно скористатися даними Держстату України. У табл. 2.5 на підставі структури викидів

забруднюючих речовин в атмосферне повітря в 2010 р. [183] та ставок екологічного податку (до 2011р. – нормативів зборів)¹¹, розраховано їхні зважені значення по роках.

З огляду на деякі інформаційні обмеження офіційних статистичних джерел були зроблені наступні припущення. Для всіх сполук сірки у розрахунках використано ставку екологічного податку на викиди діоксиду сірки, як основної забруднюючої речовини даної групи. Аналогічне припущення зроблено по діоксиду та інших сполуках азоту. За відсутності статистичних даних щодо частки окремих металів та їхніх сполук у структурі забруднення атмосферного повітря, на базі ставок екологічного податку на викиди кадмію, марганцю, нікелю, свинцю, хрому, ртуті та відповідних сполук, що містяться в ПКУ, було визначено їх середньоарифметичне значення. Зауважимо, що для неметанових летких органічних сполук (НМЛОС) не встановлено клас небезпечності та орієнтовно безпечний рівень впливу, тому згідно з п.5 статті 243 ПКУ, за умовами оподаткування вони прирівнюються до забруднюючих речовин першого класу.

На базі розрахунків, наданих у табл. 2.5 і даних Держстату України щодо впровадження повітроохоронних заходів у 2010 р. (капіталовкладення та результати) [184], наданих у табл. 2.6. (графи 1 – 3) можна обчислити термін окупності екологічних інвестицій за формулою:

$$T = n, \quad \text{за якого} \quad \sum_{t=1}^n CF_t \geq I_o,$$

де T – термін окупності інвестицій;

n – кількість періодів (років);

CF_t – грошовий потік від інвестиції за період t (зменшення екологічного податку);

¹¹ Зростання ставок екологічного податку на рівень інфляції враховано лише для 2011 року.

I_o – сума капітальних інвестицій у повітроохоронні заходи.

Терміни окупності по видах повітроохоронних заходів, за результатами розрахунків, становлять: удосконалення технологічних процесів – 16,5 років; будівництво та введення в дію нових газоочисних установок і споруд – 464 роки; ліквідація джерел забруднення – 11 років; у середньому – 12 років. Ці цифри – досить красномовні. Не виникає, навіть, потреби в їх уточненні через обчислення дисконтованого періоду окупності інвестицій. Звичайно, за існуючих ставок оподаткування, впровадження повітроохоронних заходів є економічно не ефективним. Слід зауважити, що особливо вражаючий результат одержано з такого важливого для українських промислових підприємств виду екологічних заходів, як «будівництво та введення в дію нових газоочисних установок і споруд». Важливо дати відповідь на питання, чи економічно доцільно впроваджувати природоохоронні заходи, за умови дії підвищених ставок екологічного податку, які набрали чинності з 1 січня 2014р?

Таблиця 2.5

Розрахунок зважених ставок екологічного податку та нормативів збору за викиди забруднюючих речовин в атмосферне повітря

Види речовин	Частка у загальному обсязі викидів,%	Нормативи збору в 2010р., грн. / т.	Ставки податку в 2011 – 12 р.р., грн./т.	Ставки податку в 2013р., грн. / т.	Ставки податку з 2014р., грн. / т.	Зважені нормативи в 2010р. гр.3 * гр.2/100	Зважені ставки в 2011-12р.р. гр.4*гр.2/100	Зважені ставки в 2013р. гр.5*гр.2/100	Зважені ставки з 2014р. гр.6*гр.2/100
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Сполуки сірки	29,5	82,79	162,26	243,39	324,52	24,4	47,9	71,8	95,7
Оксид вуглецю	25,8	12,73	25,05	37,57	50,09	3,3	6,5	9,7	12,9
Метан	20,2	19,17	37,57	56,36	75,14	3,9	7,6	11,4	15,2
Тверді речовини	13,7	12,73	25,05	37,57	50,09	1,7	3,5	5,2	6,9
Сполуки азоту (діоксид та інш.)	8,4	555,61	1089,00	1633,50	2178,00	46,7	91,5	137,3	183,0
НМЛОС	1,6	2426,08	4755,12	7132,68	9510,24	38,8	76,1	114,2	152,2
Метали та їх сполуки	0,8	9485,18	18590,95	27886,43	37181,90	75,9	148,8	223,1	297,5
Загалом	100	–	–	–	–	194,7	381,9	572,7	763,4

Адже у даному випадку грошовий потік від інвестицій припускається незмінним у часі, достатньо скористатися наступною формулою:

$$T = I_0/CF,$$

де CF – грошовий потік від інвестиції за один період планування (один рік).

Результати розрахунків надані в табл. 2.6. Принципово, що вони мало відрізняються від термінів окупності, що були обчислені на базі планової динаміки ставок екологічного податку. Отже, висновок про економічну неефективність реалізації екологічних заходів за сучасних умов господарювання, на жаль, залишається незмінним.

Таблиця 2.6

Розрахунок терміну окупності повітроохоронних заходів за використання ставок екологічного податку, що набрали чинності з 1.01.2014р.

Види повітроохоронних заходів	Фактичний обсяг капітальних інвестицій у 2010р., тис. грн.	Зменшення викидів забруднюючих речовин в результаті впровадження заходів, тис. т.	Зменшення сум екологічного податку в результаті впровадження заходів, тис. грн. гр.3*763,4	Термін окупності інвестицій у повітроохоронні заходи, років, гр.2/гр.4
1	2	3	4	5
Усі повітроохоронні заходи у тому числі	618400	79,5	60690,3	10,2
удосконалення технологічних процесів (включаючи перехід на інші види палива, сировини і т. ін.)	208800	18,9	14428,3	14,5
будівництво і введення в дію нових газоочисних установок і споруд	176200	0,5	381,7	461,6
ліквідація джерел забруднення	32200	4,8	3664,3	8,8

Використання даних про результати природоохоронної діяльності не лише за 2010 рік, але і в інші відрізки часу та визначення досягнутого зниження викидів за кожним видом забруднюючих речовин не на основі їхньої загальної структури, а за даними технічних вимірювань, безумовно, сприятиме уточненню термінів окупності капіталовкладень в охоронну довкілля. Проте їхні цифрові значення, одержані в результаті наведених розрахунків, настільки відрізняються від корпоративних нормативних термінів окупності, що такі уточнення априорі не зможуть спростувати тезу, що підвищення ставок екологічного податку не зробили природоохоронну діяльність фінансово привабливою. Абсурдність такого становища стає ще більш очевидним з урахуванням втрат, які несе економіка в цілому та суспільство. Зокрема, за даними Міжнародного центру перспективних досліджень, обсяг зборів за забруднення природного навколишнього середовища, сплачених підприємствами енергетики України в 2009 році, був більш ніж у двадцять разів менший вартісної оцінки заподіяної шкоди у вигляді додаткової захворюваності та смертності населення [185]. Як було показано вище, започаткована податкова реформа кардинально не вирішує проблему.

Важливою складовою аналізу результатів податкової реформи є порівняння пред'явлених та фактично сплачених сум екологічних платежів. Протягом першого року з моменту набрання Податковим кодексом чинності (2011р) підприємствами, організаціями та установами сплачено 1825,4 млн. грн. екологічного податку, тобто 91,7% від нарахованих сум. Рівень фактичної оплати коливався за видами даного податку в межах 7,5% (від 90,6% за викиди в атмосферне повітря стаціонарними джерелами забруднення до 98,1% – за скиди забруднюючих речовин безпосередньо у водні об'єкти). Зовсім іншою була ситуація з оплатою пред'явлених штрафних санкцій за порушення законодавства про охорону навколишнього природного середовища. В 2011 р. суб'єктами господарювання фактично сплачено лише 13,9% їх загальної суми.

Стан справ з оплатою екологічних платежів істотно не змінився й протягом наступних років (рис. 2.12).

Певним виключенням у площині сплати екологічного податку став 2012 рік, а санкцій за порушення природоохоронного законодавства – 2014 рік, у якому статистичні дані наводились без урахування підприємств, що розташовані на території автономної республіки Крим та окремих районів Донецької та Луганської областей. Заміна зборів за забруднення довкілля екологічним податком звичайно не могла не позначитися на посиленні адміністрування даних платежів. Наслідком цього процесу стало деяке зменшення в 2011р., у порівнянні з попереднім роком, відповідного податкового боргу (на 1,4%) та зростання рівня оплати пред'явлених штрафних санкцій (на 6,4%). Проте загальна ситуація з оплатою екологічних платежів залишається незадовільною. Частка сплачених штрафних санкцій у 2011р. та 2013р. виявилась менше ніж у 2008 р. відповідно в 4,48 та 3,3 рази. Заборгованість підприємств з інших екологічних платежів, протягом даного періоду, зросла на 9%. Достатньо розповсюджені посилення на вплив фінансової кризи у цьому випадку не є коректними, адже найгірші значення цих показників спостерігалися у 2010р., тобто в період економічного зростання. З огляду на незадовільний фінансовий стан багатьох українських підприємств, не можна ігнорувати вплив істотного збільшення податкових ставок та обсягу пред'явлених штрафних санкцій. Варто зауважити, що зростання заборгованості з екологічних платежів, є одним із доказів необхідності поетапного реформування податкового законодавства.

Однак, чи коректно пояснювати рівень оплати штрафних санкцій у межах 7,5 – 18,9%% лише неадекватністю фінансової спроможності господарюючих суб'єктів сумам позовів щодо компенсації збитків, заподіяних внаслідок порушення природоохоронного законодавства? Мабуть, якби заборгованість була характерною ознакою виключно збиткових або низькорентабельних підприємств, але це не так. Практика доводить, що уникають оплати штрафних санкцій переважно потужні, фінансово стійкі корпорації. Звичайно, було б

некоректно заперечувати їх право вирішувати в судовому порядку питання щодо правомірності санкцій і обґрунтованості сум відшкодування збитків, так само як і залишати поза увагою окремі факти використання недоліків екологічного менеджменту з метою тиску на власників підприємства.

Більш масштабною є проблема ухилення від відповідальності за шкоду, заподіяну довкіллю через нерозвиненість та певну суперечливість інституціональних факторів сталого розвитку. Правила та звичаї ведення бізнесу сьогодні не завжди збігаються з нормами законодавства та очікуваннями суспільства. Досконалість організації контролю екологічних наслідків виробничої діяльності, якість судової системи, професіоналізм місцевих органів влади, активність неурядових організацій та громадськості, рівень корупції – все це чинники, які обмежують або, навпаки стимулюють використання схем ухилення від відшкодування шкоди навколишньому природному середовищу. На жаль, за сучасних умов, ці фактори діють, зазвичай, не на користь цілям сталого розвитку.

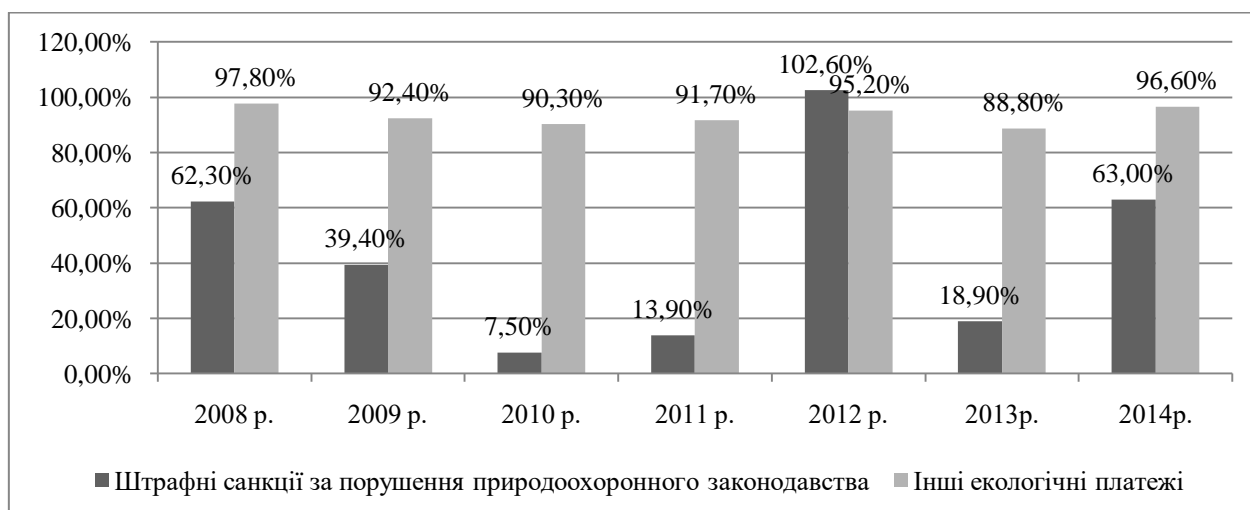


Рис. 2.12. Рівень фактичної оплати пред'явлених екологічних платежів протягом 2008 – 2014 років, %.

Проаналізуємо тепер існуючі податкові стимули корпоративного сталого розвитку в соціальному вимірі. Характерною особливістю оподаткування заробітної плати в Україні є застосування плоскої шкали. Базова ставка, згідно

ст. 167.1. ПКУ, визначена на рівні 18% бази оподаткування. Звичайно, відмова від прогресивної шкали, на певному етапі ринкових трансформацій, мала позитивний ефект. Без сумніву, посилення фіскального навантаження на вкрай низьку, за європейськими стандартами, оплату праці пересічного українця є апріорі неприйнятним. Разом з тим, некоректно вбачати в прогресивній шкалі саме цей сенс. Баланс її фіскальної та стимулюючої функцій залежить від суми заробітної плати, яка звільняється від оподаткування та ступеня диференціації ставок. З огляду на масштаби тінізації оплати праці та зниження корпоративних соціальних стандартів підчас кризових явищ в економіці, що спостерігаються протягом останнього часу, очевидна серйозна розбалансованість зазначених функцій. Досвід країн Європейського Союзу, як буде показано далі, свідчить, що розв'язанню цієї проблеми сприяє запровадження прогресивної шкали, за умов збільшення розмірів соціальної податкової пільги та підняття ставок лише для доходів, які значно перевищують середній рівень.

Важливим видом корпоративної соціальної діяльності, який ще не одержав належного розповсюдження в Україні, є додаткове пенсійне страхування працівників за рахунок коштів підприємств. Такий вид заохочення персоналу може бути передбачений колективним трудовим договором. В економічному аспекті він являє собою ефективний інструмент матеріального стимулювання. Згідно пункту 7 статті 141 ПКУ сума добровільних внесків роботодавця на страхування найманого працівника за договором недержавного пенсійного забезпечення включається до складу витрат платника податку на прибуток у повному обсязі [171].

Певною мірою, це можна розглядати не лише як крок на шляху адаптації податкового механізму до задач реалізації пенсійної реформи, але і стимул корпоративного сталого розвитку в соціальному вимірі. У попередніх редакціях Податкового кодексу було передбачено обмеження сум, які визнавалися витратами. До впровадження накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування дозволялось

відносити до складу витрат тільки 15% заробітної плати працівника, на користь якого укладено договір недержавного пенсійного забезпечення, після реалізації пенсійної реформи у повному обсязі передбачалось збільшити цю частку до 25%.

Принцип контрольованого заохочування застосовано в ПКУ і щодо корпоративної благодійної діяльності. Фінансовий результат суб'єкта господарювання у звітному податковому періоді збільшується на суми коштів або вартість товарів, безоплатно перерахованих (переданих) ним неприбутковим організаціям, але у розмірі, що не перевищує 4% оподаткованого прибутку попереднього року. Зазначене обмеження не є новацією кодексу. Воно містилося й раніше в Законі України від 22.05.97 р. №283/97-ВР «Про оподаткування прибутку підприємств». У ПКУ певним чином окреслені пріоритети благодійної діяльності. Так відповідно до пункту 33 підрозділу 4 розділу XX ПКУ тимчасово до інших витрат звичайної діяльності дозволяється відносити суми коштів або вартість певних товарів (робіт, послуг), які добровільно перераховані (передані) для потреб забезпечення проведення антитерористичної операції. Механізм сприяння корпоративним заходам з благодійної допомоги стосується й оподаткування ПДВ. Від цього податку звільнені операції з надання благодійної допомоги, за винятком тієї, що здійснюється у формах постачання підакцизних товарів, цінних паперів (крім наданих ендавментів), нематеріальних активів та товарів і послуг, призначених для використання в господарській діяльності (пункт 1.15 статті 197 ПКУ).

Досі спірним залишається питання, чи входить у коло інтересів корпоративного сталого розвитку соціальна інфраструктура підприємств (заводські бази відпочинку, спортивні споруди, гуртожитки тощо). Сьогодні панує думка, що утримання таких необоротних активів є проявом патерналізму і пережитком радянських часів. Як підкреслюють автори дослідження стандартів і практики нефінансової звітності в світі та в Україні, «точкові

проекти у стилі патерналізму не можуть вважатися прикладами соціальної відповідальності компаній», суб'єкти підприємництва не повинні брати на себе функції та повноваження місцевих громад, органів влади та безпосередньо працівників [151, с.44]. Даний погляд сформувався на основі історичного досвіду країн із розвинутою соціально-ринковою економікою. Проте було б нерозважно заперечувати особливості вітчизняної соціальної інфраструктури, мізерні обсяги доходної частини переважної більшості місцевих бюджетів та багаторічну практику розвитку містоутворюючих підприємств. За цих умов, утримання функціонуючих об'єктів соціального призначення на балансі великих підприємств, як справедливо зазначають Ю.Б. Іванов і О.Л. Єськов, «створює додаткову мотивацію для найманих робітників і являє собою одну з конкурентних переваг, з точки зору забезпечення стабільності трудового колективу» [186, с.215].

Прийняття податкового кодексу не призвело до змін у механізмі фінансового впливу на формування стратегій підприємств щодо розвитку або скорочення їхньої соціальної інфраструктури. Передусім, це стосується антистимулів вводу в експлуатацію нових об'єктів соціального призначення, адже право на податковий кредит у зв'язку з придбанням (будівництвом, спорудженням) основних засобів, на відміну від податкового зобов'язання при продажу, виникає лише за умови їх використання в оподатковуваних операціях у межах господарської діяльності платника податку. В разі переведення виробничих необоротних активів до складу невиробничих, платник податку зобов'язаний нарахувати податкові зобов'язання виходячи з балансової (залишкової) вартості, що склалася станом на початок звітного (податкового) періоду, протягом якого здійснюється така операція (статті 198.5 та 189.1 ПКУ).

Не менш виразно бар'єри щодо розвитку соціальної інфраструктури підприємств проявляються і в механізмі оподаткування прибутку. Згідно пункту 3.2 статті 138 ПКУ не підлягають амортизації у податковому обліку витрати на придбання або самостійне виготовлення та ремонт, а також на

реконструкцію, модернізацію та інші поліпшення невикористаних основних засобів. Отже, суми фактично витрачених фінансових коштів, у зв'язку з функціонуванням об'єктів соціальної інфраструктури підприємств, не зменшують величини оподаткованого прибутку. Водночас, треба звернути увагу на стимули безоплатної передачі об'єктів соціальної інфраструктури суб'єктів господарювання у державну чи комунальну власність (або підприємствам цих форм власності), яка проводиться відповідно до рішень Кабінету Міністрів України, центральних, місцевих органів виконавчої влади та місцевого самоврядування, прийнятих у межах їх повноважень. Такі операції звільняються від оподаткування ПДВ (пункт 1.16 статті 197 ПКУ), отже у платника податку не виникають податкові зобов'язання. Таким чином, сучасна податкова політика робить економічно неефективним розвиток корпоративної соціальної інфраструктури та стимулює її безоплатну передачу у державну та/або комунальну власність.

Необхідно підкреслити концептуальне значення того, що розглянуті вище окремі податкові важелі та інструменти зростання корпоративних соціальних стандартів або екологічності виробництва, самі по собі, ще не характеризують стимули корпоративного сталого розвитку, адже останній уявляє собою збалансований розвиток у економічному, екологічному та соціальному вимірах. Іншими словами, принципово значення має те наскільки податкова система спроможна забезпечити цю збалансованість. У першому наближенні її критеріями можна вважати несуперечливість, пропорційність та дієвість податкових стимулів. Особливо слід зазначити важливість збалансованості з податковими стимулами економічного зростання, без якого стимулювання інших складових сталого розвитку просто втрачає сенс. Безпосередній аналіз таких стимулів виходить за межі цього дослідження, проте необхідно звернути увагу на їх зв'язок.

Передусім, у цій площині, привертає увагу використання співвідношення середньої та мінімальної заробітної плати в якості умови надання певних

податкових преференцій, яке передбачалось в ПКУ до прийняття Закону України № 71 - VIII від 28.12. 2014р. [171]. Серед комплексу критеріїв правового та фінансового характеру, яким мав відповідати експортер для одержання права на автоматичне бюджетне відшкодування ПДВ, у частині 19 статті 200 ПКУ було зазначено, зокрема, перевищення середньої заробітної плати не менше ніж у два з половиною рази мінімально встановленого законодавством рівня у кожному з останніх чотирьох звітних податкових періодах. На перший погляд, це виглядає логічним, адже витрати на оплату праці та прибуток є складовими доданої вартості, а податкові механізми мають сприяти декларуванню суб'єктом підприємницької діяльності (СПД) податкових зобов'язань з ПДВ у повному обсязі. Більш того, стимулювання детінізації оплати праці та підвищення корпоративних стандартів відповідає цілям корпоративного сталого розвитку.

Проте реальність є не такою однозначною. Лише коло 10 % СПД, які декларують ПДВ до відшкодування, сплачують середню заробітну плату працівникам не менше ніж у два з половиною рази вищу за мінімальний рівень, встановлений законодавством (табл. 2.7). До того ж кількість таких СПД у сучасних, дуже непростих економічних умовах, не має тенденції до зростання, як це має місце у випадку з експортерами, котрі запобігають розбіжностям між податковим кредитом та відповідними податковими зобов'язаннями контрагентів.

Як свідчать дані табл. 2.7, складеної на базі даних Державної фіскальної служби України [187], серед усіх критеріїв автоматичного відшкодування ПДВ найбільш не переробним для експортерів виявився саме індикатор корпоративних соціальних стандартів. Зазначений податковий стимул зростання корпоративних соціальних стандартів не спрацьовує через об'єктивні причини, такі як неповна завантаженість виробничих потужностей, незадовільний фінансовий стан тощо. Очевидним є серйозний дисбаланс у функціях податку на додану вартість на користь фіскальної складової.

Таблиця 2.7

Невідповідність СПД критеріям автоматичного відшкодування ПДВ

Показники	По деклараціях за .			
	січень 2011 р	червень 2012 р	січень 2014р.	січень 2015р.
1	2	3	4	5
Частка СПД, що не відповідають критеріям автоматичного відшкодування ПДВ, від загальної кількості СПД, які задекларували ПДВ до відшкодування, %	98,8	82,1	82,7	85,4
Кількість таких СПД	1947	1466	1577	1875
з них не відповідають наступним критеріям:				
знаходження по місцю реєстрації, не перебування у стадії банкрутства чи припинення,%	1,0	1,7	0,5	0,6
обсяг експортних операцій та інших операцій за "0" ставкою протягом попередніх 12 місяців не перевищує відсоток, визначений п.п. 200.19.3 п.200.19 ст.200 ПКУ, %	20,0	20,6	20,5	21,1
наявні розбіжності між податковим кредитом, та відповідними податковими зобов'язаннями контрагентів, не перевищують 10 відсотків,%	90,0	15,4	15,9	12,3
середня заробітна плата працівників не менше ніж у два з половиною рази перевищує мінімальний встановлений законодавством рівень, %	70,0	91,2	89,3	90,0
відсутність податкового боргу, %	10,8	2,7	7,1	15,3
відсутність декларування від'ємного значення об'єкта оподаткування податком на прибуток за підсумками останнього звітного (податкового) року			1,7	3,4
не відповідають іншим критеріям одночасно,%:	11,7	24,6	21,9	23,2

Практична реалізація ідеї сприяння підвищенню офіційної заробітної плати персоналу підприємств через механізм автоматичного відшкодування ПДВ потребує створення системи економічних умов, за яких зростання соціальних стандартів відбуватиметься в межах фінансових можливостей та згідно корпоративним стратегічним інтересам. Схожий ефект мала прив'язка до середньої заробітної плати працівників застосування нульової ставки податку на прибуток до 1 січня 2016 року, згідно статті 154.6. ПКУ, для підприємств, у яких розмір доходів кожного звітного періоду, наростаючим підсумком з початку року, не перевищував трьох мільйонів гривень. Для одержання даної пільги розмір заробітної плати працівників зазначених підприємств, мав щонайменше вдвічі перевищувати мінімальний рівень оплати труда.

За всієї суперечливості зазначених норм, їх виключення з Податкового кодексу певною мірою послабило стимули корпоративного сталого розвитку в соціальному вимірі. Не сприяє збалансованості сталого розвитку суб'єктів господарювання і наявність фіскальних бар'єрів застосування окремих організаційних форм бізнесу та фінансових і правових методів корпоративного управління. Зокрема йдеться про податкові наслідки спільної діяльності без створення юридичної особи, санації балансу і заліків взаємної заборгованості на основі договорів новації та цесії. Дійсно, згідно з підпунктом 196.1.7. пункту 196.1 статті 196 ПКУ, передача товарів (робіт, послуг) на окремий баланс платника податку, уповноваженого вести облік результатів спільної діяльності, вважається постачанням таких товарів (робіт, послуг). Іншими словами, в такому випадку виникає об'єкт оподаткування ПДВ.

Варто зазначити, що в термінології Податкового кодексу товарами вважаються матеріальні та нематеріальні активи, у тому числі земельні ділянки і паї, а також цінні папери та деривативи, що використовуються у будь-яких операціях, крім операцій з їх випуску та погашення (п.п. 14.1.244 статті 14 ПКУ). Отже, об'єкт оподаткування не виникає лише за умови внесків у спільну діяльність виключно грошових коштів. У підприємства, відповідального за облік результатів спільної діяльності, податкові зобов'язання з'являються при

поверненні з її балансу товарів, що були внесені іншими учасниками. Звичайно, такий підхід звужує сферу застосування договорів про спільну діяльність без утворення юридичної особи та примушує СПД шукати обхідні, зазвичай менш ефективні способи юридичного оформлення економічно доцільного співробітництва.

Вельми суперечливим виглядає й визнання доходом вартості корпоративних прав учасників господарського товариства, безкоштовно переданих йому для наступного анулювання. Ця процедура є не тільки необхідною для санації балансу збиткових підприємств (покриття збитків через зменшення розміру статутного капіталу), але й обов'язковою згідно вимог Цивільного кодексу України (ч. 4 ст. 144; ч. 3 ст. 155 ЦКУ) [188], якщо статутний капітал, за даними річної фінансової звітності, перевищує вартість чистих активів. Що стосується використання договорів новації та цесії з метою врегулювання взаємних заборгованостей суб'єктів підприємницької діяльності, то тут податкові наслідки виникають через фіскальне трактування підпункту 196.1.5. статті 196 ПКУ. Буквально із його змісту слідує, що не є об'єктом оподаткування ПДВ факторингові операції з валютним цінностями та цінними паперами. Втім, факторинг належить до фінансових послуг, котрі повинні надаватися відповідними організаціями. Близькі за суттю операції з відступлення права вимоги та переказу боргу за договорами купівлі-продажу товарів у тексті зазначеної статті не згадуються. Отже, ефективний інструментарій проведення заліків взаємної заборгованості підприємств з метою поліпшення їх фінансового стану обмежено в застосуванні через особливості податкового законодавства. Таким чином, аналіз відповідності чинного податкового механізму задаче реалізації концепції сталого розвитку показує неефективність податкових стимулів екологічної та соціальної діяльності, а також їхню суперечливість і непропорційність, що обумовлює неспроможність забезпечити збалансованість корпоративного розвитку.

РОЗДІЛ 3

ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОЇ СТІЙКОСТІ

3.1. Світовий досвід податкового стимулювання збалансованого розвитку

Переорієнтація податкової системи України на забезпечення сталого розвитку потребує творчого переосмислення зарубіжного досвіду, передусім накопиченого в ЄС та інших європейських державах. Це пояснюється не тільки цілями стратегії євроінтеграції, але і вагомими результатами тривалих, системних соціально-економічних перетворень, що мають місце в цих країнах. З початку звернемо увагу на податковий механізм природоохоронної діяльності. Ще в першій програмі дій Європейського співтовариства у сфері охорони довкілля, прийнятій 22 листопада 1973 року, впровадження екологічних податків було визначено пріоритетною задачею реформування фінансової політики. І сьогодні вони вважаються найважливішим стимулом забезпечення виконання зобов'язання Європейської комісії досягти скорочення викидів парникових газів до 2050 року щонайменш на 80% у порівнянні з 1990 роком, а до 2030 року – на 40% [189].

Досі міжнародними організаціями використовуються різні визначення екологічних податків (*environmental taxes* або *environmentally related taxes*). Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), Міжнародне енергетичне агентство (МЕА) та Європейська комісія трактують це поняття вельми широко, а саме як будь – який обов'язковий, некомпенсований платіж, податкова база якого має відношення до природного середовища, наприклад енергоносії, транспортні засоби, відходи, викиди та скиди забруднюючих речовин, природні ресурси тощо [190, с.26]. Термін «некомпенсовані» вживається у тому сенсі, що бенефіції, які одержують платники податків від держави, є зазвичай непропорційними їхнім податковим платежам. Більш конкретне визначення податкової бази екологічних податків використовує

Євростат: «екологічними визначаються податки, податковою базою котрих є фізична одиниця того, що має доведену, особливо негативну дію на довкілля» [191, с.40]. Проте, різниця у наведених дефініціях не відбивається на спільному розумінні, що екологічними слід вважати енергетичні, транспортні податки, платежі за використання природних ресурсів, розміщення відходів, викиди в атмосферне повітря та скиди у водні об'єкти забруднюючих речовин, а також за шумове забруднення. Водночас системи торгівлі квотами на викиди забруднюючих речовин традиційно прийнято відносити до «інших економічних інструментів».

Принципово інший підхід до визначення екологічних податків обрано в 2012 році Королівським казначейством Великої Британії (*HM Treasury*). В його основу покладено концепцію сталого розвитку. Податок вважається екологічним тільки якщо він відповідає кожному з трьох наступних критеріїв [192]:

- а) податок мусить бути спрямований на досягнення екологічних цілей уряду;
- б) головною ціллю податку є стимулювання позитивних змін у діяльності суб'єктів господарювання;
- в) величина податку пропорційна рівню забруднення довкілля в результаті діяльності суб'єктів господарювання.

Отже, наприклад транспортні та паливні податки не відповідають означеним умовам, позаяк мають передусім фіскальну, а не природоохоронну спрямованість. Натомість екологічним податком, разом із характерним для британської фінансової системи збором за видобуток піску, гравію і щебеню (*The aggregates levy*) та класичними платежами за викиди парникових газів, розміщення відходів тощо, визнано також Європейську систему торгівлі квотами на викиди парникових газів (EU ETS).

Еволюція поглядів на сутність екологічного оподаткування обумовлена досвідом його практичного застосування. Його початком можна вважати 1990 рік, коли Фінляндія запровадила податок, що включався у ціну палива, та був спрямований на зменшення викидів двоокису вуглецю. Були передбачені

певні виключення і компенсаційні механізми для галузей з високим рівнем енергоспоживання. Наступного року фінському прикладу наслідувала Норвегія, яка додала вуглецевий податок до ціни нафти, а Швеція почала широкомасштабну еколого-трудоу податкову реформу (ЕТПР). Сутність ЕТПР полягає в переносі податкового навантаження з труда і капіталу на шкідливі для довкілля процеси виробництва та споживання з метою одержання «подвійного дивіденду». Першим дивідендом вважається більш ефективний захист навколишнього середовища, а другим – зростання зайнятості, інвестиційної активності та загальної ефективності економіки. Запровадження збору на викиди діоксиду вуглецю та сірки в Швеції супроводжувалось значним зменшенням ставок податку з доходів громадян (крім найзаможніших верств населення). Хоча ЕТПР, у традиційному розумінні, не повинна призводити до зміни доходів бюджету, шведський уряд, з метою створення дієвих стимулів сталого розвитку, передбачив суттєве пом'якшення фіскального тиску в перший рік реформи.

До кінця двадцятого століття комплексні трансформації систем оподаткування, спрямовані на екологізацію економіки, відбулися ще у восьми європейських країнах. Зокрема, у Великій Британії було запроваджено збори за зміни клімату і захоронення відходів, у Італії диференційовано ставки акцизів на нафтопродукти в залежності від вмісту вуглецю, у Німеччині зроблено акцент на підвищення енергетичних і утилізаційних податків, а також платежів за скиди забруднюючих речовин у водойми. У всіх країнах «зелені» реформи передбачали зменшення внесків у фонди соціального страхування та / або податків з доходів громадян, тобто мали ознаки ЕТПР. Ці процеси одержали продовження і в наступні роки. Сьогодні частка екологічних податків у сумі загальних податкових надходжень коливається в державах Європейського союзу від 4,1% (Франція) до 10,2% (Словінія) [193, с.240].

Двадцятирічний досвід екологічного оподаткування в країнах ЄС заслуговує на ретельне дослідження і узагальнення результатів. У структурі екологічних платежів ЄС, на відміну від України, переважають енергетичні податки. На

діаграмах (рис. 3.1), складених на базі даних Євростату, показано, що їх частка зросла протягом 1995 – 2012 років з 69% до 75% за рахунок зменшення транспортних податків. Дуже незначною і стабільною залишається роль податків за викиди та скиди забруднюючих речовин і ресурсних платежів. На них припадає 4% загальних природоохоронних нарахувань. Транспортні збори є суттєвою складовою екологічних податків у Данії, Ірландії та на Мальті, де їхня частка майже вдвічі перевищує середній показник [193, с. 240 – 246].

Як найбільш вагоме джерело поповнення бюджету енергетичні податки розглядаються в Болгарії, де їх частка становила у 2012 році 89,1% від суми екологічних податків і 9,0 % від загальних податкових надходжень, а також в Естонії (87,2% і 7,5% відповідно). В Словенії частка енергетичних податків у складі екологічних платежів трохи менше, ніж в Естонії (80,4%), але більше в загальній сумі податків (8,2%) через дещо потужнішу природоохоронну складову податкової системи [193, с.240 – 242]. Найнижчий рівень енергетичного оподаткування серед держав європейського Союзу спостерігається в Бельгії (58,3% від суми екологічних платежів і 2,8% від загальних податкових надходжень до бюджету за даними 2012 року). Якісно інша ситуація, ніж в ЄС склалася в Норвегії, де ознаки енергетичних мають лише 48,2% екологічних платежів, що становить 2,7% від загальної суми податкових зборів [193, с.240 – 242]. Вона пояснюється розвиненістю та різноманітністю екологічного оподаткування в цій країні, де крім акцизів на нафту, транспортних зборів і енергетичних платежів значну роль відіграють, податки на скиди пестицидів у водойми, на викиди сірки, оксидів азоту, а також двоокису вуглецю та інших парникових газів. Важливо підкреслити, що ставки даних податків достатні для забезпечення економічної ефективності природоохоронних заходів.

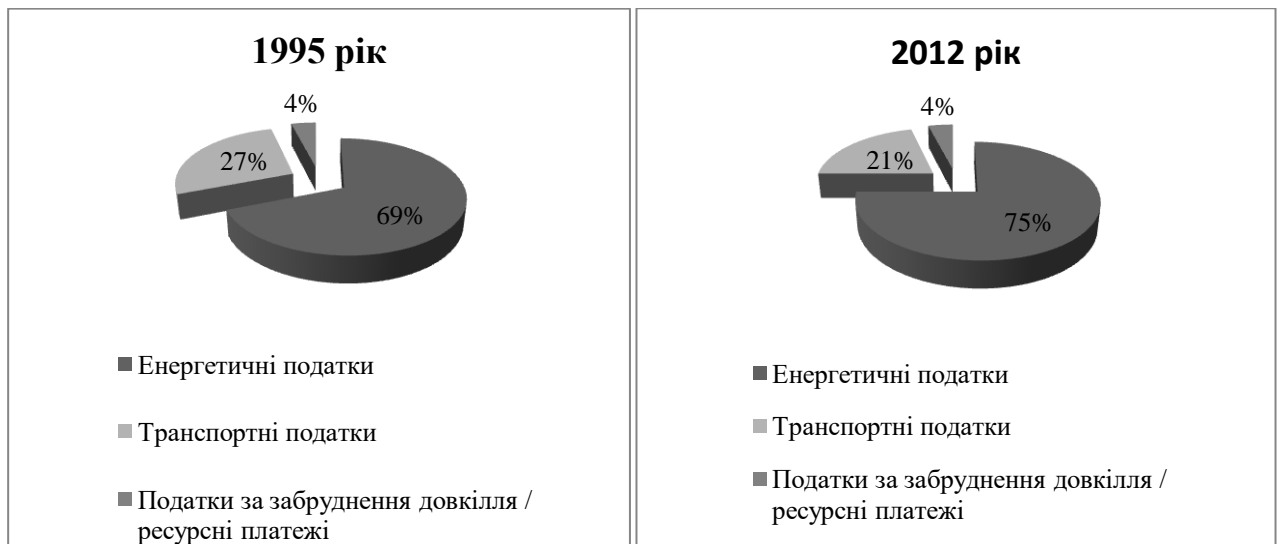


Рис. 3.1. Структура екологічних податків в ЄС.

Енергетичні податки є обов'язковим інструментом податкової політики всіх держав – членів Союзу. З 1 січня 2004 року встановлені мінімальні ставки такого оподаткування. Варто зазначити, що всі нові члени ЄС мусили привести свої податкові системи у відповідність до загальносоюзних вимог, в результаті чого частка екологічних платежів у ВВП з 1995 по 2010 роки зросли на 20% – 60% у Румунії, Польщі та Болгарії, в 2 рази – в Латвії і в 3 рази в Естонії [191, с. 246]. Попри загальновизнану фіскальну спрямованість енергетичних податків, не можна заперечувати їх певний позитивний вплив на ефективність енергоспоживання. За даними Євростату [191, с.44], в період істотного підвищення податкових ставок протягом 1995 – 2000 років, темпи економічного зростання значно випереджали темпи енергоспоживання. Ця тенденція змінилась на протилежну з 2000 року з послабленням податкового навантаження на реалізацію енергоносіїв.

Порівняльний аналіз податкових систем України та ЄС і результатів їх функціонування суттєво ускладнюється відмінами у методологіях класифікації екологічних платежів, різноманітністю об'єктів оподаткування та компенсаційних механізмів тощо. В Україні екологічний податок згідно ПКУ трактується в значно більш вузькому сенсі, ніж це прийнято Євростатом, ОЕСР, Європейською комісією та іншими міжнародними організаціями. Практично

він являє собою лише частину класифікаційної групи, що включає також ресурсні платежі. Останні, відповідно до ПКУ, об'єднують плату за користування надрами, збори за спеціальне використання води та лісових ресурсів. Іноді до ресурсних платежів відносять і плату за землю, але навіть згідно наведених вище дуже загальних визначень екологічного податку, прийнятих міжнародними організаціями, це не є термінологічно вірним.

Статистична інформація щодо екологічного податку аналізується та оприлюднюється Євростатом разом з ресурсними платежами, що робить прямі зіставлення некоректними. Корегування даних Держстату України на суму ресурсних платежів, що стягуються відповідно до ПКУ, не є доцільним, адже вони в Україні виконують суто фіскальну функцію, а їх вартісна оцінка майже на порядок вище сум екологічного податку. Не менш проблематичним є зіставлення енергетичних податків. Термінологічно це поняття відсутнє у ПКУ. Втім, у першому наближенні, до енергетичних податків можна віднести акцизи на нафтопродукти і скраплений газ, а також рентну плату за видобуток нафти, природного газу та газового конденсату. Однак, цілі та механізм застосування енергетичних податків в країнах ЄС зазвичай принципово інші. Вони спрямовані на зменшення викидів двоокису вуглецю та інших парникових газів. Тому у багатьох європейських країнах ставки податків залежать від джерела отримання енергії, адже наприклад спалювання вугілля має значно гірший вплив на довкілля, ніж використання у виробничо-господарській діяльності та побуті газового пального. Більш того, податок на поновлювані джерела енергії обчислюється за меншими ставками або не стягується взагалі.

Таким чином, можна провести паралель між енергетичними податками й платежами за викиди двоокису вуглецю та інших парникових газів у атмосферне повітря. Проте ефект від їх застосування не є ідентичним. Так, енергетичні податки нейтральні до будівництва і введення в дію газоочисних установок і споруд, але є найкращим стимулом для розвитку енергетики на базі поновлюваних джерел. Достатньо показово, що європейські країни, які послідовно реалізують концепцію сталого розвитку, не обмежуються

енергетичним оподаткуванням, доповнюючи його платежами за викиди забруднюючих речовин в атмосферу та скиди у водойми. Механізм запровадження енергетичних податків у державах ЄС також характеризується кардинальними відмінами. Він має ознаки широкомасштабної реформи, що передбачає заходи підтримки галузей з високим рівнем енергоспоживання. Наприклад, обов'язкові вимоги щодо оподаткування не застосовуються до енергетики та металургії.

Порівняння транспортних зборів, у контексті об'єкта дослідження, не має серйозного сенсу, адже відсутні достатні докази їхнього стимулюючого впливу на природоохоронну діяльність. Вони досі відіграють роль фіскального інструменту, технічно класифікованого, як платежі, що мають відношення до стану довкілля. Попри проаналізовану невідповідність систем екологічного оподаткування України та ЄС, в окремих випадках, методом обережного зіставлення статистичних даних можна дістатися певних важливих висновків. Серед колишніх республік Радянського Союзу Естонія протягом останнього двадцятиріччя продемонструвала найкращу динаміку зменшення викидів забруднюючих речовин у атмосферне повітря, зокрема двоокису вуглецю. Податкові механізми природоохоронної діяльності наших країн мають спільні риси. В обох державах застосовується об'ємний комплекс платежів за забруднення атмосферного повітря і водойм та розміщення відходів. Додатково в Естонії відповідно до вимог ЄС запроваджені енергетичні податки. Склад ресурсних платежів в Естонії є однорідним, адже мета стягнення диктується задачами забезпечення сталого розвитку рибного промислу. Їхні ставки є відносно стабільними.

Користуючись даними Держстату України [184, с.30, 527; 194, с.31, 500] та Євростату [191, с.254; 193, с.241], зіставимо динаміку сум екологічних податків (за забруднення атмосферного повітря і водойм та розміщення відходів) у відсотках до ВВП в Україні та Естонії протягом 1999 – 2012 років (рис.3.2). Оскільки статистична інформація по цій класифікаційній групі в Естонії включає і описані вище ресурсні платежі, зіставлення абсолютних значень

показника не є коректним. Окрім того, питоме промислове забруднення довкілля на одиницю ВВП в Україні в останні роки є значно більшим, ніж в Естонії, що об'єктивно впливає на базу оподаткування. Корегування статистичних даних Держкомстату з екологічного податку шляхом додавання плати за користування надрами, яка справляється в Україні згідно з ПКУ, не сприятиме точності порівнянь через незіставність ресурсних платежів в Україні та Естонії як за складом, так і за вартісною оцінкою. Таким чином, предмет аналізу об'єктивно звужується до динаміки показника. Привертає увагу, що вона в Україні помітна лише на рівні сотих процента. Навіть на початку податкової реформи, у 2011 році, бюджетні надходження від екологічного податку у відсотках до ВВП зросли лише з 0,12% до 0,15%. Треба зазначити, що надходження від плати за користування надрами є на порядок більшими, але їхні коливання протягом аналізованого періоду також знаходяться в межах, менших за відсоток.

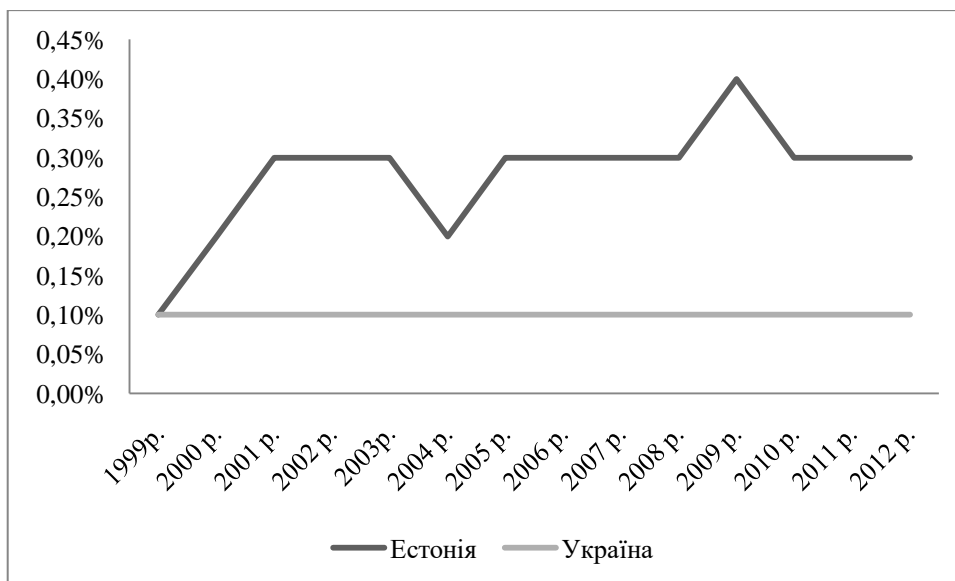


Рис. 3.2. Порівняльна динаміка надходжень від екологічного податку.

В Естонії же загальний тренд частки розглянутих екологічних платежів у ВВП наочно свідчить про значне зростання ролі податкового навантаження на забруднення довкілля. Певне уявлення про ставки екологічного податку дає порівняльна таблиця 3.1. Її дані свідчать про те, що в Естонії вони багатократно вище, ніж в Україні, зокрема на викиди двоокису вуглецю майже в 100 разів,

завислих речовин – у 150; скидів нафтопродуктів – у 5, фосфатів – у 60 разів. Виключення стосуються викидів оксидів азоту та сірчистого ангідриду і те, лише в межах одержаних дозволів. Утім в Естонії ставки за перевищення лімітів, а особливо за викиди та скиди забруднюючих речовин без відповідних дозволів в разі перевищують звичайні. Варто підкреслити, що зниження рівня парникових газів у цій країні стимулюється і через механізм застосування енергетичних податків. З огляду на істотні результати покращення природоохоронної діяльності, досягнуті цією країною за аналізований період, можна зробити висновок про ефективність реформування системи оподаткування у напрямку її екологізації.

Таблиця 3.1

Ставки екологічного податку на викиди деяких забруднюючих речовин в атмосферу і скиди у водойми в Україні та Естонії в 2011 році.

Назва забруднюючої речовини	Україна (одиниця виміру – гривні за тону)	Естонія (одиниця виміру – євро за тону)		
		У межах дозволів	Без дозволів	За перевищення лімітів
Двоокис вуглецю	0,22	2.00	-	-
Азоту оксиди	1329,67	83.53	1670.60	835.30
Ангідрид сірчистий	1329,67	51.00	1020.00	510.00
Вуглецю окис	50,09	5.25	52.50	26.25
Тверді речовини	50,09	51.19	511.90	255.95
Завислі речовини	25,05	377.65	5664.75	16160.00
Нафтопродукти	5137,90	2620.00	39300.00	26200.00
Сульфати	25,05	5.81	87.15	58.10
Фосфати	698,05	4206.00	63090.00	42060.00

Безумовно, стимулюючим фактором є не підвищення фіскального навантаження на підприємства-забруднювачі само по собі, а встановлення ставок оподаткування на рівні, який робить впровадження екологічних заходів економічно ефективним. Окрім того, результативність реформи в Естонії, як і у більшості європейських країн, пояснюється її комплексним характером, спрямованістю на одержання «подвійного дивіденду», за рахунок зниження податків на працю та капітал. З 1995 по 2010 роки їхня частка зменшилась у цій країні на 2,8 та 2,4 процентних пункти відповідно, тоді як питома вага екологічних платежів зросла на 6 пунктів.

Вельми показовим прикладом еколого-трудової реформи оподаткування є шведський досвід. На діаграмі, побудованій на основі даних Євростату, наочно зображено тенденції зміни частки екологічних платежів в загальній сумі податкових надходжень та одночасного зменшення ставки соціальних нарахувань на заробітну платню і фіскального навантаження на оплату праці низькооплачуваного працівника в Швеції (рис. 3.3). Останній індикатор («податковий» клин) є одним із основних в європейській статистиці і визначає сумарну ставку податку на оплату труда працівника (що сплачується ним та роботодавцем), чії доходи становлять дві третини від середнього рівня.

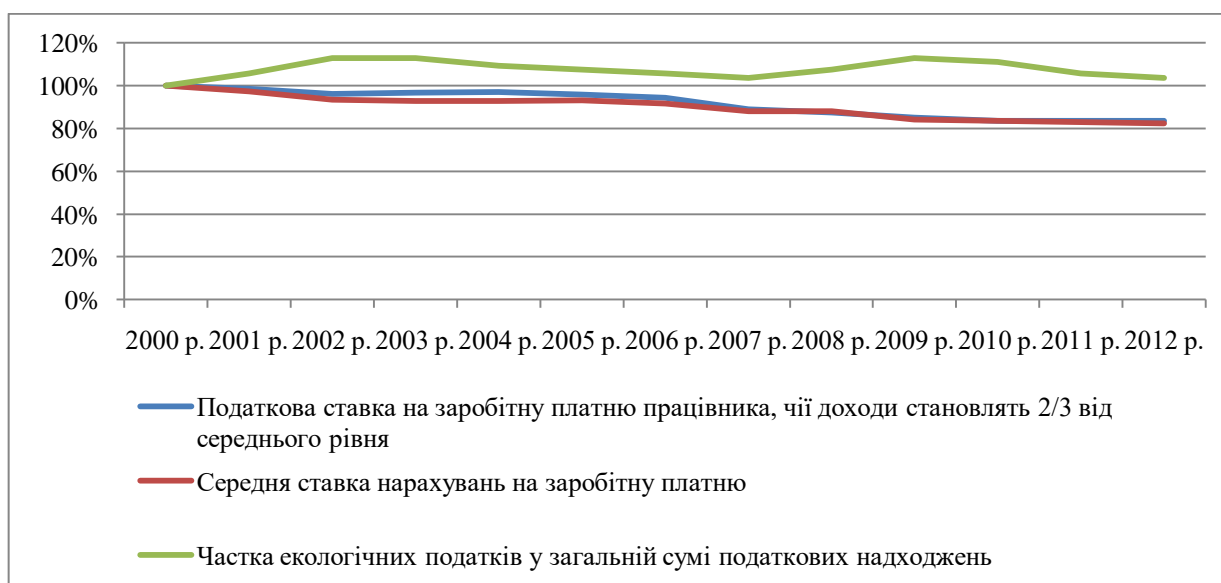


Рис. 3.3. Динаміка окремих податкових індикаторів у Швеції (значення показників у 2000 році прийняті за 100%).

У 2002 та 2013 роках частка екологічних платежів у Швеції зростала до 113% від рівня 2000 року. Їх певна стабілізація в останні роки пов'язана із динамікою інших податків і ВВП та зменшенням забруднення довкілля (рис. 2.1.). База екологічних податків постійно розширюється. Зокрема в аналізованому періоді запроваджено податки на захоронення і спалювання відходів та споживання електроенергії у сфері послуг, а також скасовано пільгові ставки енергетичних податків. З 2015 року збільшено ставки податку за розміщення відходів та посилено податкові стимули використання біопалива [196, с.122]. Натомість динаміка ставок податків на труд протягом усього аналізованого періоду характеризувалась спадним трендом. Привертає увагу, що для низькооплачуваних працівників вони становили у 2012 році 83,7% від рівня 2000 року. Аналогічна тенденція притаманна Євросоюзу в цілому. Цей факт свідчить про те, яке важливе значення приділяється в ЄС, і в Швеції зокрема, соціальній складовій сталого розвитку.

У кожній європейській країні накопичено свій унікальний досвід еколого-трудових податкових реформ, адже жодна з них не була побудована за стандартною схемою, а здійснювалась у особливому інституційному середовищі, мала свій механізм реалізації і, відповідно, різні результати, зокрема екологічні. Наприклад, з метою зменшення викидів діоксиду сірки в Італії, Швеції та Данії були обрані різні схеми податкового стимулювання. В Італії запроваджено дві ставки податку на важкі види рідинного палива в залежності від вмісту сірки. В Швеції оподатковуються всі види пального та за значно вищими ставками. В Данії застосовується два альтернативних методи обчислення податку: за вмістом сірки або за обсягами викидів SO₂. Ефект цих заходів виявився значно більшим у скандинавських країнах. Так, у Данії взагалі припинено продаж мазуту з вмістом сірки на рівні 0,05% і вище. В Швеції викиди діоксиду сірки за десять років зменшились на 80% [190, с.60].

Інший приклад дає дослідження Андерсона щодо реалізації ЕТПР у шістьці європейських країн. Вони досягли в 2004 році зменшення енергоспоживання та

викидів парникових газів у середньому на 3,1% відносно рівня, зафіксованого до початку реформ. Було доведено, що на величину ефекту вплинули розміри податкових ставок, база оподаткування та доступність альтернативних видів палива. Із усіх країн, що стали об'єктом аналізу, лише у Німеччині не спостерігалось помітного скорочення викидів парникових газів, через те, що в цій країні податкова реформа не передбачала стимулів зменшення споживання вугілля [197, с.73].

Не варто уявляти процес удосконалення систем оподаткування в європейських країнах як постійне стабільне підвищення ставок екологічних платежів за одночасного зменшення нарахувань на заробітну платню. Реальність виглядає набагато складніше. Еколого-трудова реформа здебільшого не мають перманентного характеру. Підвищення частки екологічних платежів у загальній сумі податкових надходжень протягом тривалого часу в ЄС, крім Швеції, мало місце лише в Нідерландах і Фінляндії, хоча і в даних країнах спостерігаються коливання значень цього показника. Сьогодні ЕТПР, у класичному розумінні, характерні, передусім, для більшості нових членів Європейського Союзу. Рівень екологізації виробництва, який вони мали до вступу в ЄС, був значно нижче середньоєвропейського. Підвищення «зелених» податків, за таких умов, диктується необхідністю створення фінансових механізмів реалізації екологічних цілей європейського Союзу. Одночасне зменшення податків на працю дозволяє уникнути необґрунтованого збільшення фіскального навантаження на суб'єкти господарювання.

Міжнародна практика здійснення еколого-трудова податкових реформ застерігає від спрощеного ставлення до передбачення їхніх результатів. У середині дев'яностих років, у період активного запровадження ЕТПР низкою європейських країн, з'явилися наукові публікації з вельми негативним прогнозом наслідків зростання екологічних податків у вигляді зростання цін і скорочення ділової активності, навіть за умови зменшення інших фіскальних платежів. Першою роботою такого роду стало дослідження Л. Бовенберга та Р. Де Муиж [198]. Подальші наукові розвідки у цьому напрямі на базі не

статичних, а динамічних моделей показали, що ефект «подвійного дивіденду» виникає не автоматично і залежить від багатьох факторів. Вони досліджені та визначені, як на основі імітаційного моделювання, так і аналізу досвіду перетворень податкових систем у численних наукових публікаціях [199 – 205]. Ґрунтовні узагальнення містяться в роботі Альберто Майоккі [199]. Він виділяє наступні основні чинники, від яких залежать можливості зниження рівня безробіття в результаті запровадження ЕТПР: ступень взаємозаміщуваності факторів виробництва, рівень ринкової конкуренції, темпи трансформації податкової системи та їх міжнародна координація, а також наявність «соціального консенсусу».

Взагалі зміна фіскальних акцентів доцільна лише за умови субоптимальної, тобто частково оптимізованої податкової системи. Позитивний вплив її перетворень на рівень зайнятості населення спостерігається за зменшення соціальних нарахунків на заробітну платню і відповідних відрахувань із неї, а не за зниження ПДВ, або компенсування домогосподарствам витрат, пов'язаних із збільшенням вартості енергоносіїв. Утім, таким шляхом в короткостроковій перспективі не досягається інша мета – максимізація ВВП. Для цього потрібно використовувати відомий стимул інвестиційних процесів – зменшення податків на капітал.

Теоретично перенос податкового навантаження з праці на забруднення довкілля мусить викликати переорієнтацію суб'єктів господарювання на застосування енергоефективних, екологічно чистих технологій. Проте, дії означеного стимулу може перешкоджати неефективність зрушень у структурі факторів виробництва, обумовлена, передусім, фінансовими причинами. А. Бовенберг на основі імітаційного моделювання економічних наслідків податкових перетворень довів, що «подвійний дивіденд» високо ймовірний, якщо частка капіталу в доданій вартості є достатньо високою та труд виявляється кращим заміником неефективного енергоспоживання, ніж капітал [200]. У цьому випадку, не спостерігається зниження обсягів виробництва, а податковий тиск перекладається з праці на власників капіталу. Звичайно, це

можливо лише за наявності певних бар'єрів для експорту капітала. Тому, «подвійного дивіденду» важко досягти в умовах невеликих відкритих економік.

Аналогічний висновок є справедливим і для товарних ринків, де вільна конкуренція обмежена монопольними утвореннями або спостерігається істотний зворотній зв'язок між безробіттям і рівнем заробітної платні. В протилежному випадку скорочення нормативів внесків у фонди соціального страхування, особливо для низькооплачуваних категорій персоналу підприємств, сприяє зростанню зайнятості. Важливим фактором впливу на визначення напряму використання вигід від зменшення податку на труд є позиція профспілок. Зазвичай, згуртовані об'єднання працівників наполягають на реалізації стратегії підвищення корпоративних соціальних стандартів, а не створення нових робочих місць.

Результати ЕТПР, у визначальній мірі, залежать від темпів її проведення. Планове поетапне здійснення реформи уможливорює поступове пристосування підприємств до нових умов оподаткування, реалізацію інвестиційних проектів у галузі енергозбереження, охорони довкілля та збільшення зайнятості без негативних наслідків для фінансової стійкості та обсягів виробництва. Результати імітаційного моделювання доводять, що річне зростання ціни на енергоресурси більш як на 4 – 5 відсотків за рахунок запровадження екологічного податку або підняття його ставок, негативно впливає на ВВП і рівень безробіття [199, с.15].

Дуже важливим чинником забезпечення ефекту «подвійного дивіденду» є наявність соціального консенсусу, тобто певної добровільної угоди між державою, бізнесом та профспілковими об'єднаннями щодо необхідності та механізму здійснення ЕТПР. Це підтверджується практикою не лише податкових, але будь - яких реформ. Характерним прикладом є запровадження державного регулювання рівня забруднення довкілля, що відбувалося майже одночасно у Швеції та США наприкінці шістдесятих, початку сімдесятих років. У Швеції відповідним змінам у законодавстві передували тривалий та інтенсивний процес консультацій з галузевими об'єднаннями, політичними

партіями, фахівцями та громадськими екологічними організаціями. Його результатом став консенсус щодо лімітів забруднення та регуляторних процедур, які враховували сучасний технологічний рівень та інвестиційні можливості суб'єктів господарювання. У Сполучених Штатах нормативи забруднення були встановлені без широкого обговорення та відповідного погодження із зацікавленими сторонами на рівні, який майже неможливо досягти за існуючих технологій. Безумовно економічні та екологічні наслідки зазначених законодавчих ініціатив у цих країнах виявилися абсолютно різними [117, с.954 – 955].

Іншим прикладом досягнення соціального консенсусу є британська схема застосування «Збору за зміну клімату», який являє собою енергетичний податок, що має на меті зменшення викидів парникових газів. Згідно цієї схеми енергоємні сектори економіки одержують податкову пільгу (з 2013 року у розмірі 80% цього збору) в разі підписання договору з урядом щодо конкретних екологічних цілей та програми дій, спрямованих на їх досягнення. Такий договір передбачає також згоду підприємств на проведення моніторингу їхньої діяльності. Ця схема виявилася ефективним засобом запобігання інфляційних процесів у зв'язку із запровадженням нового податку, адже дозволяє перетворити фіскальний тиск на стимул екологізації технологічних процесів.

Не останнє місце за важливістю серед факторів, що визначають імовірність одержання «подвійного дивіденду» посідає міжнародна координація фінансових реформ. Традиційно роль цього чинника обґрунтовується ризиками втрати конкурентоспроможності на зовнішніх ринках, внаслідок зростання податкового навантаження на вітчизняного товаровиробника в період адаптації до нових умов господарювання. Варто зазначити, що ці ризики не є критичними з огляду на невелику частку екологічних податків у складі операційних витрат суб'єктів господарювання. Крім того, достатньо відпрацьовані, передусім в Європейських країнах, інструменти їх мінімізації, такі як міжгалузевий розподіл доходів від оподаткування, схеми відшкодування екологічних платежів енергоємним секторам економіки та експортно-імпортні

мита. Проте, практика фінансових реформ у країнах Євросоюзу довела, що найбільшу ефективність у цій площині має саме їх міжнародна координація. Не випадково Європейська система торгівлі квотами на викиди парникових газів, яку запроваджено з 2005 року, передбачає єдиний механізм застосування для всіх держав – членів Союзу, на відміну від розпочатого значно раніше регулювання енергетичних податків, яке не є жорстко регламентованим і містить лише вимоги до мінімальних ставок.

Останні дослідження виявили дію ще одного своєрідного фактора – рівню ухилень від оподаткування [205]. Це характерне не лише для економік країн, що розвиваються [206]. Навіть у США бюджет недоодержує в середньому 16,3% податкових надходжень. Внаслідок тінізації бізнесу база оподаткування зменшується, що призводить до завищення податкових ставок та зростання величини, на яку необхідно їх змінювати в ході еколого-трудової податкової реформи. Автори дослідження [205] прийшли до висновку, що врахування фактору ухилення від оподаткування збільшує ефект «подвійного дивіденду». Цей висновок передусім базується на обґрунтуванні тези, згідно якої ухилення від екологічного податку є значно складніше приховування реальних виплат заробітної платні. На жаль, докази побудовані на аналізі лише енергетичних податків, які переважають у структурі екологічних платежів країн ЄС і не характерні для фінансової системи України. Крім того, важко передбачити вплив детінізації економіки, внаслідок проведення ЄТПР, на цінову політику суб'єктів господарювання.

Європейська практика еколого-трудових податкових реформ доводить, що врахування зазначених вище факторів не лише забезпечує економію енергоспоживання і зменшення промислового забруднення, а і створює умови одержання «другого дивіденду» у вигляді скорочення безробіття, підвищення корпоративних стандартів та у перспективі – зростання ВВП. Варто підкреслити, що сьогодні в економічній літературі панує більш оптимістичний погляд на ефективність ЄТПР, ніж це мало місце наприкінці дев'яностих років минулого століття. Сучасні емпіричні дослідження доводять, що в результаті

здійснення таких реформ реально збільшити рівень зайнятості населення протягом п'яти років на 0,5 – 1,1%%. Для розвинутих країн це означає створення 2,6 млн. робочих місць, а у масштабі світової економіки – 14,3 мільйони [204, с.110 – 112].

Механізм Європейської системи торгівлі квотами на викиди парникових газів (*EU ETS*), запроваджений згідно Директиви 2003/87/ЄС та удосконалений відповідно до Директиви 2004/101/ЄС [207], доповнює суто податкові стимули досягнення амбітних екологічних цілей. Її досвід має безпосереднє значення для України, адже Угодою про асоціацію з Європейським Союзом передбачено імплементацію Директиви 2004/101/ЄС у нашій країні. З початку ця система розповсюджувалася на 12000 підприємств енергетики, металургії та інших екологічно небезпечних галузей промисловості Євросоюзу. Поступово її дія поширювалася на все більшу кількість суб'єктів забруднення різних видів економічної діяльності. Сьогодні вже половина викидів CO₂ регулюється згідно правил *EU ETS*. Важливим принципом цієї системи в ЄС є те, що сектори економіки, де вона застосовується, звільняються від сплати зборів за викиди двоокису вуглецю та інших аналогічних платежів, окрім енергетичних податків. Сутність *EU ETS* полягає в наданні компаніям дозволів (квот) на певні обсяги викидів двоокису вуглецю та прав на їх продаж за ринковими цінами іншим підприємствам у разі зменшення вихідного рівня промислового забруднення через реалізацію енергозберігаючих технологій. Передбачено, що за кожну понадлімітну тону викидів CO₂ на суб'єкт господарювання накладаються штрафні санкції у розмірі 40 євро, якщо несанкціоноване забруднення відбулося протягом перших трьох років роботи в рамках цієї системи, та 100 євро у подальшому. Максимальна величина штрафів за ненадання інформації щодо фактичних обсягів викидів двоокису вуглецю регулюється національними законодавствами держав – членів Євросоюзу. Так, у Великій Британії вона становить еквівалент 53760 доларів США.

Запровадження *EU ETS* спрямоване саме на зменшення рівня забруднення довкілля, а не на поповнення доходної частини бюджетів країн Євросоюзу. В

площині природоохоронних інтересів це вигідно відрізняє її від енергетичних податків. Дані обставини стали причиною визнання *EU ETS* Королівським казначейством Великої Британії, як було показано вище, різновидом екологічного оподаткування. Системи податків і торгівлі дозволами на викиди парникових газів можуть бути однаковими за ефективністю інструментами забезпечення високого рівня природоохоронної діяльності за наступних умов. По-перше, всі квоти реалізуються через аукціонні торги, а ставка податку встановлюється на рівні ринкової рівноважної ціни на викиди. По-друге, фактичні обсяги забруднення довкілля контролюються та точно визначаються. Результати екологічної діяльності та надходження до бюджету, при цьому, для обох варіантів будуть еквівалентними. Звичайно, такі умови далекі від реалій практики оподаткування, навіть, у країнах Європейського Союзу.

На першому етапі впровадження системи спостерігався ціновий сплеск на ринку продажу квот через збільшення споживання вугілля електростанціями та зростання вартості нафти. Проте незабаром стало очевидним, що безкоштовний розподіл дозволів відповідно до існуючого рівня забруднення довкілля гальмує ринковий попит на квоти, а отже й ціни їх реалізації, та не створює вагомих стимулів скорочення енергоспоживання. Виходячи з цього факту, Європейська комісія запропонувала низку змін до правил *EU ETS*, зокрема щорічно скорочувати квоти на викиди CO₂, аби зменшити їх до 2020 року на 21% у порівнянні з базовим рівнем 2005 року. Також передбачається поступове розповсюдження дії *EU ETS* на всі основні парникові гази та джерела промислового забруднення. Важливим рішенням стала відмова від безкоштовного надання квот, починаючи з 2013 року, підприємствам енергетичного сектору економіки, який грає ключову роль у досягненні екологічних цілей сталого розвитку.

Єврокомісією в 2011 році запропоновано також створення уніфікованої системи податків на паливо, яка повинна замінити різноманітні акцизи та інші платежі, пов'язані з реалізацією та споживанням енергоносіїв, що стягуються в країнах ЄС. Вона включає податки на викиди двоокису вуглецю та на паливо

(моторне, крім суднового та авіаційного, а також те, що використовується для опалення), в залежності від його енергетичної цінності. З метою стимулювання виробництва альтернативних видів енергії до об'єктів оподаткування не віднесене біопаливо. Платниками, на початковому етапі, стали лише компанії з секторів економіки, що знаходяться поза системою торгівлі квотами, та домогосподарства. Однак, до 2023 року податок на викиди двоокису вуглецю планується запровадити також у енергетиці разом із скасуванням пільг для природного та зріджуваного нафтового газу. Мінімальні ставки податків, по закінченню п'ятирічного адаптаційного періоду, встановлено на досить високому рівні (20 євро за тону викидів CO₂, а для моторного палива та опалювальних ресурсів відповідно 9,6 і 0,15 євро за гігаджоуль). Орієнтиром для їх перегляду служить вартість прав на викиди двоокису вуглецю на відкритому ринку *EU ETS*. Урядам держав – членів Євросоюзу надається право застосовувати підвищені ставки, а також звільняти від оподаткування домогосподарства та неприбуткові добродійні організації.

Уніфікована система податків на паливо не передбачає прямого посилення фіскального навантаження на підприємства, оскільки компенсується зниженням податків на працю і капітал. Тобто її можна розглядати в контексті концепції ЕТПР. Варто звернути увагу на певні заходи щодо запобігання негативного впливу реформи на економіку держав – членів ЄС. Зокрема, від дев'яти країн Східної Європи не вимагатиметься реформування їхніх податкових систем до 2020 року. Не виключене широкомасштабне застосування «екологічного» мита до іноземних компаній.

Європейський досвід адаптації систем оподаткування до вимог забезпечення сталого розвитку останнім часом переймається іншими країнами світу. Так, з 1.07. 2012 року розпочато реалізацію масштабної ЕТПР в Австралії. Вона передбачає стягнення податку на викиди в атмосферне повітря двоокису вуглецю за початковою ставку еквівалентну 25 доларам США, котра зростає щороку на 2,5%. Її розмір визначено виходячи з розрахункового значення, що забезпечує економічну ефективність інвестицій у енергозберігаючі та

екологічні технології. Одночасно зменшується фіскальне навантаження на прибуток компаній та збільшуються соціальні виплати населенню. Реформа розповсюджується на промислові підприємства з річними обсягами викидів CO₂, що перевищують 25 тис. тон. Сьогодні це 500 крупних компаній. Зважаючи на їхню частку в сукупному забрудненні атмосферного повітря, під оподаткування попадає 60% емісії двоокису вуглецю австралійськими підприємствами. Наступним етапом трансформації фінансового механізму стало запровадження з 2015 року національної системи торгівлі квотами на викиди парникових газів. Очікується, що це дозволить знизити до 2020 року викиди CO₂ на 5% відносно рівня 2000 року та позбавити Австралію печального лідерства за цим показником серед розвинутих країн. Проте в стратегічній перспективі реформа має на меті створення дієвих фінансових стимулів сталого розвитку. Перспективою їх розвитку мусить стати міжнародна інтеграція систем торгівлі квотами на викиди парникових газів (СТК). Цікавим прикладом руху в даному напрямку є досягнення в серпні 2012 року угоди між Європейською комісією та Австралією щодо планів про взаємозв'язок і взаємодію між *EU ETS* та австралійською СТК. Хоча повне набрання угодою чинності передбачається не раніше другої половини 2018 року, австралійські компанії вже з липня 2015 року отримали можливість використовувати дозвільні сертифікати *EU ETS* для запобігання штрафних санкцій за перевищення встановленого для них рівня забруднення.

Достатньо показовими ілюстраціями посилення інтересу до стимулювання корпоративної природоохоронної діяльності є запровадження з 1.11.2011р. екологічних податків на споживання природного газу, нафти, коксівного вугілля та руд рідкоземельних металів одним із найбільших світових забруднювачів довкілля – Китаєм, а також всебічні дослідження досвіду проведення ЕТПР та функціонування Європейської системи торгівлі квотами на викиди парникових газів на урядовому рівні в Південній Африканській Республіці [197]. Втім, ці процеси не можна розглядати як доказ глобального прямолінійного тренду сталого розвитку. Під впливом певних політичних та

тактичних економічних інтересів спостерігаються окремі, короткострокові за оцінкою експертів, зворотні тенденції. Прикладом може слугувати рішення уряду Канади щодо виходу країни із Кіотського протоколу, прийняте в інтересах власників нафтових компаній у грудні 2011 року.

Податковий механізм сталого розвитку, за визначенням, мусить бути спрямований на досягнення не лише екологічних, економічних, але і соціальних цілей. Їх взаємозв'язок знаходить змістовну реалізацію в концепції ЕТПР. Проте, європейська практика регулювання податків на труд, де фіскальне навантаження на працю, як зазначалося вище, зменшується протягом тривалого часу, сама по собі заслуговує на увагу, адже допомагає ефективно вирішувати економічні і соціальні проблеми. Відмінними рисами фінансової системи країн Євросоюзу є також застосування переважно прогресивної шкали оподаткування доходів. та висока відносна частка відрахувань із заробітної платні працівників у загальній величині соціальних внесків. Прогресивна шкала не притаманна лише податковому законодавству Болгарії, Чеської республіки та Румунії [196]. Перерозподіл фіскального навантаження на труд з роботодавця на найманого працівника, за умови диференціації ставок податку на дохід і поступового зменшення їх мінімального рівня, забезпечує системний ефект у вигляді зростання інвестицій і виробничих потужностей, підвищення заробітної платні та скорочення безробіття, особливо серед осіб із низькою кваліфікацією та відсутністю професійного досвіду, зокрема молодих випускників вищих і середніх навчальних закладів.

3.2. Формування податкового механізму корпоративного сталого розвитку

Проблема низької ефективності діючих в Україні податкових стимулів сталого розвитку не залишається поза увагою вітчизняних науковців. Різні погляди на шляхи її розв'язання об'єднує те, що вони, як правило, ґрунтуються на перевірених у часі досвіді країн із соціально-ринковою економікою. З огляду

на необхідність створення податкового механізму стимулювання розробки корпоративних стратегій, збалансованих в економічному, екологічному і соціальному вимірах особливого значення набуває концепція еколого- трудової податкової реформи (ЕТПР). Її актуальність для промислового комплексу України, передумови і методи реалізації обґрунтовані в працях О. О. Веклич та О. П. Маслюківської [208– 214]. Вони довели, зокрема, що оподаткування забруднення довкілля та спеціального використання природних ресурсів за низькими ставками «сприяють поглибленню деформаційної траєкторії руху структури національної економіки, а високе навантаження на фонд оплати праці обумовлює повільну модернізацію працездатних галузей» [212, с. 8]. Проведення еколого-трудоваї податкової реформи, на думку цих науковців, не лише стимулюватиме інвестиції в охорону довкілля, енергозбереження та зростання зайнятості, а й стане фактором позитивних трансформацій економіки.

Результати їхнього дослідження вказують на доцільність поступового, однакового для всіх галузей збільшення ставки податку на двоокис вуглецю до 150 грн./т у 2020 році, одночасно зі зменшенням внесків підприємств до Пенсійного фонду України [213, с. 68]. Для пом'якшення податкового дисбалансу енергоємних видів економічної діяльності автори пропонують застосування схеми часткового повернення сум екологічного податку у вигляді субсидій, що виділяються на конкурсних засадах, або пільгового кредитування за умови цільового використання цих коштів на природоохоронні та енергозберігаючі заходи. Варіант фінансової підтримки, за якого частина нарахованого податку залишається на підприємствах, як джерело екологічних інвестицій, вони вважають менш ефективним через те що він не створює конкуренцію за отримання додаткових фінансових ресурсів.

Варто зазначити, що у фаховій літературі висловлюються думки щодо небезпечних наслідків ЕТПР у вигляді зростання цін та зниження купівельної спроможності населення. Так, О. М. Лабенко акцентує увагу на тому, що зменшення рівня нарахувань на фонд оплати праці за рівновеликого зростання

екологічних та ресурсних платежів само пособі, жодним чином, не стимулюватиме підприємства збільшувати заробітну платню. Водночас, необхідність залучення додаткових джерел фінансування впровадження енергоефективних екологічних технологій спонукатиме суб'єктів підприємництва до підвищення цін реалізації продукції, що, у свою чергу, призведе до падіння купівельної спроможності населення. Не зросте і рівень зайнятості, адже високотехнологічне виробництво є менш трудомістким [215].

Безумовно, ризики того, що в результаті ЕТПР не вдасться реалізувати базовий принцип екологічного оподаткування «забруднювач платить», і ціну реформи профінансує споживач, не можна ігнорувати. Проте досі немає практичних і теоретичних підстав стверджувати, що вони притаманні самої концепції ЕТПР, а не окремим схемам її проведення. Критика концепції ЕТПР у вітчизняній економічній літературі ведеться і з позицій обґрунтування її відносної неефективності у порівнянні з іншим інструментом стимулювання корпоративного розвитку в екологічному вимірі – системою торгівлі квотами на викиди парникових газів. Відповідне дослідження було виконане на основі прикладної моделі загальної рівноваги Ероу–Дебре за сценарієм десятивідсоткового скорочення викидів двоокису вуглецю [216]. Його метою було визначення і порівняння рівнів цін, доходів, обсягів виробництва та споживання для нового стану загальної економічної рівноваги при варіантах екологічного оподаткування та запровадження відкритої і закритої, по відношенню до міжнародного ринку парникових газів, систем торгівлі квотами на промислові викиди.

Дослідження показало, що скорочення виробництва або закупівля дозволів на забруднення є економічно вигіднішими корпоративними стратегіями задля інтенсивного досягнення істотного зменшення викидів CO₂ порівняно з інвестуванням у енергоефективні технології. Окрім того, результати розрахунків засвідчили, що внутрішня система торгівлі квотами на викиди двоокису вуглецю є кращим економічним інструментом їх зменшення, ніж екологічне оподаткування, адже її запровадження не призводить до ризької

динаміки структурних змін на користь неенергоємних галузей, а негативний вплив на обсяги сукупного споживання домогосподарств, ВВП та на граничні витрати, пов'язані з адаптацією до зміни умов господарювання, є помітно слабкішим. Схема торгівлі дозволами, відкрита для міжнародного ринку парникових газів, виявилась найбільш дієвою з огляду на досягнення екологічних цілей, але руйнівною для фінансових показників. Звичайно результати, отримані на основі застосування описаної математичної моделі, справедливі лише в межах заданих схем та зроблених припущень. Треба зазначити, що на відміну від сценаріїв упровадження системи торгівлі дозволами на викиди CO₂, варіанти підвищення екологічного податку та отримання подвійного дивіденду в даному дослідженні не моделювалися. Отже, його висновки носять радше ситуаційний характер і тому їх не можна розглядати в якості обґрунтування оптимального фінансового інструменту екологізації виробництва.

Будь-яким податковим реформам, зокрема ЕТПР, безперечно мусить передувати детальний процес прогнозування їхніх наслідків, важливим інструментом якого є використання математичного моделювання. Оцінка очікуваних результатів трансформацій енергетичної та екологічної політики країн ЄС, Норвегії і Швейцарії здійснюється на основі моделі довгострокового прогнозування (ЕЗМЕ) [217]. Необхідність розробки її версії для України не викликає сумнівів. Поки, найбільш точним механізмом передбачення у цій сфері є Модель податкового екологічного регулювання діяльності промислових підприємств [218, с. 316 - 332], яка являє собою удосконалену і адаптовану до умов вітчизняної економіки на сучасному етапі її розвитку динамічну модель Д. Фуллертона і С. – Р. Кім [219]. Її побудовано на базі виробничої функції Коба – Дугласа з параметром нейтрального науково-технічного прогресу та з виділенням фактору «забруднення довкілля» в окремий блок.

У результаті моделювання оптимальна ставка екологічного податку за забруднення атмосферного повітря для 2020 року була визначена на рівні 116,04 грн./т. [218, с. 334]. Зазначимо, що така ставка кореспондується із

наведеними вище розрахунками, виконаними на основі прийнятного для суб'єктів підприємництва термінів окупності екологічних інвестицій. Іншим висновком, зробленим на основі моделі, стало те, що таке істотне підвищення податкового навантаження на ресурсний потік не призведе до погіршення обсягів реалізації продукції підприємств. Зважаючи на масштабність ризиків не виправданих стратегічних рішень у галузі реформування податкової системи, необхідно звернути увагу на низку особливостей розглянутої моделі. Основними з них є припущення щодо ідентичності реакцій всіх складових промислового сектору економіки на зовнішні збурювання, зокрема на зміну умов оподаткування, використання статистичних даних тільки за передкризовий період (1997 – 2006 роки) та формалізація об'єкту дослідження як замкнутої системи закритого типу. Не ставлячи під сумнів ці припущення (вони в цілому є загальноприйнятими в математичних моделях економічних процесів), звернемо увагу на важливість прогнозування ймовірних реакцій конкретних суб'єктів підприємництва на складові податкових реформ.

Ефективність переорієнтації податкової системи України на цілі сталого розвитку, насамперед, визначається узгодженістю інтересів держави та суб'єктів господарювання. Тому важливо передбачити можливі стратегії адаптації платників податків до різних варіантів реформування. Зокрема це стосується запровадження еколого-трудова податкової реформи. Якщо зміна умов оподаткування викликає економічний інтерес підприємств до застосування корпоративних стратегій, спрямованих на впровадження енергозберігаючих та екологічних технологій, підвищення рівня заробітної плати та створення нових робочих місць, можна зробити висновок щодо дієвості стимулюючої функції податків.

Проте це має місце лише в разі вибору оптимального механізму реформування. Інакше, компенсація фінансових втрат від посилення фінансового тиску досягається шляхами, які далеко не завжди відповідають макроекономічним цілям. Таким чином, моделюючи реакції підприємств можна зробити висновки щодо прийнятності певних варіантів податкових

трансформацій. Позаяк стратегічні рішення на корпоративному рівні спрямовані на оптимізацію фінансових показників, необхідно формалізувати їх зв'язок з фактором зміни вектору податкових стимулів. Слід зазначити, що ця задача не є альтернативою застосування загальноекономічних або загальногалузевих моделей податкового екологічного регулювання. Йдеться про механізм вивірення стратегічних рішень із врахуванням специфіки конкретних суб'єктів господарювання.

У сучасній економічній теорії та практиці превалює концепція фінансового менеджменту, побудована на принципі максимізації вартості компанії (*value based management*). Вона передбачає можливість застосування наступних індикаторів результативності корпоративних стратегій:

- економічна додана вартість (*Economic Value Added – EVA*);
- ринкова додана вартість (*Market Value Added – MVA*);
- акціонерна додана вартість (*Shareholder Value Added – SVA*);
- вартість компанії за моделлю Едвардса- Белла – Ольсона (*EBO*);
- грошовий потік від інвестицій (*Cash Flow Return on Investment – CFROI*);
- грошова додана вартість (*Cash Value Added – CVA*)

З огляду на те, що несуперечність управлінських рішень може бути забезпечена за умови використання лише одного основного критерію оцінки їхньої ефективності, перелічені індикатори є альтернативними варіантами цільових корпоративних орієнтирів. Пріоритети не визначаються суто в площині загальних наукових доказів, бо залежать як від специфіки суб'єкта господарювання та його діяльності, так і від сутності задач, що вирішуються. Проаналізуємо зазначені показники з метою обґрунтування вибору критерію корпоративного розвитку, котрий дозволяє точно та максимально просто змодельовати стратегії адаптації до змін у системі оподаткування. Концепцію *EVA* розроблено та зареєстровано відомою консалтинговою фірмою *Stern Stewart & Co.* у 1989 році. Вона базується на класичній теорії економічного доходу Альфреда Маршалла і теоремі іррелевантності Ф. Модильяні та М.

Міллера. *EVA* визначає ефективність управлінських рішень у звітному році і може бути розрахована за наступною формулою:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE,$$

де *NOPAT* (Net Operating Profit After Taxes) – чистий операційний прибуток після оподаткування;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – середньозважена вартість капіталу;

CE (Capital Employed) – сукупний інвестований капітал (сума активів за мінусом короткострокових зобов'язань).

Отже цей показник уявляє собою чистий операційний прибуток, що залишається після вирахування вартості інвестованого капіталу. Розрахунок *EVA* передбачає певне корегування даних офіційної фінансової звітності щодо прибутку і капіталу з метою забезпечення об'єктивної оцінки дієвості інвестиційних стратегій та потенціалу компанії. Авторами концепції запропоновано фінансовим службам підприємств здійснювати 10 – 12 із 154 теоретично важливих коректувань [220]. Основними з них є:

- збільшення величини *NOPAT* на суму відстрочених податкових активів та амортизації за звітний період;
- капіталізація позабалансового лізингу, витрат на НДДКР, створення торгової марки і формування ефективного менеджменту компанії ;
- оцінка всіх запасів за методом ФІФО, що, доречі, відповідає і вимогам ПКУ ;
- збільшення величини *CE* на суму нарахованих резервів, зокрема з безнадійної дебіторської заборгованості.

Саме корегування, які вносяться в складові розрахунків *EVA*, переважно і відрізняють її від класичного поняття економічного прибутку (*Economic Profit – EP*) Альфреда Маршалла. Для визначення *EP* майже достатньо даних офіційної фінансової звітності. Треба лише звернути увагу на певні особливості застосування термінів. Передусім на те, що інвестований капітал для

визначення *EP* не включає високоліквідні активи, а в складі *NOPAT* містяться витрати із сплати процентів. Звичайно за точністю оцінки ефекту стратегічних рішень показник *EP* значно поступається *EVA*, але він є найпростішим і тому найзручнішим у використанні критерієм максимізації вартості компанії.

Недоліками показника *EVA* зазвичай вважають те, що його позитивне значення не завжди призводить до зростання вартості компанії, адже воно може обумовлюватися чинниками, що побільшують ризики або дають лише тактичний виграш, який має негативні наслідки у стратегічній перспективі. Насправді, метод *EVA* уможливорює врахування ризиків, оскільки від них безпосередньо залежать величини очікуваної вартості власного та позичкового капіталів, які є складовими *WACC*. Отже, ця небезпека є реальною лише коли система оцінки діяльності та мотивації керівництва підприємств не передбачає елементарного прогнозу найближчих наслідків їхніх рішень. Проте, слід визнати, що не завжди довгостроковий ефект є відразу достатньо очевидним. Прикладом, вельми характерним для періодів кризових явищ в економіці, є тимчасове зниження корпоративних соціальних стандартів. Воно сприяє збільшенню *EVA* в момент запровадження, але провокує незадоволення працівників, позначається на результатах їхньої праці, впливає на плінність кадрів, особливо серед висококваліфікованого персоналу, та у решті решт, через час, який важко спрогнозувати заздалегідь, призводить до зменшення вартості підприємства.

Націленість на тактичний успіх ще більш притаманна концепції *MVA*. Формула розрахунку показника *MVA*, запропонована та детально проаналізована Е. Брігхемом та М. Ерхардом [221. с. 86 – 90] виглядає наступним чином:

$$MVA = (MVS - MVD) - TC,$$

де *MVS* (*Market Value of Stock*) – ринкова вартість акцій;

MVD (*Market Value of Debt*) – ринкова вартість боргу;

TC (*Total Capital*) – сукупний капітал, який інвестовано в компанію.

Величина *ТС* оцінюється за даними бухгалтерського обліку із внесенням поправок за методикою аналогічною до тієї, яка застосовується в рамках концепції *EVA*. Очевидно, що будь-які заходи, спрямовані на короткострокове підвищення ринкової вартості акцій, зокрема збільшення дивідендів за рахунок скорочення бюджету інноваційних програм, сприятимуть тимчасовому зростанню *MVA*. Іншим важливим недоліком цього показника є його серйозна залежність від факторів, що знаходяться поза межами впливу керівництва підприємств. Широке використання даного показника в сучасних економічних реаліях України, тобто в умовах нерозвинутого фондового ринку та майже відсутності обігу боргових зобов'язань, є ще більш проблематичним.

Суперечності між стратегічними та тактичними цілями, що загострюються за застосування розглянутих показників, знімаються в рамках концепцій максимізації вартості компанії, які враховують майбутні грошові потоки. Йдеться про концепції акціонерної та грошової доданої вартості (*SVA* і *CVA*), а також грошового потоку від інвестицій (*CFROI*). Індикатор *SVA*, що є зареєстрованою торгівельною маркою компанії *L.E.K. Consulting*, було запропоновано її засновником Альфредом Раппапортом [222]. *SVA* часто трактується як різниця між двома показниками, а саме розрахунковою вартістю акціонерного капіталу та балансовою вартістю власного. Перший уявляє собою суму дисконтованої вартості грошових потоків, зменшену на величину боргових зобов'язань, в межах горизонту планування та залишкової цінності компанії, яку буде створено поза ним (*residual value*). За ставку дисконтування зазвичай приймається *WACC*.

Залишкова цінність компанії визначається за формулою перпетуїтету, тобто шляхом ділення чистого операційного прибутку останнього прогнозного року на величину *WACC*. Грошові потоки майбутніх періодів за А. Раппапортом залежать від сьомі ключових чинників: темпів зростання обсягів реалізації, рентабельності, податку на прибуток, інвестицій в основні засоби і робочий капітал, *WACC* та часу. Розрахункова вартість акціонерного капіталу корегується шляхом додавання величини активів підприємства, які не

розглядалися у якості джерел генерування грошових потоків. Варто підкреслити, що основне достоїнство моделі *SVA*, а саме націленість на врахування перспективних наслідків управлінських рішень, може, з високою ймовірністю, не знайти практичного втілення у зв'язку з труднощами процесу, а головне неоднозначністю результатів прогнозування майбутніх грошових потоків.

У моделі Едвардса- Белла – Ольсона (*EBO*) [223] ринкова вартість компанії визначається шляхом корегування її власного капіталу на потік надприбутків, які оцінюються відхиленнями від середньогалузевого значення індикатора та приводяться до теперішнього моменту часу. Ставкою дисконтування при цьому являється не *WACC*, як у моделях, що були розглянуті раніше, а очікувана вартість лише власного капіталу. В основу розрахунків положено наступну формулу:

$$P_t = b_t \sum_{\tau=1}^{\infty} ((1+r)^{-\tau} E_t [x_{t+\tau}^a]), \quad x_t^a = x_t - r b_{t-1},$$

де P_t – вартість компанії у період t ;

b_t – власний капітал компанії у період t ;

r – ставка дисконтування;

E – символ математичного очікування;

x_t – чистий прибуток за період t .

Суттєвою проблемою за застосування моделі *EBO* є прогнозування потоку надприбутків. Для її розв'язання Ольсен запропонував метод лінійної інформаційної динаміки (*Linear Information Dynamics – LID*). Він ґрунтується на формалізації стохастичного процесу впливу на зміну ринкової ціни компанії інформації щодо її майбутніх доходів, яка ще не знайшла відображення в фінансовій звітності, та випадкових факторів (флуктуації). Параметри одержаних авторегресійних рівнянь визначені в результаті емпіричних

досліджень для умов американського фондового ринку [224], які кардинально відрізняються від українських реалій. Отже у вітчизняних підприємств модель *EBO* викликає поки радше теоретичний, ніж практичний інтерес. Модель доданої грошової вартості (*Cash Value Added – CVA*), яка в спеціальній літературі часто називається залишковим грошовим потоком (*Residual Cash Flow – RCF*), значно простіше у використанні, але в площині врахування перспективи планування є значно ближчою до концепції *EVA*, ніж *SVA* та *EBO*. Загальне уявлення про сутність *CVA* дає наступна формула:

$$CVA = AOCF - WACC \times TA,$$

де *AOCF* – скорегований операційний грошовий потік;

TA – сумарні скореговані активи (інвестиції).

Існує дві версії показника *CVA*. Одну з них розроблено Еріком Оттосоном і Фредріком Вейсенрідером [225], інша популяризується Бостонською Консалтинговою Групою (БКГ) [226]. Вони розрізняються методичними підходами до визначення складових формули та змістом корегувань. Зазвичай, у моделі розрізняють стратегічні та нестратегічні інвестиції. Перші створюють нову вартість для акціонерів, другі являють собою операційні та інші витрати для підтримки досягнутого рівня фінансових показників. Стратегічні інвестиції забезпечують випуск нових товарів, технологічні інновації, ринкову експансію. Вони можуть бути спрямовані на зростання як матеріальних, так і нематеріальних активів. Саме стратегічні інвестиції генерують додаткові грошові потоки та додану вартість бізнесу, яка в рамках даної концепції носить назву стратегічної вартості. За методикою БКГ, значення *CVA* можуть бути розраховані через показник грошового потоку від інвестицій (*Cash Flow Return on Investment – CFROI*), який уявляє собою відношення скорегованих грошових надходжень (*cash in*) протягом економічного строку служби активів до скорегованих грошових витрат (*cash out*) у цінах із врахуванням індексу інфляції:

$$CVA = (CFROI - CE) \times TA,$$

де CE – очікувана вартість власного капіталу.

Економічна інтерпретація $CFROI$ полягає у порівнянні його значень із середньогалузевим рівнем. За його перевищення вартість компанії зростатиме і навпаки. Очевидними перевагами концепції CVA є те що вона враховує фактор інфляції, а також ґрунтується на грошових потоках, які більш точно виражають приріст вартості компанії, ніж її прибуток. Проте процес прогнозування доходів від окремих інвестицій та життєвого циклу останніх носить вельми суб'єктивний характер, що суттєво знижує достовірність результатів.

Обґрунтування оптимального показника максимізації вартості підприємства для цілей бізнес-планування виходить за рамки цього дослідження. Вирішенню даного питання присвячені численні публікації. Втім на практиці застосовуються всі проаналізовані вище індикатори. Для побудови імітаційної моделі стратегій адаптації суб'єктів господарювання до різних варіантів реформування системи оподаткування необхідно розглядати проблему під іншим кутом зору. Кожне підприємство реагуватиме на переніс центру тяжіння у фіскальному навантаженні, виходячи з власних показників оцінки та мотивації підприємницької діяльності. Якщо вони, у той чи інший спосіб, відображають вартість організації, їх використання в імітаційній моделі оподаткування значно підвищує надійність і достовірність результатів. Ця теза пояснюється тим, що в такому разі враховується структура капіталу, очікувана вартість його складових та ставка податку на прибуток. Окрім того, забезпечується зв'язок ефективності бізнесу з податками та іншими платежами, які сплачує підприємство, в тому числі екологічними та єдиним соціальними внеском. Таким чином, моделювання може здійснюватися на базі будь-якої концепції оцінки вартості організації з числа проаналізованих вище.

Водночас, цілком очевидно, що множинність моделей ускладнює процес дослідження та інтерпретації результатів. Тому доцільно обрати оптимальний

варіант. Він не може базуватися на показнику *MVA*, адже сучасний стан фондового ринку в Україні конче обмежує його застосування. У зв'язку з відсутністю відповідної статистики вкрай проблематичним є використання на практиці концепції *EBO*. Пріоритетною, на перший погляд, видається модель, побудована на основі показників *SVA* і *CVA*, адже інвестиції у сталий розвиток зазвичай виявляються ефективними в стратегічній перспективі. Проте, практика навіть розвинутих країн доводить, що прийняття управлінських рішень, які забезпечують лише короткострокове збільшення вартості компанії обумовлюється значно більш глибокими причинами, ніж вибір основного показника системи оцінки та мотивації діяльності. З іншого боку, в умовах протиріччя інтересів менеджменту та акціонерів, важко сподіватися на реальність розрахунків величини майбутніх грошових потоків і, відповідно, на оптимальність інвестиційних рішень. Окрім того, основною метою побудови податкової моделі є передбачення підприємницьких стратегій, які являють собою небажану реакцію на фіскальні реформи, тобто таку, що суперечить цільовій спрямованості законодавчих змін. Очевидно, що найбільш песимістичне сприйняття наслідків податкових реформ на корпоративному рівні впливає з аналізу тактичної, а не стратегічної перспективи. Саме це є головним аргументом на користь відмови від застосування *SVA* і *CVA* в указаній моделі на користь показника *EVA* або найпростішого аналогічного критерію максимізації вартості бізнесу – *EP*.

Немаловажною перевагою цих показників в площині побудови імітаційної моделі є також очевидність зв'язків їхніх параметрів з основними об'єктами оподаткування. Навіть найближча за методологією концепція *CVA* у значно меншій мірі відображає податкові аспекти. Так, щоби отримати дані про такий вагомий об'єкт оподаткування, як прибуток, необхідно зробити низку корегувань операційного грошового потоку. Для вибору базового показника імітаційної моделі безумовне має велике значення і питання щодо показників, на які орієнтуються підприємства при прийнятті стратегічних рішень. Треба визнати, що критерії максимізації вартості бізнесу ще не одержали в Україні

такої масштабності у застосуванні як це має місце в розвинутих країнах. Проте необхідно звернути увагу на дві обставини.

По-перше, практичне застосування систем стратегічного управління, зорієнтованих на максимізацію вартості підприємств, сьогодні відбувається зазвичай на основі концепції *EVA* або *EP*. По-друге, традиційна система прийняття стратегічних рішень так чи інакше враховує їх вплив на прибуток, податкові наслідки й очікувану вартість власного та позикового капіталу, тобто складові *EVA* та *EP*. Нарешті зазначимо, що прив'язка систем оцінки та мотивації діяльності до довгострокового горизонту планування індикаторів *EVA* та *EP* уможлиблює, принаймні частково, запобігання абсолютизації тактичної перспективи, характерної для ряду суб'єктів господарювання, що застосовують концепцію економічної доданої вартості або економічного прибутку.

Очевидно, що відміни показників *EVA* та *EP*, що полягають переважно в суті окреслених вище корегувань, не можуть викликати різну реакцію суб'єктів господарювання на зміну умов оподаткування. Втім взаємозв'язки факторів максимізації вартості бізнесу значно легше піддаються математичній інтерпретації у рамках концепції *EP*. Узагальнюючи результати порівняльної оцінки переваг і вад наведених концепцій, доцільно покласти в основу імітаційної моделі наслідків трансформації податкової системи саме критерій *EP*. Його базова модель виглядає наступним чином:

$$EP = NOPAT - WACC \times (IC - LA),$$

де *IC* – інвестований капітал (сумарні активи);

LA – високоліквідні активи.

Виразимо *NOPAT* через складові розрахунку, передбачені формою офіційної фінансової звітності «Звіт про фінансові результати», виділяючи окремо вартість палива і енергії, використаних у виробництві, та податкові платежі, що

пов'язані з екологічним і соціальним напрямками сталого розвитку, а також об'єднуючі певні статті вказаної форми, які є іррелевантними до зміни вектору фіскального навантаження:

$$NOPAT = (Д - С - Е - ЗП - СЗ - ЕП - ІД - ІВ) \times (1 - S), \quad (3.1)$$

де Д – чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)¹²;

С – скоригована собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг);

Е – вартість палива та енергії, використаних у виробництві;

ЗП – витрати на оплату праці (сума нарахованої заробітної плати за видами виплат, які включають основну та додаткову заробітну плату, інші заохочувальні та компенсаційні виплати, у тому числі в натуральній формі, що визначаються відповідно до Закону України «Про оплату праці» [228]);

СЗ – відрахування на соціальні заходи (сума єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування у гривнях [229]);

ЕП – екологічний податок;

ІД – інші операційні та фінансові доходи;

ІВ – інші адміністративні, операційні (включаючи витрати на збут) та фінансові витрати;

S – коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток .

Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг) зменшується на вартість палива та енергії, використаних у виробництві, а також на величину оплати праці та відрахувань на соціальні заходи. Йдеться про витрати які віднесені до складу собівартості згідно ПСБ(О) 16. Аналогічно корегуються інші адміністративні та операційні витрати (ІВ). Це стосується таких статей як оплата праці апарату управління підприємством, іншого загальногосподарського персоналу, продавців, торгових агентів та працівників підрозділів, що забезпечують збут; оплата палива та енергії для

¹² Варіант формул из розрахунком чистого доходу надано в [227]

загальногосподарських і збутових потреб. Окрім того, із складу адміністративних витрат виключається сума екологічного податку.

Інші операційні та фінансові доходи (ІД) об'єднують наступні статті форми «Звіт про фінансові результати»: інші операційні доходи; доход від участі в капіталі; інші фінансові доходи та інші доходи. Отже, окремі складові даної формули (вартість палива і енергії, використаних у виробництві; витрати на оплату праці та відрахування на соціальні заходи) уявляють собою економічні елементи витрат операційної діяльності, деякі є скорегованими статтями форми офіційної звітності (собівартість реалізованої продукції; інші операційні та фінансові доходи; інші адміністративні, операційні та фінансові витрати). Таким чином, наданий алгоритм розрахунку *NOPAT* не збігається із порядком заповнення форми «Звіт про фінансові результати», але має в своїй основі тотожну логіку побудови. Із врахуванням одержаного математичного виразу *NOPAT* модель економічного прибутку приймає наступний вигляд:

$$EP = (Д - С - Е - ЗП - СЗ - ЕП = ІД - ІВ) \times (1 - S) \times (IS - LA), \quad (3.2.)$$

Вона надає можливість прогнозувати реакції суб'єктів господарювання на зміни умов оподаткування, зокрема під впливом еколого-трудова податкової реформи. Практичне застосування моделі (3.2) потребує формалізації її окремих складових. Передусім, це стосується розрахунку середньозваженої вартості капіталу (*WACC*):

$$WACC = K_{BK} \frac{BK}{K} + (1 - S)K_{ПК} \frac{ПК}{K}, \quad (3.3)$$

де *WACC* – середньозважена вартість капіталу підприємства;

K_{BK} – очікувана ставка вартості власного капіталу;

BK – сума власного капіталу;

K – сума капіталу підприємства;

$K_{ПК}$ – очікувана ставка вартості позичкового капіталу;

$ПК$ – сума позикового капіталу;

S – коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток.

Очікувана вартість власного капіталу при цьому визначається відношенням чистого прибутку на одну акцію до ринкового курсу, а вартість позикового капіталу відповідає кредитній ставці, за якою підприємство залучає довгострокові кредити. Суми екологічного податку виражаються відповідно до розділу VIII ПКУ. Його складова, обумовлена викидами у повітря забруднюючих речовин стаціонарними джерелами забруднення ($\Pi_{вс}$), обчислюються за формулою:

$$\Pi_{вс} = \sum_{i=1}^{\Pi} (M_i \times H_{\pi i}), \quad (3.4)$$

де M_i – фактичний обсяг викиду i -тої забруднюючої речовини в тоннах;

$H_{\pi i}$ – ставки податку в поточному році за тонну i -тої забруднюючої речовини у гривнях з копійками.

Суми податку, який справляється за скиди забруднюючих речовин у водні об'єкти (Π_c), визначається наступним чином:

$$\Pi_c = \sum_{i=1}^{\Pi} (M_{ли} \times H_{\pi i} \times K_{ос}), \quad (3.5.)$$

де $M_{ли}$ – обсяг скиду i -тої забруднюючої речовини в тоннах;

$H_{\pi i}$ – ставки податку в поточному році за тонну i -того виду забруднюючої речовини у гривнях з копійками;

$K_{ос}$ – коефіцієнт, що дорівнює 1,5 і застосовується у разі скидання забруднюючих речовин у ставки і озера (в іншому разі коефіцієнт дорівнює 1).

Величина податку за розміщення відходів ($P_{pв}$) має такий вигляд:

де $H_{пi}$ – ставки податку в поточному році за тону і-того виду відходів у гривнях з копійками;

$M_{лi}$ – обсяг відходів і-го виду в тонах;

$$P_{pв} = \sum_{i=1}^n (H_{пi} \times M_{лi} \times K_T \times K_o), \quad (3.6)$$

K_T – коригуючий коефіцієнт, який враховує розташування місця розміщення відходів відповідно до пункту 246.5 статті 246 ПКУ;

K_o – коригуючий коефіцієнт, що дорівнює 3 і застосовується у разі розміщення відходів на звалищах, які не забезпечують повного виключення забруднення атмосферного повітря або водних об'єктів.

Розрахунки суми податків, які справляються за утворення радіоактивних відходів і за їх тимчасове зберігання не включені у модель адже ці платежі не носять універсального характеру. Сума відрахувань на соціальні заходи (СЗ) визначається згідно із Законом України «Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування» [229]:

$$СЗ = 0,01РЄВ \times ЗП, \quad (3.7)$$

де РЄВ – розмір єдиного внеску у відсотках (з 2016 року – 22%).

Еластичність бази екологічного податку за капітальними інвестиціями в природоохоронну корпоративну діяльність (E_I) визначається таким чином:

$$E_I = \frac{\Delta M}{\Delta I_e} \quad (3.8)$$

де ΔM – зміна обсягів викидів і скидів забруднюючих величин та відходів (зміна величин M_i та $M_{ли}$ в формулах (3.4) – (3.6)) у відсотках;

ΔI_e – зростання у відсотках суми екологічних інвестицій.

Отже імітаційна модель реакції суб'єктів господарювання на зміни в умовах оподаткування описується рівняннями (3.2) – (3.8). Передусім за допомогою даної моделі з'ясуємо наскільки в умовах вітчизняної податкової системи підтверджується зазначений у підрозділі 3.2. висновок досліджень щодо недоцільності компенсації зростання ставок екологічного податку відповідним зниженням ПДВ. За альтернативний варіант візьмемо схему ЄТПР. Оскільки обидва компенсаційних механізми за визначенням мусять нейтралізувати однакове збільшення податкового навантаження на шкідливі для довкілля виробничі процеси, має місце наступне співвідношення:

$$\text{ЧПЗ}_1 - \text{ЧПЗ}_2 = (\text{РЄВ}_1 - \text{РЄВ}_2) \times \text{ЗП}, \quad (3.9.)$$

де ЧПЗ_1 і ЧПЗ_2 – чисте податкове зобов'язання з ПДВ до та після впровадження реформи відповідно;

РЄВ_1 і РЄВ_2 – розмір єдиного внеску у відсотках до та після впровадження ЄТПР відповідно.

За таких умов наслідком дії обох компенсаційних механізмів буде однаковий рівень економічного прибутку підприємства (EP). З огляду на те, що жоден з аналізованих варіантів не торкається податку на прибуток і не впливає на структуру капіталу та ставки його вартості, *WACC* залишиться незмінною. Отже в результаті реформування податкової системи за даними варіантами розмір *NOPAT* також не змінюється. Проте чи означає це створення рівнозначних стимулів сталого розвитку? Для відповіді на поставлене питання оцінимо зміну *NOPAT* внаслідок зростання корпоративних стандартів оплати праці, тобто знайдемо значення $\text{NOPAT}'_{ЗП}$, використовуючи рівняння (3.2) та

(3.7). Позаяк складові розрахунку *NOPAT* у рівнянні 3.2, крім заробітної плати, є сталими величинами, маємо наступний результат:

$$NOPAT'_{ЗП} = -(1 + 0,01 РЄВ), \quad (3.10)$$

Отже, за незмінної виручки від реалізації продукції, обсяг скорочення прибутку внаслідок підвищення заробітної плати визначається лише розміром єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування та є пропорційним РЄВ. Іншими словами, у механізмі ЄТПР закладено значно більший стимулюючий потенціал підвищення корпоративних стандартів оплати праці і створення нових робочих місць, ніж у схемі компенсації зростання екологічного податку за рахунок зниження ставок ПДВ. Проте необхідно мати на увазі, що стимулюючий ефект ЄТПР не має універсального характеру. Зменшення нарахувань на соціальне страхування само по собі жодним чином не заохочує зниження трудомісткості та матеріалоємності виробництва. Можна сказати, що ЄТПР жорстко задає вектор розвитку, якій орієнтує підприємства на енергоефективні й екологічні товари та технології, а також на використання одержаного фінансового результату в цілях підвищення заробітної плати та збільшення кількості робочих місць.

Якщо ефект від зменшення витрат спрямовується в інвестиції у модернізацію виробництва, фінансова реформа на принципі компенсації зростання екологічних платежів відповідним зменшенням ставок ПДВ також не є оптимальним варіантом. Чисте податкове зобов'язання, за умови стабільності цін реалізації, є іррелевантним до економії матеріальних, у тому числі енергетичних ресурсів. Таким чином, за зменшення ставок ПДВ, підприємства спроможні зменшити ЧПЗ лише за рахунок скорочення трудових витрат. І це буде єдиним проявом позитивного податкового ефекту, адже із рівняння 3.2 слідує, що *NOPAT* та *EP*, за різних ставок ПДВ, знизяться на однакову величину, що дорівнюється досягнутій економії ресурсів. Зменшення ставок

ПДВ за суттю є стимулом цінової конкуренції, але як свідчить практика, недостатнім для того, щоб подолати бар'єри сучасного вітчизняного інституціонального середовища.

Варіант реформування податкової системи, побудований за принципом компенсації збільшення екологічного податку шляхом зменшення податку на прибуток, має значно більший стимулюючий вплив на інвестиційну діяльність суб'єктів господарювання, яка здійснюється з метою інтенсифікації виробництва. Дійсно, ставка податку на прибуток впливає як на значення $NOPAT$, так і $WACC$ (формули (3.1) і (3.3)). За скорочення витрат на одну гривню, $NOPAT$ збільшується на величину, яка дорівнюється $1 - S$. Тобто фінансовий результат кількісно зростає за зменшення ставки податку на прибуток. Зв'язок із значенням цільової функції EP є більш складним, адже вплив економії ресурсів на середньозважену вартість капіталу не є однозначним.

Первісним результатом, за збереження обсягів реалізації продукції, є зазвичай зменшення зобов'язань і відповідно загальної суми капіталу, що у свою чергу, у подальшому сприяє покращенню фінансових показників, які визначають кредитоспроможність підприємства, та у решті решт, збільшенню значень $K_{ПК}$ та $K_{ВК}$. Зменшення ставки податку на прибуток дещо пом'якшує вплив цього процесу на величини $WACC$ та EP . Наслідком може бути прийняття рішень щодо корегування структури капіталу.

Проте, якщо $WACC$ розраховується за класичною методикою, згідно з якою під позиковим капіталом розуміються лише довгострокові зобов'язання, то зменшення адміністративних, операційних і фінансових витрат не відбиватиметься на величині середньозваженої вартості капіталу. За таких обставин зміни ставки податку на прибуток не впливатимуть на $WACC$. Отже, з метою стимулювання технічних і технологічних інновацій доцільно компенсувати зростання екологічних платежів зниженням фіскального навантаження на прибуток, а не на додану вартість.

Реформування податкової системи в Україні дотепер здійснюється не в зазначених форматах, хоча перша редакція ПКУ містила їх певні ознаки. Передбачалось поступове підвищення ставок екологічного податку за одночасного зниження податкового навантаження на прибуток і ставок ПДВ. Як зазначалося вище, такий варіант має свої переваги, але не дозволяє використати потенціал ЕТПР для вирішення актуальних питань підвищення корпоративних соціальних стандартів і створення нових робочих місць. Проте, навіть він не був реалізований на практиці у повному обсязі. Так загальна ставка ПДВ мала становити 17% з 1 січня 2014 року, але залишилася незмінною з 2011 року, тобто на рівні 20%. Базову ставку податку на прибуток було поетапно знижено з 23% до 18%, а не до 16%, як передбачалось першою редакцією ПКУ.

Однак, головне, що трьохетапне підвищення ставок екологічного податку не одержало продовження та не зробило інвестування в природоохоронні заходи економічно ефективним (підрозділ 3.1). Застосування коефіцієнта 0,4 до ставок єдиного соціального внеску в 2015 році для підприємств, які відповідають певним умовам [230] та встановлення РСВ на рівні 22% з 2016 року [231] не можна вважати етапом еколого-трудової податкової реформи, адже це не супроводжується змінами екологічного податку. Окрім того, важко говорити і про системне зменшення ставок єдиного соціального внеску, адже в 2015 році, за виконання роботодавцями певних умов, РСВ могла становити 16,4%, тобто на 5,6% менше, ніж у 2016 році. Таким чином, зазначені трансформації загальнообов'язкового державного соціального страхування мають на меті сприяння детінізації виплат заробітної плати, а не запровадження ЄТПР.

Дослідимо тепер, за допомогою моделі, потенціальні реакції суб'єктів підприємництва на певні варіанти ЕТПР. Передусім, розглянемо схему компенсації зростання ставок екологічного податку шляхом однакового зменшення для всього господарського комплексу країни (або промисловості) розмірів єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, тобто без врахування різної екологічності видів економічної

діяльності. За таких умов, екологічно безпечні галузі одержать податкові переваги, а інші, зокрема енергетика, металургія, добувна та хімічна промисловість, навпаки, зазнають фінансових втрат. Перспектива ЄТПР за такою схемою для видів економічної діяльності з вищим за середній рівень впливом на забруднення довкілля, у контексті рівняння (3.2), означатиме зростання екологічного податку (ЕП) у більшому розмірі, ніж зменшення суми соціальних нарахувань (СЗ).

Якщо своєчасно не вжити заходів для відновлення *NOPAT* до рівня, що має місце до впровадження реформи, то відбудеться ланцюжкова реакція погіршення показників рентабельності, фінансової стійкості та ліквідності. Результатом стане зниження кредитоспроможності та зростання вартості власного й позичкового капіталу, що, у свою чергу, призведе до збільшення *WACC* та, як наслідок, додаткового падіння економічного прибутку. Загалом можна передбачити зменшення інвестиційної привабливості галузей з високим рівнем забруднення довкілля та відтік капіталу в екологічно чисті види економічної діяльності. Такий сценарій не відповідає змісту сталого розвитку, адже руйнується збалансованість його екологічної, економічної та соціальної складових.

З метою запобігання негативних наслідків проведення вказаного варіанту ЄТПР підприємства галузей з високим рівнем забруднення навколишнього середовища будуть примушені здійснювати вибір між наступними стратегіями реагування: а) масштабні екологічні інвестиції; б) підняття цін на продукцію; в) використання тіньових схем ухилення від оподаткування; г) перенесення виробництва в країни з більш привабливим податковим кліматом. Відразу зазначимо, що остання стратегія притаманна транснаціональним компаніям, а також підприємствам, які є резидентами розвинутих країн.

Це пояснюється передусім їхньою високою конкурентоспроможністю та суттєвим потенціалом скорочення витрат на оплату праці, техніку безпеки тощо за умови передислокації виробництва в країни, що розвиваються. У реаліях вітчизняної економіки така стратегія може застосовуватися тільки окремими

потужними суб'єктами підприємництва. Прийнятність першої стратегії визначається еластичністю бази екологічного податку за капітальними інвестиціями в природоохоронну корпоративну діяльність, наявністю їх ефективного державного стимулювання, доступністю та вартістю джерел фінансування, зрілістю комплексу інституціональних чинників.

Зважаючи на те, що забезпечення економічної ефективності «зелених інвестицій» можливе лише шляхом значного підняття ставок екологічного податку (дивиться підрозділ 2.3), на перших етапах проведення ЕТПР¹³ указана еластичність буде завідомо низькою. Іншими словами, обсяги викидів забруднюючих речовин у повітря, скидів у водойми та розміщення відходів (Мі та Млі в формулах (3.4) – (3.6)) скорочуватимуться на незначний процент відносно зростання фінансування корпоративних природоохоронних заходів. У результаті величина ЕП у рівнянні (3.10) знижуватиметься суттєво менше, ніж добуток WACC на різницю сумарних та високоліквідних активів. Економічний прибуток матиме спадний тренд. Це спонукатиме підприємства застосовувати, у тій чи іншій мірі, стратегії *б* і *в*.

Такому вибору сприяють інституціональні бар'єри для сталого розвитку та висока вартість позикового капіталу. Звичайно можливості підтримання досягнутого рівня економічного прибутку за рахунок підвищення цін мають жорсткі обмеження. Особливо це стосується галузей промисловості, орієнтованих на експорт, адже свобода їхнього цінового маневру нівелюється законами міжнародної конкуренції. Границі використання стратегії *б* на внутрішньому ринку окреслюються ефективністю імпорتنих операцій, яка носить динамічний характер. Вона знаходиться під впливом багатьох факторів, серед яких не останнє місце належить протекціоністській політиці держави.

Екологічно чисті (умовно чисті) галузі, в першому наближенні, одержують від аналізованого варіанту ЕТПР стимули створення нових робочих місць та покращення корпоративних соціальних стандартів. Проте їхня дієвість викликає серйозні сумніви з огляду на неминуче зростання цін на енергоносії,

¹³ Варіант одноетапного впровадження ЕТПР розглянуто нижче.

сировину та матеріали. Таким чином, цей варіант ЕТПР є малоефективним механізмом позитивних зрушень у напрямку сталого розвитку. Він апріорі генерує інфляційні процеси і має руйнівні наслідки для енергетичного і сировинного секторів економіки. ЕТПР за змістом мусить бути фіскальнонейтральною не лише для господарського комплексу країни в цілому, але і в масштабах кожного виду економічної діяльності.

З цією метою, розрахунок зменшення розміру єдиного внеску на обов'язкове державне соціальне страхування (ЄСВ) слід проводити так, щоби досягнута у такий спосіб економія для підприємств кожного виду економічної діяльності була тотожна відповідному зростанню сум екологічного податку. Отже, значення РЕВ у формулі (3.7), після здійснення ЕТПР, повинно визначатися як частка від ділення базової величини соціальних нарахувань (СЗ), скорегованої на передбачене реформою зростання сум екологічного податку, на витрати з оплати праці (ЗП).

До останніх змін у законодавстві України [231], диференціацію розмірів ЄСВ було побудовано за ознакою класу професійного ризику виробництва [232]. У ряді випадків, класи збігаються з окремими видами економічної діяльності або об'єднують декілька видів, дуже близьких за рівнем антропогенного навантаження на довкілля. Варто зазначити, що це стосується більшості основних забруднюючих навколишнє середовище видів економічної діяльності (табл.3.2) та майже всіх екологічно чистих (класи 1 – 9).

Проте, до деяких класів професійного ризику віднесено види діяльності, що є вельми неоднорідними як за трудомісткістю, так і за екологічними наслідками. Наприклад, у класі 17 основний забруднюючий сектор економіки, електроенергетику, об'єднано з низкою відносно екологічно чистих виробництв. Аналогічна ситуація має місце у класі 41 щодо видобутку вугілля і виробництва паливних брикетів, у класі 59, відносно добування залізних руд та суднобудування тощо. Отже особливості видів економічної діяльності з огляду на суми екологічного податку та витрат на оплату праці не збігаються, але й кардинально не відрізняються від класів професійного ризику виробництва. Це

є додатковим аргументом на користь використання зазначених критеріїв для визначення розмірів ЄСВ в період реалізації ЄТПР.

На початковому етапі проведення будь-якої ЄТПР існує висока ймовірність скорочення надходжень у фонди соціального страхування. Тривалість такої ситуації визначається ефективністю задіяних реформою економічних стимулів для екологічних інвестицій. Зазначена проблема цілком вирішується шляхом бюджетного перерозподілу коштів.

Джерелом компенсації можуть стати додаткові доходи від зростання екологічного податку. Проте варіант ЄТПР, що викладене вище, має особливі наслідки у вигляді зниження в перспективі інвестиційної привабливості галузей, де застосовуються технології з мінімальним впливом на забруднення довкілля. За умовами реформування, встановлений для них розмір єдиного соціального внеску, не буде зменшено на відміну від інших секторів економіки. Отже стимули зростання зайнятості тут будуть відносно менш ефективними. Це не сприятиме позитивним, в аспекті сталого розвитку, змінам у галузевій структурі виробництва.

Тому даний варіант ЄТПР слід розглядати як необхідний, але тимчасовий захід, спрямований на формування висхідного вектору корпоративної природоохоронної та соціальної діяльності, подолання суттєвого відставання більшості підприємств промислового сектору економіки України від кращих європейських стандартів екологічності виробництва та для забезпечення прийняттого терміну «зелених інвестицій» шляхом посилення впливу їхніх податкових наслідків на фінансові результати суб'єктів підприємництва. Після досягнення цих цілей, потреба у диференціації ЄСВ за додатковими до професійного ризику виробництва ознаками втрачатиме сенс. Таким чином виникнуть економічні передумови для зменшення ставок соціальних нарахувань на заробітну платню для екологічно чистих видів економічної діяльності.

Розподіл основних неекологічних видів економічної діяльності за класами професійного ризику виробництва

Клас професійного ризику виробництва	Код згідно з ДК 009:2010	Найменування видів економічної діяльності	Розмір єдиного внеску, %
15 клас	19.20	Виробництво продуктів нафтоперероблення (за виключенням виробництва паливних брикетів)	37
18 клас	06.10	Добування сирової нафти (крім розробки бітумінозного сланцю та бітумінозного пісковика)	37,13
20 клас	06.20	Добування природного газу	37,17
43 клас	09.10	Надання допоміжних послуг у сфері добування нафти та природного газу . Виробництво газу.	38,05
	07.29	Добування руд інших кольорових металів (у частині видобування алюмінієвої сировини, нікелевої руди, ртутної руди, цинкової руди, титанової руди)	
	24.42	Виробництво алюмінію	
	24.43	Виробництво свинцю, цинку і олова	
	24.44	Виробництво міді	
	24.45	Виробництво інших кольорових металів (крім виробництва хрому, марганцю, нікелю)	
	24.53	Лиття легких кольорових металів	
	24.54	Лиття інших кольорових металів	
	24.50	Кування, пресування, штампування, профілювання; порошкова металургія	
	28.92	Виробництво машин і устаткування для добувної промисловості та будівництва (в частині виробництва будівельних машин і обладнання)	
55 клас	19.10	Виробництво коксу та коксопродуктів	38,66
	23.20	Виробництво вогнетривких виробів	
	24.10	Виробництво чавуну, сталі та феросплавів	
	24.20	Виробництво труб, порожнистих профілів та фітингів із сталі	
	24.31	Холодне волочіння прутків і профілів	
	24.32	Холодний прокат вузької штаби	
	24.33	Холодне штампування та гнуття	
	24.34	Холодне волочіння дроту	
62 клас	07.29	Добування руд інших кольорових металів	39,9
64 клас	07.10	Добування залізних руд (крім відкритого видобутку)	40,4
		Добування руд інших кольорових металів (у частині підземного видобування та збагачення марганцевої руди)	
65 клас	07.21	Добування уранових і торієвих руд	42,61
	24.46	Виробництво ядерних матеріалів	
	38.12	Збирання небезпечних відходів	
	38.22	Оброблення та видалення небезпечних відходів	
67 клас	05.10	Добування кам'яного вугілля (крім відкритого видобування кам'яного вугілля)	49,7

Проаналізуємо далі схему одноетапного впровадження ЕТПР на принципі галузевої диференціації ставок ЄСВ із врахуванням екологічності окремих виробництв. Такий варіант може видаватися привабливим, адже він відразу забезпечує ефективність екологічних інвестицій, зменшуючи термін їх окупності до прийняттого рівня. Однак, наслідком його впровадження є ризьке падіння *NOPAT* і, відповідно, економічного прибутку підприємств, що використовують технології, енергоефективність та екологічність яких є гірше середньогалузевих. Необхідність виправлення ситуації вимагає дуже значного обсягу інвестицій у їхню корпоративну природоохоронну діяльність. Вирішення цієї задачі, передусім, залежить від наявності та розміру джерел фінансування. Звичайно, певну роль грає також фактор часу, стадія життєвого циклу підприємства та інші чинники визначення оптимального терміну проведення модернізації. При цьому, в суто фінансовому аспекті, проблема полягає в труднощах здійснення додаткових емісій акцій у потрібних обсягах, а також у високій імовірності погіршенні показників ліквідності, фінансової стійкості та рентабельності за умови значних кредитних запозичень. Як наслідок скорочуються високоліквідні активи, збільшується значення $K_{ПК}$ у формулі (3.3), посилюються ризики інвестування в підприємство, що у свою чергу призводить до зростання вартості власного капіталу та величини *WACC*. В остаточному підсумку відбувається подальше падіння економічного прибутку.

Щоб переконатися у цьому достатньо відобразити вказані зміни показників у правій частині рівняння (3.2). Варто підкреслити, що ускладненню фінансових проблем модернізації найбільш екологічно небезпечних об'єктів сприятиме використання іншими суб'єктами підприємництва конкурентних переваг, одержаних від упровадження ЕТПР. Утім на відміну від попереднього варіанту реформи, застосування альтернативної стратегії підвищення цін окремими підприємствами галузі не є перспективним, якщо не йдеться про монопольні утворення. Проте достатньо ймовірним видається посилення інтересу до тіньових схем ухилення від оподаткування.

З огляду на вищевикладене, виникає питання щодо можливості усунення перелічених недоліків одноетапної ЕТПР шляхом відстрочки її впровадження на термін, потрібний для максимального пом'якшення внутрігалузевої диференціації підприємств за ознакою екологічності виробництва. Звичайно довгострокова визначеність трансформацій податкової системи є необхідним інструментом забезпечення їх ефективності. Проте дієвість такого інструменту зростає за умови поетапності реформ. У контексті проблеми, що аналізується, ця теза доводиться підвищенням економічної ефективності екологічних заходів на кожному етапі через зростання частки екологічного податку в операційних витратах та, як наслідок, посиленням стимулів корпоративної природоохоронної діяльності. Додатковими важливими заходами подолання внутрішньогалузевої диференціації за рівнем антропогенного тиску на довкілля можуть стати державне кредитування «зелених інвестицій», компенсація частини кредитної ставки, встановленої комерційними банками, та фінансування цільових проектів екологічної модернізації підприємств у межах сум сплаченого ними екологічного податку із спеціального фонду Державного бюджету України. Ці заходи певною мірою апробовані на практиці.

Всі пропозиції, щодо запровадження ЕТПР базуються на принципі її фіскальної нейтральності, тобто збільшення екологічного податку компенсується рівновеликим зменшенням іншого податкового навантаження. Проте, поза обговоренням залишається питання практичної реалізації даного принципу. Як було показано вище, розрахунок зменшення розміру єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування (ЄВ) з метою запобігання збільшення фіскального навантаження від зростання екологічного податку в економіці в цілому ставить в нерівні умови різні галузі. Запропонована диференціація ставок ЄВ за видами економічної діяльності дозволяє розв'язати цю проблему. Однак, навіть у такій формі, ЕТПР має диспропорційний вплив на фінансовий стан підприємств на внутрішньогалузевому рівні. На перший погляд, це створює стимули до запровадження екологічних енергоефективних технологій. Втім слід мати на

увазі, що поки розмір екологічного податку не забезпечує прийнятний термін окупності екологічних інвестицій, вони призводять лише до подальшого зниження економічного прибутку. Виключенням є фінансування природоохоронних заходів за рахунок повернення сплачених сум екологічного податку.

Безумовно, досягти фіскальної нейтральності ЕТПР для кожного суб'єкта підприємництва не можливо, адже для цього потрібно диференціювати податкові ставки по підприємствах, що несерйозно апріорі. Проте, можна і потрібно задіяти механізми запобігання негативного впливу реформи на фінансові показники платників податків. Як уже зазначалося, оптимальний варіант ЕТПР може бути обрано лише на основі консенсусу між державою і бізнесом. Успішність процесу його досягнення залежить від точності розрахунків імовірних податкових наслідків реформи. В першу чергу, це важливо для групи підприємств, де за результатами впровадження ЕТПР очікується суттєва негативна різниця між сумами зменшення єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування та збільшення екологічного податку. З огляду на мінімізацію втрат таких суб'єктів підприємництва за наслідками ЕТПР, обережний сценарій її запровадження міг би базуватися на розрахунках можливого зростання екологічного податку, що передбачають наступні ітераційні кроки. По-перше, встановлюється частина сплаченого в попередньому періоді екологічного податку, що може бути спрямована на фінансування проектів екологічної модернізації підприємства із спеціального фонду Державного бюджету України (ЧЕП). Логічно прийняти її на рівні частини екологічного податку, що поступає в даний фонд згідно з ПКУ. Величина ЧЕП означає для підприємства капітал, що інвестується в екологічні технології та має для нього нульову вартість. Отже, ці інвестиції спрямовані на відновлення економічного прибутку, що зменшився в результаті запровадження ЕТПР. З практичної точки зору розмір ЧЕП не може розглядатися в якості мінімальної суми екологічних інвестицій, адже його визначено в суто теоретичний спосіб, без прив'язки до реальних проектів екологічної

модернізації виробництва. Таким чином, на другому кроці розрахунків слід визначити суму мінімальних додаткових інвестицій, необхідних для реалізації конкретних природоохоронних заходів (ДІ). У певних випадках вони безпосередньо диктуються вимогами екологічних органів.

На третьому кроці розраховується ефект від указаних інвестицій у вигляді зниження екологічного податку, витрат на придбання енергоресурсів та податкових пільг, пов'язаних із упровадженням енергоефективних технологій. Він являє собою величину скорочення додаткового фіскального навантаження внаслідок нерівнозначної зміни єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування та екологічного податку. В першому наближенні даний розрахунок може бути проведено виходячи із значень усереднених термінів окупності природоохоронних заходів за діючих ставок екологічного податку. На решті, беручи до уваги середнє за видом економічної діяльності співвідношення між сумами відрахувань на загальнообов'язкове державне соціальне страхування та екологічного податку (α) визначається коефіцієнт зростання ставок останнього ($\Delta \text{ЕП}$) у перший рік реформи, за якого мінімізуються втрати економічного прибутку підприємства:

$$\Delta \text{ЕП} = \frac{\text{ЧЕП} + \text{ДІ}}{\text{ЕП}_{t-1} - \alpha \text{СЗ}_{t-1}},$$

де ЕП_{t-1} – сума екологічного податку, за ставками року, що передують запровадженню ЕТПР;

СЗ_{t-1} – сума єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, за ставкою року, що передують запровадженню ЕТПР.

На основі даного методичного підходу можна розраховувати значення $\Delta \text{ЕП}$ і у наступні роки запровадження ЕТПР, доки очікується негативна різниця між сумами зменшення єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування та збільшення екологічного податку. Безумовно ці розрахунки призводять до різних результатів для різних підприємств, тобто йдеться не про

формалізацію процедури визначення темпів реформи, а про усвідомлення її наслідків для суб'єктів підприємництва, фінансовий стан котрих може суттєво погіршитися в результаті перенесення податкових акцентів з праці на екологічні екстерналії виробничої діяльності. Вихідна інформація формує орієнтири консенсусу між державою і бізнесом не тільки щодо ступеня радикальності ЕТПР на перших етапах її здійснення, але і щодо необхідних заходів фінансової підтримки програм екологічної модернізації суб'єктів підприємництва.

Проте, описаний вище обережний підхід до визначення коефіцієнтів зміни ставок оподаткування не є універсальним. Звичайно на вибір інвестиційних стратегій підприємств з гіршими показниками екологічності виробництва впливають не тільки величина додаткового податкового навантаження, що виникає внаслідок ЕТПР та суми компенсації витрат на реалізацію проектів екологічної модернізації із спеціального фонду Державного бюджету України. Зокрема, достатньо серйозним фактором є використання галузевими лідерами впровадження «зелених технологій» податкових переваг, отриманих в результаті реформи. Воно посилює інтерес до більш високих темпів ЕТПР ніж ті, що визначаються шляхом вищенаведених розрахунків.

Найбільш істотною причиною недоцільності абсолютизації зазначеного підходу є те, що за наявності великої кількості етапів реформи, економічні стимули впровадження екологічних технологій не виникають протягом тривалого періоду через низьку ефективність відповідних інвестицій, а фінансовий результат ЕТПР виявляється негативним, у зв'язку з високою витратністю компенсаційного механізму. Таким чином, кількість етапів реформи об'єктивно не може диктуватися лише необхідністю мінімізації втрат економічного прибутку суб'єктів підприємництва внаслідок зміни ставок оподаткування. Однак цим принципом необхідно керуватися на початковій стадії, коли більше 40% підприємств вкрай обмежені в фінансових ресурсах через майже хронічну збитковість, середньозважена вартість капіталу

виключно висока, а різниця в рівнях екологічності виробництва, навіть внутрішньогалузева, не може бути швидко подолана.

У подальшому, за умови нормалізації фінансових індикаторів, доцільним стає інший підхід до реалізації ЕТПР. Він полягає у встановленні середньострокового інтервалу підвищення ставок екологічного податку до рівня, що забезпечує прийнятний для підприємств термін окупності природоохоронних інвестицій (наприклад, 5 років), та у визначенні оптимальної динаміки розмірів оподаткування протягом даного періоду. При цьому теоретично можливо застосування рівномірної, регресивної та прогресивної шкали підвищення ставок екологічного податку. Якщо виходити із узгодженого періоду підняття ставок екологічного податку та однакових сум компенсації, оптимальною для суб'єктів підприємництва виявляється прогресивна шкала. Такий висновок пояснюється наступними причинами. По перше, вигідніше інвестувати кошти в природоохоронні технології тоді, коли термін окупності менше, а точніше наближається до значень, що відповідають корпоративним нормативам економічної ефективності капіталовкладень. За існуючих ставок, як уже зазначалося, рішення щодо інвестицій в екологічні проекти, за виключенням спрямованих на зниження ризиків аварійності об'єктів (наприклад, очисних споруд), зазвичай, приймаються всупереч критерію економічної доцільності.

По друге, закономірністю економічного розвитку країн, що розвиваються, за умов послідовного проведення ринкових реформ та збалансованої фінансової політики, є поступове, звичайно не прямолінійне, зменшення середньозваженої вартості капіталу. Отже, за ставок екологічного податку, які не забезпечують економічну ефективність природоохоронних інвестицій, втрати економічного прибутку підприємств, які є об'єктами інвестування, мають скорочуватися в перспективі через відповідне зменшення WACC. На решті, прогресивна шкала надає можливість поступового накопичення ресурсів для масштабної модернізації виробництва, з врахуванням екологічного аспекту, на основі

реалізації стратегії оптимального використання внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування.

Характерною відмінною рисою будь-якого фінансового механізму сталого розвитку, зокрема податкового, є його спрямованість на забезпечення збалансованості економічних, екологічних і соціальних результатів діяльності підприємств. З огляду на це, стимулювання реалізації заходів щодо зменшення промислового забруднення не може бути самоціллю. Звичайно, певний баланс орієнтирів закладено у самому змісті ЕТПР. Проте, важливо дотримуватися його і в процесі надання зазначених вище пільг з компенсації кредитів та фінансування цільових проектів екологічної модернізації виробництв із спецфонду Держбюджету. З цією метою, доцільно поставити застосування указаних інструментів стимулювання корпоративної природоохоронної діяльності в залежність від виконання умови щодо співвідношення фактичного розміру середньої заробітної плати на підприємстві та її мінімального рівня, встановленого законодавством. Ефективність ЕТПР залежить від наявності економічних передумов реформи та консенсусу в бізнес-середовищі щодо кількості і тривалості етапів її проведення. Важливо аби механізм визначення термінів і етапів реформування створювався на основі широкого обговорення в підприємницькому середовищі та уявляв собою угоду між державою і бізнесом, а не акт прямого адміністрування. Аргументація на користь такого підходу впливає із міжнародної практики економічних реформ і була надана у підрозділі 3.1.

Дослідження впливу податкових і прирівняних до них механізмів на фінансові показники та адаптаційні стратегії суб'єктів підприємництва сьогодні не можуть вважатися повними, якщо вони не торкаються процесу упровадження системи торгівлі квотами на викиди CO₂ та інших парникових газів (далі за текстом – СТК). Досвід Європейського Союзу дає приклади побудови трьох основних типів такої системи. Звичайно, кожен з них має потенціал певних модифікацій. Перший варіант СТК передбачає первісний безкоштовний розподіл дозволів на викиди парникових газів та подальше

зменшення їхньої загальної кількості. Такий принцип було покладено в основу європейської системи торгівлі квотами EU ETS на першому етапі її впровадження. Він не являє собою альтернативу екологічним платежам, адже безпосередньо не впливає на загальну суму податкових надходжень. Втім його застосування генерує перерозподіл фінансових коштів між підприємствами в процесі купівлі та продажу ними відповідних квот.

Серйозним недоліком цього типу СТК є те, що при цьому суб'єкти господарювання з гіршими показниками забруднення довкілля отримують істотні переваги. Добре відомо, що досягти рівновеликого екологічного ефекту, за однакових інших умов, тим легше, чим вище вихідна величина викидів парникових газів у розрахунку на одиницю певного вартісного показника обсягів виробництва продукції. Отже, за безкоштовного розподілу дозволів у відповідності з досягнутим рівнем забруднення продавцями квот, зекономлених шляхом реалізації природоохоронних заходів, з високою ймовірністю можуть стати далеко не кращі в екологічному плані підприємства. Таким чином, СТК першого типу не є оптимальною. Цей висновок доведено і практикою країн Євросоюзу. З 2013 року EU ETS функціонує на принципах аукціонної форми реалізації квот.

Тип СТК, що взагалі не передбачає безкоштовного розподілу дозвільних сертифікатів, може вважатися альтернативою екологічному податку. Аукціонна ціна передусім залежить від пропозиції квот і величини її періодичного зниження. Наприклад, протягом третього торгівельного періоду EU ETS, який розпочався в 2013 р., пропозиція квот щорічно скорочується на 1,74% від кількості дозвільних сертифікатів, що видавалися в середньому за рік протягом 2008р. – 2012 р. Попит на квоти, як другий фактор формування їх ринкової ціни, визначається економічною ефективністю реалізації корпоративних природоохоронних заходів, стратегічними планами щодо обсягів виробництва та розміром штрафних санкцій за несанкціоноване забруднення довкілля. Останній мусить значно перевищувати ціну отримання дозволів, інакше стимулююча функція СТК зводиться нанівець.

За акційної форми СТК вартість придбання дозволу на одиницю забруднення мусить наближатися до граничних капітальних витрат для досягнення еквівалентного результату шляхом реалізації екологічних заходів із розрахунку на рік, виходячи з прийнятного для бізнесу терміну окупності інвестицій. Зважаючи на те, що ставки екологічного податку в Україні, визначені ПКУ, є значно меншими, наслідки його заміни системою торгівлі квотами цього типу, в частині яка стосується викидів двоокису вуглецю та інших парникових газів, будуть рівносильними розглянутим вище для випадку одноетапної ЕТПР. Не менш серйозним аргументом, підтверджуючим несвоєчасність упровадження аукціонної форми СТК за сучасних умов, є зменшення конкурентоспроможності її учасників відносно аналогічних компаній в країнах, де вона не застосовується.

Оптимальним варіантом видається СТК, побудована за принципом бенчмаркінгу. Його покладено в основу EU ETS на третьому етапі її функціонування, тобто з 2013 року. При цьому, оцінюються середні викиди двоокису вуглецю та деяких інших парникових газів на виробництво одиниці кожного виду продукції за даними 10% найбільш екологічних об'єктів європейського Союзу. Таким чином розраховується питомий норматив забруднення (*benchmark*). Методологія бенчмаркінгу, в такому варіанті, не передбачає жодної диференціації об'єктів за ознакою їхніх розмірів, географічного розташування, технологічних особливостей та типів пального, що використовується у виробничих процесах. Квоти на викиди парникових газів у межах нормативів розподіляються безкоштовно. Дозволи на додаткове забруднення мусять придбаватися на умовах аукціонних торгів. Альтернативою є впровадження екологічних заходів для скорочення обсягу викидів до нормативних значень. В ЄС частку безкоштовних квот збільшено для промислових галузей, що є суб'єктами міжнародної конкуренції за межами Євросоюзу, де не застосовується аналогічне природоохоронне законодавство. Задіяні також механізми жорстких фінансових санкцій за підприємницьку

діяльність без одержання сертифікатів на викиди парникових газів і біржового ринку торгівлі відповідними дозволами.

Використання цього типу СТК не може супроводжуватися скасуванням екологічного податку, адже переважна частка квот розподіляється безкоштовно, тобто не дає надходжень до бюджету. Проте фіскальне навантаження на більшість підприємств зростає в міру невідповідності технологій, що використовуються ними, сучасному рівню екологічності. Певного пом'якшення такого наслідку застосування СТК можна досягти, залишаючи суб'єктам підприємництва суми коштів, витрачені на придбання квот, за умови їх цільового спрямування на фінансування корпоративних природоохоронних заходів, а також зниження викидів парникових газів до нормативних значень. Такий підхід застосовано при створенні британської системи торгівлі дозволами на викиди двоокису вуглецю.

Важливим критерієм ефективності СТК є висока пропозиція невикористаних дозвільних сертифікатів з боку підприємств, які спромоглися перевершити встановлені стандарти. Це має місце, тільки якщо сума економії на екологічному податку та виручки від продажу незадіяних квот забезпечить окупність екологічних інвестицій протягом прийняттого для інвесторів терміну. Отже, чим нижче ставки екологічного податку, тим більше мусить бути ціна дозвільних сертифікатів на вторинному ринку. Утім їхня висока вартість, особливо за умови її непрогнозованого зростання, є значно більшим фінансовим тягарем, ніж певні диспропорції внаслідок фіскально нейтральної ЕТПР. За великої ціни дозвільних сертифікатів різко зростають фінансові витрати їх покупців (ІВ) у формулі (3.2), що призводить до падіння значень $НОРАТ$, економічного прибутку і рентабельності, а згодом, до погіршення показників ліквідності та структури капіталу. Це, у свою чергу, сприяє збільшенню величин $K_{ПК}$ і K_{BK} та, відповідно, $WACC$ (формула (3.3)). Природно така ланцюжкова реакція призводить до наступного скорочення економічного прибутку. Аналогічні наслідки спостерігатимуться за наявності істотної диференціації підприємств за ознакою рівня екологічності виробництв.

У цьому випадку роль фактору зростання фінансових витрат виграватиме і масштабність кількості квот, котрі необхідно придбати на аукціонних торгах основним забруднювачам довкілля. Таким чином, з огляду на те, що СТК є за суттю стимулюючим, а не фіскальним механізмом, вона потребує забезпечення двох умов: рівень екологічних платежів є достатнім для забезпечення економічної ефективності «зелених інвестицій»; різниця між підприємствами в площині впливу їхньої виробничої діяльності на навколишнє середовище є некритичною з точки зору її наслідків для економічного прибутку в умовах аукціонного продажу квот на понаднормативні викиди парникових газів.

Варто підкреслити, що сьогодні в Україні ці умови відсутні. Вони можуть і мусять бути створені в процесі проведення науково обґрунтованої ЕТПР. Лише після цього буде корисним запровадження СТК третього типу. Її аналогічність EU ETS сприятиме їх подальшому об'єднанню, що повністю відповідає цілям євроінтеграційної стратегії України. Додатковим аргументом на користь поетапного розвитку податкових і прирівняних до них стимулів є поки що інша, на відміну від Європейського Союзу, ситуація з виконанням зобов'язань згідно Кіотського протоколу. В силу відомих причин, українська промисловість ще має певні резерви екстенсивного розвитку на базі існуючих технологій до досягнення рівню 1990 року за обсягами викидів парникових газів.

Отже зменшення кількості дозвільних сертифікатів на забруднення довкілля, в рамках функціонування СТК, обумовлюватиметься не міжнародними зобов'язаннями, а національною програмою охорони навколишнього середовища. Її практична реалізація потребує створення дієвої концепції сталого розвитку та певної зрілості інституціональних факторів, які якщо не унеможливлують, то принаймні суттєво обмежують прояви корпоративної соціальної безвідповідальності. Виключно важливим критерієм ефективності ЕТПР та СТК є їхня спроможність запустити недержавні фінансові механізми екологічного і соціального корпоративного розвитку, а саме кредитний, страховий та інвестиційний. Без розв'язання цієї задачі податкові реформи здебільшого призводять лише до зростання фіскального навантаження на

бізнес. У контексті даної проблематики слід звернути увагу на комплекс взаємовідносин і взаємозв'язків стратегічних рішень щодо побудови податкових стимулів та відповідних реакцій з боку суб'єктів фінансової системи.

Сутність ЕТПР полягає не просто в переносі податкових акцентів з оплати праці на наслідки виробничої діяльності для довкілля. В ході її проведення необхідно досягти достатньої чутливості фінансових результатів підприємств до зміни рівня екологічності продукції, яка випускається, технологічних процесів, що при цьому застосовуються, а також до поліпшення корпоративних соціальних стандартів. У такому разі, інвестиції в корпоративну природоохоронну діяльність та заходи щодо підвищення рівня оплати праці та збільшення кількості робочих місць забезпечать покращення показників рентабельності, фінансової стійкості, ліквідності та конкурентні переваги, зокрема за критерієм кредитоспроможності. Показники фінансового стану підприємства стануть, у певній мірі, похідними від рівня індикаторів корпоративного сталого розвитку, наприклад відношення заробітної плати до середньогалузевої, питомої величини викидів парникових газів у порівнянні з конкурентами тощо. Це означає подолання порогу чутливості системи фінансових механізмів до зовнішніх керуючих впливів, виходу її з рівноважного стану, притаманного бізнес-центричній моделі розвитку та високу ймовірність генерації процесів самоорганізації системи на якісно нових принципах.

Зв'язок фінансового стану позичальника-юридичної особи з випереджальними індикаторами корпоративних екологічних і соціальних стандартів об'єктивно призведе до їх урахування банками в процесі оцінки його кредитоспроможності. Отже запрацює кредитний механізм сталого розвитку. Реальна компенсація шкоди, заподіяної довкіллю за принципом «забруднювач платить» спроможна запуснути механізм екологічного страхування. Звичайно, для запобігання ухиленню від штрафних санкцій необхідна також певна зрілість інституціонального середовища. Для вітчизняної економіки, зважаючи

на масштаби її тінізації, привабливим соціальним результатом ЕТПР є не стільки зростання зайнятості населення, скільки підвищення корпоративних стандартів оплати праці. Істотний підйом рівня середньої заробітної плати відносно прожиткового мінімуму закладає умови для розвитку недержавного пенсійного страхування. Сучасні дослідження доводять, що одним із пріоритетів у процесі вибору об'єктів інвестування недержавними пенсійними фондами розвинутих країн, є рівень корпоративної соціальної відповідальності емітентів цінних паперів [233]¹⁴. Це свідчить про важливе місце указаних фондів в ряду суб'єктів фінансового механізму формування підприємствами стратегій сталого розвитку.

Запровадження ЕТПР і системи торгівлі квотами на викиди парникових газів викликає необхідність здійснення значних інвестицій у технологічне переобладнання підприємств відповідно до сучасних стандартів ефективності енергоспоживання та екологічності. Як наслідок, виникає потреба у поповненні власного капіталу за рахунок крупномасштабних емісій акцій. Це, у свою чергу, вимагає наявності певних умов, серед яких не останнє місце належить обґрунтованій дивідендній політиці та захисту прав акціонерів, зокрема у процесі визначення курсу емісії цінних паперів. Сьогодні практика корпоративного управління в Україні є дуже далекою від вирішення таких задач (див. розділ 4). Надзвичайно високий рівень концентрації капіталу в руках двох – трьох, не рідко афільованих власників, велика кількість не організованих і не захищених дрібних акціонерів, використання способів ухилення від вимог законодавства щодо визначення курсу емісії акцій і виплати дивідендів, низькі ліквідність і ринковий курс цінних паперів – все це об'єднані причино-наслідковими зв'язками ланцюжки проблем, що гальмують залучення капіталу в необхідних обсягах. Податкова реформа екологічного і соціального спрямування має привернути увагу менеджменту та співвласників акціонерних товариств до цих проблем інвестиційного забезпечення. Їх розв'язання створює

¹⁴ Результати цього дослідження не стосуються інвестиційної політики пенсійних фондів на ринках цінних паперів за межами країни їхньої реєстрації.

передумови виходу на ринок фондів соціального інвестування та формування ефективного інвестиційного механізму корпоративного сталого розвитку.

Підняття ставок екологічного податку до рівня, що забезпечує прийнятний для суб'єктів підприємництва термін окупності корпоративних інвестицій в охорону довкілля є каталізатором запуску зазначених вище недержавних фінансових механізмів сталого розвитку, адже в іншому разі відсутня економічна мотивація такої діяльності (*NOPAT* у рівнянні (3.2) моделі *EP* зростає менше, ніж добуток величини відповідних додаткових асигнувань на середньозважену вартість капіталу). Проте, чи достатньо податкових стимулів, навіть за наявності джерел фінансування та вагомих штрафних санкцій за понадлімітне забруднення навколишнього середовища? Чи завжди факт виникнення економічного інтересу до конкурентних переваг на екологічному і соціальному напрямках корпоративної діяльності забезпечує у підсумку орієнтацію кредитних та інвестиційних інститутів на показники сталого розвитку?

Для відповіді на ці питання звернемося знов до рівняння (3.2) у моделі *EP*. У підприємств з неекологічними технологіями, в результаті впровадження ЕТПР, з'являється потенціал компенсації втрат економічного прибутку, обумовлених збільшенням податкового навантаження, шляхом досягнення середньогалузевих показників викидів і скидів забруднюючих речовин та поводження з відходами. Його реалізація потребує значно менших витрат, ніж удосконалення кращих зразків корпоративної природоохоронної діяльності. Однак, вона може гальмуватися доступністю варіантів ухилення від відповідальності за недостовірне визначення податкової бази. Лідери, одержавши позитивний податковий ефект від ЕТПР, можуть утриматися від подальших інвестицій у екологічну та соціальні складові сталого розвитку, віддаючи перевагу іншим способам підвищення економічного прибутку. Ймовірність такого сценарію не змінюється і в результаті запровадження системи торгівлі квотами на викиди парникових газів, адже шлях зменшення кількості дозвільних сертифікатів для виробництв, що відповідають сучасним

стандартам екологічності, є завідомо не продуктивним. Очевидно, що фінансові стимули, притаманні механізмам ЕТПР та СТК, самі по собі, спроможні забезпечити радше зменшення диференціації підприємств за рівнем їх екологічних і соціальних показників, ніж систематичне підвищення галузевих стандартів. Для цього потрібна певна активність стейкхолдерів (неурядових, громадських організацій, промислових асоціацій, профспілок, об'єднань споживачів тощо) та сприйняття бізнес-середовищем принципів корпоративної соціальної відповідальності. Саме ці інституціональні фактори спроможні забезпечити вектор сталого розвитку, звичайно, за наявності його фінансових передумов.

Якщо вплив стейкхолдерів та інших інституціональних чинників на суб'єкти підприємництва залишається несуттєвим, існує достатня ймовірність, що ефект податкової реформи зведеться до усереднення значень показників корпоративної екологічної та соціальної діяльності. В такому разі, задача активізації недержавних фінансових механізмів стає проблематичною, бо указані показники не перетворюються на індикатори перспективної зміни фінансового стану підприємств. Іншими словами, вони не характеризують кредитоспроможність позичальників, інвестиційну привабливість емітентів цінних паперів або ризику діяльності клієнтів страхових компаній.

Вплив інституціональних чинників на корпоративну екологічну та соціальну діяльність не є одностороннім. У реальності мають місце їх взаємозв'язок і взаємодія, котрі посилюються ефективністю фінансових механізмів сталого розвитку та зростанням зрілості інституціонального середовища. Важко, наприклад, очікувати, що споживачі обиратимуть товар з огляду на рівень корпоративної соціальної відповідальності виробника, якщо в країні практично відсутні економічні стимули та прояви корпоративного сталого розвитку. Марно сподіватися на велику ефективність роботи громадських екологічних організацій, коли впровадження технологій, що зменшують викиди та скиди забруднюючих речовин лише погіршують фінансові результати підприємств. Обґрунтована податкова реформа, виводячи досягнення у корпоративному

сталому розвитку на рівень конкурентних переваг, викликає відповідну реакцію стейкхолдерів і створює імпульс переосмислення ролі соціальної відповідальності у бізнес-середовищі. Справедливість цієї тези переконливо доводить досвід країн з соціально-ринковою економікою. Наприклад, дослідження підприємств промисловості США показують, що відношення найманих працівників до компанії-роботодавця, залежить не лише від її фінансової стійкості та рівня заробітної плати, але і від результатів корпоративної екологічної діяльності та співробітництва з місцевою громадою [234]. Іншими словами, результати праці персоналу підприємств, певною мірою, визначаються рівнем корпоративної стійкості.

Зміщення фіскального навантаження на негативні екстерналії виробничої діяльності потребує потужних джерел фінансування природоохоронних заходів і, водночас, відкриває перспективи підвищення корпоративних соціальних стандартів. Звідси випливає необхідність низки корегувань державної цінової та кредитної політики (поширення сфери застосування «зеленого тарифу», часткова компенсація вартості позикового капіталу тощо), а також проведення бюджетної реформи з метою забезпечення цільового характеру використання надходжень від екологічного податку. Позитивний ефект буде досягнуто, якщо в результаті запрацюють недержавні фінансові механізми сталого розвитку: кредитний, інвестиційний та страховий. Сама податкова реформа, що розглядається в якості першого етапу системних перетворень, не може бути розпочата без наявності належних умов, котрі стосуються певної зрілості інституційного середовища та достатньої рентабельності підприємств.

3.3. Роль механізму кредитування підприємств у реалізації концепції сталого розвитку.

У теперішній час кредитний механізм сталого розвитку поступово формується через цільове банківське фінансування корпоративних проєктів екологічного й соціального характеру, через часткову компенсацію витрат

позичальників, пов'язаних зі сплатою відсотків за користування кредитами, залученими для реалізації указаних проектів, та шляхом урахування Принципів Екватору щодо оцінки проектних ризиків. У контексті сталого розвитку, правова база здешевлення кредитів за рахунок коштів Державного бюджету дотепер стосується лише заходів з енергозбереження [235]. Такі заходи забезпечують як економію витрат, так і екологічний ефект. Утім практична реалізація компенсаційного механізму здешевлення кредитів відкладається через відсутність відповідного бюджетного фінансування.

Фінансові організації, які керуються принципами Екватору (Організації *EPFI*), здійснюють проектне кредитування лише за умови об'єктивної оцінки екологічних і соціальних ризиків, а також розробки та реалізації заходів щодо їх мінімізації [236]. Проте, Організації *EPFI* кредитують проекти, за якими капітальні витрати становлять не менше 10 млн. доларів США та оцінюють потенційні небезпеки для довкілля та місцевих громад. Визначення їх зворотного зв'язку з корпоративною стійкістю позичальників не регламентується принципами Екватору. Утім, виходячи з концепції сталого розвитку (підрозділ 1.1.), така задача має вирішуватися в рамках оцінки кредитоспроможності позичальників.

Надійні методи оцінки кредитоспроможності підприємств є ефективним інструментом зменшення ризиків банків та оптимізації умов одержання позикових коштів суб'єктами господарювання. Процеси євроінтеграції, макроекономічні трансформації, зміни в інституціональному середовищі впливають на конкурентні позиції організацій, їх фінансовий стан, перспективи розвитку та стратегічні цілі. Як наслідок, з'являється необхідність аналізу та перегляду методологічних підходів до оцінки кредитоспроможності підприємств на основі врахування динаміки факторів, що її формують. Досвід країн Європейського союзу переконливо доводить, що вельми істотним чинником, що визначає фінансові перспективи суб'єктів господарювання, а отже і вартість позикового капіталу, поступово стає їхня спроможність забезпечити корпоративний сталий розвиток, тобто збалансований розвиток в

економічному, екологічному та соціальному вимірах. На його основі досягається певний рівень корпоративної стійкості (*corporate sustainability*).

Сучасні методологічні підходи до оцінки кредитоспроможності позичальників сформувались завдяки працям Е. Бріггема, Л. Гапенські, П. Роуза, Дж. Сінкі, І. Бланка, Ю. Бугель, Н. Бунге, В. Вітлінського, О. Дзюблюка, А. Єпіфанова, Н. Клебанової, О. Криклій, В. Лагутіна, А. Мороза, Н. Маслак, О. Пернарівського, М. Савлука, В. Сусіденка, Я. Чайковського та інших науковців. В останніх публікаціях результатів досліджень даної проблеми пропонується розширити склад показників оцінки фінансового стану позичальника; наголошується на важливості аналізу його грошових потоків [237] та прогнозу зміни фінансових критеріїв [238]; обґрунтовується доцільність комплексної експрес-діагностики кредитоспроможності підприємств з урахуванням виду економічної діяльності [239] та застосування удосконаленої моделі визначення коефіцієнта платоспроможності [240]. Важливими у методологічній і практичній площині є дослідження щодо інтегральної оцінки фінансового стану позичальника на основі розрахунку показника покриття боргу та аналізу якісних критеріїв [241].

Проте, так чи інакше, пропозиції стосуються удосконалення методів оцінки кредитоспроможності підприємств-позичальників на основі, передусім, показників їх фінансового стану. Поза увагою залишаються випереджальні індикатори. Серед останніх, з огляду на світові та передусім європейські тенденції, все більш важливе значення набувають критерії корпоративного сталого розвитку. Це обумовлює актуальність задачі обґрунтування методології прогнозування кредитоспроможності суб'єктів господарювання на основі визначення впливу на неї процесів формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку.

У процесі дослідження було проаналізовано критерії оцінки кредитоспроможності позичальників, які застосовуються в практичній діяльності одинадцяти банків України, відповідно до внутрішніх положень про кредитування клієнтів корпоративного бізнесу. Вибірку об'єктів дослідження

було сформовано за принципом забезпечення представництва банків, що мають різний рейтинг та орієнтовані на неоднорідні сегменти ринку фінансових послуг. До неї увійшли: АБ «Укргазбанк», АТ «БМ Банк», АТ «Імексбанк», АТ «Златобанк», АТ «Сбербанк Росії», ПАТ «Банк Форум», ПАТ «ВТБ Банк», ПАТ КБ «Південкомбанк» ПАТ «Марфін Банк», ПАТ «Укрінбанк», «Укрексімбанк». Результати аналізу показали, що висновки, щодо кредитоспроможності суб'єктів господарювання робляться, передусім на основі даних фінансової звітності суб'єктів господарювання.

Це цілком узгоджується з чинним підходом Національного банку України, щодо формування та використання банками резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями [242]. Він, зокрема, передбачає визначення класу підприємства-позичальника, з дев'яти можливих, у залежності від значення інтегрального показника його фінансового стану, яке розраховується із застосуванням багатофакторної дискримінантної моделі. Параметри моделі відображають вагомість і розрядність її показників та підлягають щорічному перегляду на підставі даних фінансової звітності позичальників. Складові моделі залежать від виду економічної діяльності та масштабу бізнесу.

До фінансових коефіцієнтів, що використовуються для розрахунку інтегрального показника належать показники ліквідності (третього ступеня та проміжний коефіцієнт покриття), коефіцієнти фінансової незалежності, покриття необоротних активів власним капіталом, рентабельності власного капіталу, оборотності кредиторської заборгованості, рентабельності активів за чистим прибутком, рентабельності продажу за фінансовими результатами від операційної діяльності (ЕВІТ), від звичайної діяльності (ЕВІТДА) та результатами до оподаткування, рентабельності активів за чистим прибутком, оборотності оборотних активів, а також коефіцієнти оборотності позичкового капіталу за фінансовими результатами від звичайної діяльності (ЕВІТДА) та за фінансовими результатами до оподаткування. Всі ці коефіцієнти

розраховуються за даними фінансової звітності підприємств-позичальників за попередні періоди.

Відповідно до пункту 2.12. Положення НБУ щодо формування та використання банками резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями показник ризику за кредитом встановлюється з урахуванням динаміки фактичних значень інтегрального показника кредитоспроможності, коефіцієнта покриття боргу, якості менеджменту, ринків збуту, факту надання бізнес-плану, рейтингів боржника (за їх наявності) «та інших подій та обставин, що можуть вплинути на своєчасність і повноту погашення боргу» [242]. Отже, формалізується тільки оцінка кредитоспроможності на основі фінансових показників, які за своєю природою, характеризують стан справ з певним запізненням. Випереджальні індикатори не конкретизуються та взагалі не йдеться про застосування критеріїв корпоративного сталого розвитку. Підхід НБУ до визначення кредитоспроможності підприємств-позичальників і відповідна банківська практика віддзеркалюють сучасний початковий рівень формування фінансових механізмів корпоративного розвитку в екологічному й соціальному вимірах та конче слабку реакцію інституціонального середовища на факти ухилення від вимог чинного законодавства у цій царині. Як доведено в підрозділі 2.1, гострі екологічні та соціальні проблеми держави і суспільства, за сучасних умов, не трансформуються у ризики діяльності підприємств, які конкурують у суто економічній площині.

Проте, процес євроінтеграції України передбачає приведення законодавства у відповідність до правових норм ЄС, зокрема у сферах соціальних відносин і охорони довкілля та кардинальні перетворення в інституціональному середовищі. Це призведе до виникнення істотної залежності між рівнем кредитних ризиків і результатами корпоративної екологічної та соціальної діяльності, які поступово набуватимуть ознак випереджальних індикаторів платоспроможності суб'єктів господарювання в середньостроковій перспективі. Іншими словами, з'являться об'єктивні умови для формування кредитного

механізму сталого розвитку. Створення такого механізму означає перехід у нову стадію взаємовідносин між банками-кредиторами та клієнтами – юридичними особами. При цьому низький рівень корпоративних екологічних і соціальних стандартів трансформується у кредитні ризики, а їх вплив на вартість позикового капіталу, зі свого боку, стимулює суб'єкти господарювання до розробки та реалізації стратегій збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Важливим у цій площині є часовий аспект зазначених перетворень. Звичайно, він залежить від темпів здійснення економічних реформ, передусім у сфері податкової системи (запровадження еколого-трудоваї податкової реформи тощо).

Проте вже сьогодні недалекоглядно недооцінювати можливість істотного зниження рівня кредитоспроможності підприємств, які використовують застарілі технології, що призводить чи може призвести до понаднормативних викидів забруднюючих речовин у атмосферне повітря (скидів у водні об'єкти), а також нехтують природоохоронними заходами та/ або не забезпечують, навіть, середній у галузі рівень заробітної плати й належні умови праці. Ймовірність ухилення від компенсації шкоди навколишньому середовищу має тенденцію до зменшення, пожвавлення загальної кон'юнктури ринку може раптом викликати перехід ключових працівників на підприємства конкурентів, погіршення стосунків з місцевою громадою – призвести до повної зупинки виробництва згідно судового рішення. Всі ці ризики жодним чином не знаходять відображення у даних фінансової звітності за попередні періоди та відповідних фінансових показниках.

Аналіз внутрішніх банківських положень про кредитування виявив певні потенційні можливості оцінки ризиків, пов'язаних з низькими корпоративними екологічними та соціальними стандартами. Передусім, це стосується основних засад кредитної політики, що декларуються банками, зазначеними вище. Так, у «Положенні про кредитну політику ПАТ «Південкомбанк» указується, що він формує свою методологічну базу щодо визначення кредито - та платоспроможності позичальника на підставі документації, що узагальнює

інформацію про клієнта, зокрема про його кадровий потенціал. Проте, не розкривається механізм взаємодії рівня корпоративних соціальних стандартів із критеріями якості кадрового потенціалу. Зазвичай в практичній роботі це питання зводиться до з'ясування якості менеджменту клієнта (професійний рівень керівників, їхній вік та стаж роботи, досвід роботи на адміністративних посадах). У «Положенні про надання кредитів юридичним особам в системі АТ «Імексбанк» серед найбільш важливих задач аналізу документів позичальника зазначалася оцінка його здатності вести діяльність з урахуванням чинників, що впливають на його фінансовий стан, зокрема, податкової політики. Таким чином, виходячи з букви цього документу, працівники банку повинні відслідковувати потенційний вплив формування податкового механізму сталого розвитку на кредитоспроможність підприємств-позичальників. Утім, жоден із досліджуваних банків не запропонував методів вирішення такої задачі.

В інструктивних документах деяких банків містяться положення, спрямовані на подолання статичного підходу до оцінки кредитоспроможності позичальників – юридичних осіб, що ґрунтується на узагальнені даних фінансової звітності. Наприклад, у ПАТ «Марфін Банк» кредитні ризики оцінюються на основі комплексної системи *CAMPARI* [243]. Вона уявляє собою послідовний аналіз репутації клієнта (*character*), його можливостей (*ability*), активів (*means*), цілей (*purpose*), потреби в позикових коштах (*amount*), джерел та умов погашення кредиту (*repayment*), а також гарантій і забезпечення (*insuring / collateral*). У структуру елементів системи *CAMPARI* входить оцінка перспективних тенденцій галузі та майбутньої фінансової стабільності позичальника. Отже, органічним для даного методичного підходу є дослідження трансформацій фінансових механізмів, принаймні, у середньостроковій перспективі і застосування випереджальних індикаторів. На жаль, поки на практиці потенціал системи використовується лише частково, а саме для прогнозування економічних факторів. Методи оцінки фінансових вигод і ризиків від будь-яких макроекономічних, галузевих або корпоративних зрушень у екологічному і соціальному вимірах досі не розроблені та не

формалізовані. Взагалі в нормативних документах банків, що були об'єктом дослідження, інформація щодо проблем корпоративного сталого розвитку безпосередньо згадуються лише в рекомендаціях клієнтам щодо складання бізнес-планів [244]. Проте, вимоги до її розкриття жодним чином не конкретизуються в інструктивних документах банків, надання бізнес-планів для розгляду кредитних заяв не завжди є обов'язковим, а їх структура носить лише рекомендаційний характер.

Нарешті зазначимо, що у банківських внутрішніх інструктивних документах сформульовані задачі щодо виявлення поточних ризиків, які ще не знайшли відображення у даних фінансової звітності. Їх вирішення покладено на служби ризик-менеджменту та банківської безпеки. Наприклад, згідно Положення про кредитування юридичних осіб сегменту корпоративного бізнесу в ПАТ «Укргазбанк», працівник підрозділу ризик-менеджменту має виконати стрестестування техніко-економічного обґрунтування або бізнес-плану кредитного проекту, а також одержати та проаналізувати інформацію з Єдиного державного реєстру судових рішень України, що стосується позичальника та його поручителя. Положення про кредитування юридичних осіб у ПАТ «Укрінбанк» зобов'язує аналітичний відділ Департаменту безпеки у висновку щодо ділової репутації позичальника та поручителя звітувати про результати перевірки відповідності діяльності цих суб'єктів господарювання вимогам чинного законодавства та факти виявлення ознак виникнення у них проблем фінансового, виробничого чи іншого характеру, що можуть вплинути на кредитоспроможність.

В оптимальному варіанті, служби ризик-менеджменту та банківської безпеки мають, в результаті виконання зазначених функцій, не лише встановити факти порушення клієнтом норм природоохоронного законодавства, ризики негативного ставлення до них місцевої громади, позовні суми компенсації шкоди, заподіяної навколишньому середовищу, загрози істотної плінності кадрів, але і передбачити можливу мультиплікативну реакцію інституціонального середовища на понаднормативне забруднення довкілля, а

також інші відкладені наслідки корпоративної соціальної безвідповідальності. Проте, знов йдеться лише про потенційну можливість вирішення цієї задачі, ймовірність реалізації якої цілком залежить від рівня професіоналізму працівників відповідних банківських служб. Жодне із досліджених банківських положень про кредитування не містить опису конкретних процедур або алгоритму оцінки поточних ризиків, пов'язаних із низькими корпоративними екологічними та соціальними стандартами.

З метою достовірного та повного визначення кредитних ризиків необхідно встановити їх зв'язок з індикаторами корпоративного сталого розвитку, принаймні в середньостроковій перспективі. Теоретично базою вибору цих індикаторів може слугувати четверта версія Положення *GRI G4* щодо не фінансової звітності [91]. Однак, з огляду на те, що фінансові механізми сталого розвитку української економіки знаходяться ще на початковій стадії формування, доцільно звернути увагу на більш вузьку групу показників, які вже сьогодні мають суттєвий вплив на кредитоспроможність підприємств або впливатимуть на неї на першому етапі приведення законодавства у відповідність вимогам Європейського Союзу. Це, передусім, ті екологічні показники, що з певним випередженням сигналізують про очікуване погіршення фінансових результатів підприємства й окремі критерії, які характеризують корпоративні соціальні стандарти в аспекті рівня доходів персоналу та умов праці, а також проблем у взаємовідносинах з місцевою громадою.

Зважаючи на принцип повної компенсації шкоди, заподіяної довкіллю, дуже серйозне значення для формування коректного уявлення про кредитоспроможність позичальника – юридичної особи має інформація про суми санкцій за понадлімітні викиди та скиди забруднюючих речовин, оплата яких ще не відбулася або не знайшла відображення в даних фінансової звітності, що надані банку разом з кредитною заявою. Пов'язаними показниками є наявність судових позовів щодо забруднення довкілля та

понадлімітних викидів забруднюючих речовин у атмосферне повітря та скидів у водні об'єкти.

В процесі реалізації у національному законодавстві принципів оподаткування, прийнятих в Європейському Союзі, суттєво зростатиме вплив екологічного податку на фінансові результати суб'єктів господарювання. Отже, посилюватиметься зв'язок з кредитними ризиками таких індикаторів, як «частка екологічного податку в операційних витратах» і «витрати на утилізацію відходів із розрахунку на гривню реалізованої продукції». Про наявність у позичальника цілеспрямованої стратегії адаптації до формування податкового механізму сталого розвитку можуть свідчити дані його бізнес-плану щодо економічного ефекту від запровадження енергозберігаючих технологій та заходів, спрямованих на зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин у процесі виробничої діяльності, а також від підвищення корпоративних стандартів поводження з відходами.

Індикаторами корпоративного сталого розвитку у соціальному вимірі, найбільш актуальними сьогодні або в найближчій перспективі, з огляду на їх вплив на кредитоспроможність позичальників – юридичних осіб, є відхилення середньої заробітної плати від середньогалузевого рівня, коефіцієнт плинності кадрів, економічний ефект запланованих заходів із поліпшення умов праці. Такий висновок пояснюється тим, що зазначені індикатори є випереджальними щодо фінансових показників, а конче низький рівень корпоративних соціальних стандартів багатьох українських підприємств обумовлює високий ризик відповідних негативних наслідків.

Все більш помітними, останнім часом, стають і ризики погіршення взаємовідносин суб'єктів господарювання з місцевими громадами. Передусім вони обумовлюються негативним ставленням громадськості до низького рівня екологічної безпеки, до нехтування інвестиціями у програми зменшення промислового забруднення та непрозорого відчуження земельних ділянок комунальної власності. Наслідками погіршення відносин із місцевою громадою можуть бути судові процеси, штрафні санкції та, навіть, тимчасове

призупинення виробництва. Так чи інакше, це негативно впливає на фінансові результати суб'єкта господарювання, отже і його кредитоспроможність. Таким чином, складовою аналізу доцільності задоволення кредитної заявки має стати також дослідження інформації щодо проблем у взаємовідносинах позичальника з місцевою громадою.

Сьогодні при аналізі факторів, що можуть вплинути на кредитоспроможність акціонерних товариств, не приділяється уваги ризикам пов'язаним з корпоративною емісійною та дивідендною політикою. В умовах тривалої економічної кризи та нерозвинутого фондового ринку це, на перший погляд, видається логічно виправданим. З огляду на результати дослідження, надані в підрозділі 4.3, у певному сенсі доречно говорити про загальну невизначеність дивідендної політики в корпоративному секторі України, за виключенням банків, а також аграрних холдингів, що пройшли процедуру *IPO* на зарубіжних фондових біржах. Це не викликає негативної реакції фондового ринку, а отже і не генерує, начебто, відповідні фінансові ризики. Схожою виглядає і ситуація з емісійною політикою акціонерних товариств, яка не виходить, переважно, за межі задач тактичного поліпшення структури капіталу шляхом приватного розміщення акцій.

Утім, навіть застосування публічного розміщення акцій (на відміну від приватного) спроможне, за певних умов, кардинально збільшити інвестиційний потенціал емітентів та у подальшому істотно змінити їхні конкурентні позиції. Інвестиційно привабливі емітенти корпоративних прав одержують при цьому економічні переваги, а у неспроможних залучити необхідні кошти в процесі додаткового розміщення акцій виникають маркетингові та фінансові проблеми, що знаходять відображення в кредитних ризиках. Опосередкованим критерієм низької інвестиційної привабливості акціонерних товариств є сукупна концентрація в руках великих власників більше 75% капіталу, яка означає позбавлення інших акціонерів будь-якої можливості впливу на прийняття рішень загальними зборами товариства (підрозділ 4). Невизначеність принципів і методів дивідендної політики небезпечно не лише економічно невиправданим

зростанням капіталу та ймовірними корпоративними конфліктами з дрібними акціонерами. Очевидно, що за умови пом'якшення дії негативних факторів зовнішнього середовища можна очікувати розвитку вітчизняного фондового ринку та набуття їм ознак, характерних для більшості європейських країн. Йдеться, зокрема, про реакцію ринкового курсу акцій на величину нарахованих дивідендів, її динаміку та стабільність виплат. Зменшення ринкового курсу обмежує можливості поповнення капіталу, погіршує його структуру та призводить до виникнення кредитних ризиків у стратегічній перспективі.

Таким чином, для достовірного та повного визначення кредитних ризиків доцільно використовувати наступні випереджальні індикатори: наявність судових позовів через забруднення довкілля та суми пред'явлених санкцій; понадлімітні викиди забруднюючих речовин у атмосферне повітря та скиди у водні об'єкти; частка екологічного податку в операційних витратах; витрати на утилізацію відходів із розрахунку на гривню реалізованої продукції; економічний ефект від запровадження енергозберігаючих технологій та заходів, спрямованих на зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин у процесі виробничої діяльності, а також від підвищення корпоративних стандартів поводження з відходами; відхилення середньої заробітної плати від середньогалузевого рівня; коефіцієнт плинності кадрів; економічний ефект запланованих заходів з поліпшення умов праці; наявність проблем у взаємовідносинах підприємства - позичальника з місцевою громадою; сукупна концентрація капіталу в руках акціонерів з істотною участю; вид розміщення акцій; наявність або відсутність дивідендної політики, договорів добровільного екологічного страхування та корпоративних пенсійних програм.

Важливою умовою точності оцінки ризиків є комплексне використання зазначених індикаторів, адже вони характеризують різні виміри корпоративного сталого розвитку та не однакові механізми впливу на кредитоспроможність суб'єктів господарювання. Необхідно знайти відповідь на питання: як це зробити? Іншими словами обґрунтувати методичний підхід щодо поєднання випереджальних індикаторів між собою та фінансовими

показниками в процесі оцінки кредитоспроможності позичальників – юридичних осіб.

Позаяк банківська практика оцінки кредитоспроможності клієнтів базується переважно на діючих інструктивних положеннях НБУ до формування та використання резервів для відшкодування можливих втрат за активними операціями [242], логічно включити у склад змінних відповідних багатофакторних дискримінантних моделей розрахунку значення інтегрального показника також випереджальні індикатори. Проте реалізація такого підходу є передчасним у сьогоднішніх умовах конче слабкого зв'язку корпоративного розвитку в екологічному та соціальному вимірі з фінансовими результатами. Неefективність економічних стимулів та особливості інституціонального середовища, що надають можливість суб'єктам господарювання уникати санкцій за порушення природоохоронного і трудового законодавства, затримують реакцію показників фінансового стану та кредитоспроможності, як на незбалансованість корпоративного розвитку, так і на заходи щодо її подолання.

Більш того, використання екологічних і соціальних критеріїв, як показників указаних дискримінантних моделей, не є доцільним протягом реформування вітчизняного законодавства, з метою приведення його у відповідність до норм ЄС, та інтенсивного формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Такий висновок обумовлюється тим, що процес корегування параметрів моделі відбувається за результатами звітного періоду, а кредитоспроможність позичальника часто треба спрогнозувати на середньострокову перспективу. Протягом терміну кредитування, під впливом зміни фінансових механізмів, сформується інша кількісна, а за певних обставин і якісна, залежність інтегрального показника від рівня корпоративної стійкості. Звичайно, це матиме місце лише за умови активного реформування законодавства та інституціонального середовища в рамках реалізації концепції сталого розвитку.

Для запобігання ефекту часового лагу випереджальні екологічні та соціальні індикатори та їх вплив на кредитоспроможність доцільно аналізувати поза статистичних моделей доки не буде створено систему фінансових механізмів збалансованого розвитку суб'єктів господарювання. В подальшому, коли виникне стабільна, але принципово інша, ніж сьогодні, залежність між рівнем корпоративних екологічних і соціальних стандартів та фінансовими результатами, буде доречним говорити про включення випереджальних показників у структуру математичних моделей визначення інтегрального показника кредитоспроможності підприємств. У перехідний період принцип оцінювання зв'язку кредитоспроможності з індикаторами збалансованого розвитку має бути зазначений у внутрішніх банківських документах, що встановлюють засади кредитної політики, а його реалізацію доцільно проводити наступним чином. Передусім, необхідно формалізувати методи аналізу потенційного впливу формування податкового, інвестиційного, бюджетного та страхового механізмів корпоративного сталого розвитку, а також відповідних зрушень у бізнес-середовищі на кредитні ризики. Вони можуть бути включені у структуру елементів системи *CAMPARI* або інших систем оцінки кредитоспроможності підприємств – позичальників.

По-друге, служби ризик-менеджменту та банківської безпеки мають проводити стрес-тестування бізнес-плану кредитного проекту з врахуванням відхилень корпоративних екологічних і соціальних стандартів від рівня, безпечного для кредитоспроможності позичальника. На решті, ці банківські підрозділи повинні, на основі аналізу інформації із Єдиного державного реєстру судових рішень України та інших джерел, перевірити відповідність діяльності позичальника та його поручителів вимогам чинного законодавства, встановити факти порушення ними норм природоохоронного законодавства, оцінити ймовірні суми компенсації шкоди довкіллю та ризики негативної реакції місцевої громади, загрози трудових конфліктів і відкладені наслідки низьких корпоративних екологічних і соціальних стандартів.

3.4. Страховий механізм забезпечення корпоративної стійкості.

Поняття та теоретичні основи страхового механізму забезпечення корпоративної стійкості ще не одержали необхідного наукового обґрунтування. Страхування в контексті сталого розвитку сьогодні розглядається переважно або через призму реалізації принципів сталого страхування (*Principles for Sustainable Insurance*, скорочено *PSI*), що розроблені в рамках фінансової ініціативи ООН [245], або ототожнюється з суто екологічним страхуванням. Компанії, що приєдналися до вказаної ініціативи, мають керуватися в своїй діяльності принципами сталого страхування, а саме:

1. Враховувати екологічні, соціальні та управлінські аспекти в процесі прийняття рішень, які стосуються формування стратегії компанії, ризик-менеджменту й андеррайтингу, процесу розробки страхових продуктів і послуг.

2. Співпрацювати з клієнтами та бізнес-партнерами для підвищення обізнаності в екологічних, соціальних і управлінських питаннях, удосконалення ризик – менеджменту та прийняття оптимальних рішень.

3. Співпрацювати з урядами, регуляторами та іншими ключовими стейкхолдерами з метою реалізації суспільно значущих ініціатив, спрямованих на вирішення екологічних, соціальних та управлінських проблем. Зокрема йдеться про підтримку політичних і правових засад сталого розвитку та діалог з міжурядовими та неурядовими організаціями щодо експертизи системи управління ризиками, а також з освітянською та науковою спільнотами щодо просування наукових і освітніх програм із зазначених питань в контексті страхового бізнесу.

4. Регулярно, в повному обсязі розкривати публічно інформацію про прогрес, що досягнуто в імплементації зазначених принципів.

Чи коректно ототожнювати стале страхування, тобто таке, що здійснюється у відповідності із зазначеними принципами, зі страховим механізмом забезпечення корпоративної стійкості? Звичайно обидва поняття характеризують страхування, що якісно відрізняється від класичного варіанту,

зорієнтованого лише на результати в економічному вимірі. Проте, виходячи з наведеного у підрозділі 1.3. аналізу сутності фінансового механізму, важливо звернути увагу на наявність таких його основоположних ознак, як керуюча й керована системи та використання відповідних форм, методів, інструментів і важелів. З огляду на це, варто зазначити, що викладені вище принципи визначають методологію формування страхового механізму в процесі прийняття страховиками стратегічних рішень (принцип 1), співпраці з клієнтами та бізнес-партнерами (принцип 2), з урядами, регуляторами та іншими ключовими стейкхолдерами (принцип 3), а також імплементацію концепції корпоративної соціальної відповідальності на рівні окремої компанії (принципи 1 і 4).

У страховому механізмі керуючою системою є страховий ринок у цілому. Стале страхування може здійснюватися окремими страховиками. Для формування страхового механізму корпоративного сталого розвитку необхідно накопичення на страховому ринку критичної маси соціально-відповідального бізнесу. Втім, запровадження принципів сталого страхування окремою компанією є не лише ланцюжком еволюційного процесу, що має призвести до якісних змін у страховому механізмі. Воно, само по собі, відкриває нові можливості для підприємств інших видів економічної діяльності, які навіть за існуючих умов господарювання прагнуть до збалансування стратегічних фінансових, екологічних і соціальних цілей. Для більшого уявлення про різницю між страховим механізмом забезпечення корпоративної стійкості та сталим страхуванням слід розглянути їхні цільові орієнтири. Страховий механізм, як складова цілісної системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку має за мету забезпечення балансу стратегічного розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Стале страхування передбачає врахування екологічних, соціальних та управлінських аспектів. У його принципах не згадується поняття збалансованості показників, а також економічний вимір. Натомість привертається увага до управлінських аспектів діяльності страхової компанії, тобто регулювання, розкриття інформації, етики

і принципів та узгодження інтересів [246, с. 12]. Ці питання належать до сфери внутрішнього економічного механізму страхової компанії.

Цільові орієнтири страхового механізму корпоративного сталого розвитку та сталого страхування в екологічному вимірі повністю збігаються. Йдеться про запобігання кліматичним змінам, забрудненню, деградації екосистем, збереження біорізноманіття та управління гідроресурсами. Соціальна складова сталого страхування виходить за межі відповідного виміру корпоративної стійкості, адже вона переважно охоплює проблематику, не пов'язану безпосередньо з виробничо – господарською діяльністю підприємств. Зокрема, це доступ до страхування осіб з низькими доходами, запобігання пандемії тяжких захворювань, боротьба зі злочинністю, тероризмом і торгівлею зброєю, зменшення уразливості місцевих громад до природних і штучних катастроф, пенсійне забезпечення, безпечне харчування [246, с. 77]. Практично соціального виміру корпоративного сталого розвитку стосуються лише питання дитячого та примусового труда в ланцюжках постачання, нанотехнологічних ризиків і безпеки праці.

Разом з тим, поза межами задекларованих соціальних аспектів сталого страхування поки ще залишається цільове інвестування коштів страхових фондів у цінні папери лідерів соціально-відповідального бізнесу. Із загальної проблематики сталого страхування не виокремлюється питання добровільного соціального та пенсійного страхування працівників за рахунок коштів роботодавців. Утім, це є важливою складовою страхового механізму забезпечення корпоративної стійкості, що стимулює сталий розвиток у соціальному вимірі. Варто зазначити, що, наприклад, статистичні дані щодо страхових премій пенсійних фондів у Німеччині, Фінляндії та частково в Данії, ураховуються в загальних показниках страхового бізнесу [247, с. 45]. Емпіричні дослідження доводять, що пенсійні фонди, за певних умов, приймають інвестиційні рішення, беручи до уваги соціальні та екологічні показники підприємств-об'єктів інвестування. В цьому проявляється

синергетичний ефект страхового та інвестиційного механізмів корпоративного сталого розвитку [233, с. 235 – 236; 248, с.279 – 280].

З огляду на викладене вище, можна констатувати, що страховий механізм забезпечення корпоративної стійкості не є поняттям тотожним сталому страхуванню. Він уявляє собою динамічну складову системи фінансових механізмів, яка забезпечує збалансований корпоративний розвиток в економічному, екологічному та соціальному вимірах шляхом застосування оптимальної комбінації форм, видів, методів, інструментів і важелів страхування. Згідно статті 5 Закону України «Про страхування» розрізняють дві його форми – добровільну та обов'язкову [249], які, у свою чергу, підрозділяються на види, зазначені у статтях 6 і 7 (страхування майна, відповідальності перед третіми особами, страхування відповідальності морського судновласника тощо). Методи страхування традиційно класифікують за ознакою розподілу відповідальності між страховиками і страхувальником (методи повного, часткового, пропорційного та непропорційного страхування). Основними інструментами впливу страхового механізму є страховий договір, страхові суми, виплати, відшкодування й франшиза, а важелями – страхові тарифи та інші чинники визначення вартості страхових внесків і виплат.

У фінансовому механізмі забезпечення корпоративного розвитку в соціальному вимірі, за винятком специфічної системи здійснення роботодавцем пенсійних внесків на користь своїх працівників у недержавні пенсійні фонди, зокрема корпоративні, та компанії зі страхування життя, застосовується переважно страхування відповідальності перед третіми особами (наприклад, від професійних ризиків або небезпек користування продукцією, що випускається). Видів екологічного страхування набагато більше. Традиційна класифікація за такими групами, як страхування відповідальності перед третіми особами, майнове та особисте страхування, в цьому випадку, відповідає існуючій практиці з істотними застереженнями. З огляду на європейський і світовий досвід, в цьому контексті, можна виділити страхування загальної

відповідальності; специфічних ризиків окремих об'єктів і галузей; правової відповідальності за екологічне забруднення; непередбачених витрат на ліквідацію його наслідків, а також інструменти, альтернативні страхуванню. Поліси загальної відповідальності, зазвичай, передбачають відшкодування лише у разі випадкових і раптових забруднень довкілля. Зокрема, Асоціація британських страховиків не практикує включення ризиків поступового забруднення в договори страхування загальної відповідальності перед третіми особами з 1991 року. Іноді страхові компанії взагалі виключають екологічні ризики із зазначених полісів. Страхування специфічних ризиків окремих підприємств і галузей стосується можливих інцидентів на пожежовибухонебезпечних об'єктах та ймовірних для певних видів економічної діяльності аварій екологічного та санітарно-епідеміологічного характеру, зокрема на ядерних установках і нафто-газових родовищах; відповідальності суб'єктів господарювання, що займаються перевезенням небезпечних вантажів та утилізацією небезпечних відходів, рекультивацією забруднених земель, зберіганням і використанням пестицидів та агрохімікатів тощо. Таке страхування зазвичай здійснюється в обов'язковому порядку.

Універсальними видами суто екологічного страхування в розвинених країнах прийнято вважати страхування правової відповідальності за екологічне забруднення (*Pollution Legal Liability* або скорочено *PLL*) і непередбачених витрат на ліквідацію його наслідків (*Cost Cap* або *Remediation Cost Cap*, скорочено *CC*). Страхові поліси *PLL* передбачають відшкодування витрат на ліквідацію випадкового та/або поступового забруднення довкілля, сплату відповідних штрафних санкцій, компенсацію шкоди, заданої внаслідок цього третім особам та збитків від вимушеного призупинення бізнес-операцій страхувальника та третіх осіб. Різновидом *PLL* є страхування правової екологічної відповідальності підрядників (*Contractor's Pollution Legal Liability* або скорочено *CPL*), яке забезпечує покриття витрат, що виникають у разі реалізації екологічних ризиків різного роду підрядних і контрагентських договорів, у тому числі контрактів щодо ліквідації наслідків забруднення

довкілля. Поліси *СС* дають можливість страхувальникові компенсувати непередбачені витрати щодо ліквідації наслідків забруднення, які виникають не лише в результаті неточного визначення обсягу робіт, а і у зв'язку з необхідністю застосування іншої технології їх виконання, змінами вимог контролюючих органів тощо. Цей вид страхування вважається дуже ризикованим, зважаючи на те, що суми ймовірних страхових виплат важко передбачити. Тому лише окремі страхові компанії пропонують клієнтам програми *СС* і то, зазвичай, у разі значних забруднень довкілля.

Обсяги страхового ринку в країнах Європейського Союзу значно більше, ніж в Україні. Так згідно даних Державної служби статистики України, у 2013 році частка валових страхових премій у відношенні до ВВП становила 2,0 % (у 2014 році – 1,7%) [250]. Середнє значення цього показника для Європейських країн становило у 2013 році 7,7%. У Фінляндії частка валових страхових премій у відношенні до ВВП досягала – 11,3%, Великої Британії – 12,2%, у Нідерландах – 12,5% [247, с. 46]. Проте, навіть в країнах ЄС фінансових можливостей страхових компаній часто не вистачає на включення у зазначені вище програми *PLL*, *CPL* і *СС* всіх екологічних ризиків, що передбачені Директивою Європейського Союзу щодо екологічної відповідальності (*ELD*) [251]. Йдеться про те, що зазвичай страхуються ризики забруднення довкілля, а не всі екологічні ризики, зокрема пов'язані з нормативними викидами та скидами забруднюючих речовин, не компенсується шкода, заподіяна біорізноманіттю тощо [252, с.47 – 48]. Це обумовлює актуальність доповнення страхового механізму альтернативним трансфером ризику (*alternative risk transfer* або скорочено *ART*), що дозволяє максимально задіяти потенціал фінансового ринку. *ART* розділяють на альтернативні традиційному страхуванню організаційні форми та фінансові продукти, які мають певні риси страхових.

До організаційних форм *ART* відносять страхові пули (об'єднання страхових компаній для здійснення спільних програм на умовах солідарної відповідальності), кептивні компанії (суб'єкти страхування материнської

компанії та інших підприємств у складі холдингової групи), угоди самострахування (створення корпоративних резервних фондів), а також так звані перестрахові сайдкари (*reinsurance sidecars*). Механізм самострахування застосовується переважно у комплексі з послугами страховиків, забезпечуючи покриття відносно невеликих збитків, вартість яких можна передбачити з достатньо високою ймовірністю. Непередбачені ризики, в такому разі, страхуються у звичайний спосіб (наприклад із використанням полісів *CC*). Сайдкари спеціалізуються на трансфері частини ризиків і доходів певної страхової компанії через емісію власних цінних паперів.

У розвинутих країнах, останнім часом, знайшли розповсюдження такі *ART* – продукти як плани страхування з обмеженням ризику (*finite risk plans*), угоди з перестраховання на умовах «ран офф» (*run-off solutions*), комбіноване страхування незалежних ризиків (*trigger products* або *multi-line products*), гарантії відшкодування за певних збитків страховиків (*industry loss warranties*), ризиковий капітал (*contingent capital* або *committed capital*), облігації з цільовим використанням акумульованих коштів на компенсацію втрат від природних катастроф (*catastrophe bonds*) тощо. Плани страхування з обмеженням ризику є програмами самофінансування за участю страховика. Страхові премії вносяться на спеціальний рахунок, управління яким здійснюється фінансовою організацією. Страхова компанія не лише надає їй професійні послуги з визначення ризиків і премій, але бере на себе зобов'язання щодо часткової участі в страховому відшкодуванні сум, яких не вистачає на зазначеному рахунку, а за певних умов, навіть забезпечує страхувальнику відкриття кредитної лінії. Таким чином, плани страхування з обмеженням ризику дають можливість розподілити збитки від забруднення довкілля та інших небажаних наслідків господарської діяльності у часі [252, с.57].

Угоди з перестраховання на умовах «ран офф» мають на меті покриття можливих збитків від реалізації у майбутньому ризиків, пов'язаних з особливостями функціонування підприємств у попередні періоди. Попит на страхові послуги такого роду виникає, зокрема, в умовах припинення певних

виробничих процесів, реструктуризації, злиття та поглинання акціонерних товариств. Сутність комбінованого страхування незалежних ризиків полягає у включенні в один страховий продукт ризиків різних категорій, кореляція між якими відсутня або не значна. Якщо один із цих ризиків може бути об'єктом управління страхувальника, то інший має бути поза його впливом (наприклад небезпека забруднення довкілля та несприятлива кон'юнктура фінансового ринку). Страхове відшкодування передбачається лише за умови реалізації двох ризиків одночасно. Отже, такий вид *ART* зменшує ризики страхової компанії та дає страхувальнику гарантію відшкодування збитків у ситуації спільної дії несприятливих чинників внутрішнього та зовнішнього середовища.

Гарантії відшкодування за певних збитків страховиків є інструментом близьким до комбінованого страхування. Особливістю даного *ART* є страхова подія. Вона прив'язується до певного істотного рівня збитків страхової галузі, що має місце, передусім, за масштабного стихійного лиха. Лише за такої умови страхувальник отримує право на відшкодування власних збитків від реалізації його ризиків. Залучення ризикового капіталу можливе декількома шляхами, але найбільш розповсюдженим є придбання суб'єктом господарювання опціону, що надає право продажу його власних акцій або боргових цінних паперів за визначеною ціною протягом певного періоду після настання обумовленої події (забруднення довкілля, стихійне лихо тощо). Цей вид *ART* побудовано на комбінації методів страхування та класичних інструментів ринку капіталів.

Облігації з цільовим використанням акумульованих коштів на компенсацію втрат від природних катастроф є ще одним різновидом альтернативного трансферу ризику, який застосовується з середини дев'яностих років минулого століття. Страхові компанії емітують облігації через інвестиційні банки, зазвичай на термін до трьох років, з метою залучення додаткових коштів, необхідних для ліквідації потенційних наслідків настання стихійного лиха. Зазначені облігації вважаються вельми ризикованими цінними паперами, адже у випадку страхової події емітент звільняється від зобов'язань щодо їх погашення, а залучені кошти спрямовуються на компенсацію збитків

страхувальника. В площині проблематики корпоративного сталого розвитку значення страхування ризиків природних катастроф важливе не лише з суто економічних міркувань, але й як спосіб фінансування заходів щодо ліквідації забруднення довкілля в результаті руйнування системи екологічної безпеки підприємства, обумовленого форс-мажорними обставинами.

Аналіз відповідності існуючого в Україні страхового механізму цілям корпоративного сталого розвитку доцільно розпочати з чинної законодавчої бази. Мінімальні вимоги до його соціальної складової закладені в системах загальнообов'язкового державного соціального [253] та пенсійного страхування [254]. Проте, наявність цих систем страхування не є концептуальною ознакою сталого розвитку, адже вони притаманні концепції неокласичної економіки (бізнес-центризму). З екологічним та, в меншій мірі, соціальним вимірами корпоративного сталого розвитку прямо або опосередковано пов'язані також наступні види обов'язкового страхування [249]:

- цивільної відповідальності оператора ядерної установки за ядерну шкоду, яка може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту;
- цивільної відповідальності суб'єктів господарювання за шкоду, яку може бути заподіяно пожежами та аваріями на об'єктах підвищеної небезпеки, включаючи пожежовибухонебезпечні об'єкти та об'єкти, господарська діяльність на яких може призвести до аварій екологічного та санітарно-епідеміологічного характеру;
- цивільної відповідальності інвестора, в тому числі за шкоду, заподіяну довкіллю, здоров'ю людей, за угодою про розподіл продукції, якщо інше не передбачено такою угодою [255];
- майнових ризиків при промисловій розробці родовищ нафти і газу у випадках, передбачених Законом України «Про нафту і газ» [256];
- відповідальності експортера та особи, яка відповідає за утилізацію (видалення) небезпечних відходів, щодо відшкодування шкоди, яку може бути заподіяно здоров'ю людини, власності та навколишньому природному

середовищу під час транскордонного перевезення та утилізації (видалення) небезпечних відходів;

- відповідальності суб'єктів перевезення небезпечних вантажів на випадок настання негативних наслідків при перевезенні небезпечних вантажів;
- відповідальності морського судновласника¹⁵;
- цивільної відповідальності суб'єктів господарювання за шкоду, яку може бути заподіяно довкіллю або здоров'ю людей під час зберігання та застосування пестицидів і агрохімікатів;
- майнових ризиків користувача надр під час дослідно-промислового і промислового видобування та використання газу (метану) вугільних родовищ [257].

Не важко помітити, що обов'язкова форма страхування стосується екологічних ризиків лише найбільш небезпечних об'єктів і видів економічної діяльності. На соціальний вимір корпоративного сталого розвитку страхові послуги з наведеного вище переліку впливають опосередковано, через вельми обмежений механізм забезпечення компенсації ймовірної шкоди місцевим громадам та окремим категоріям працівників. Уявлення про питому вагу зазначених видів страхування в загальній сумі премій і виплат за обов'язковим страхуванням, а також їх динаміку дають таблиці 3.3 і 3.4, які побудовано на основі статистичних даних Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг) [250].

Суми чистих страхових премій та їх питома вага виявляються конче незначними. Найбільші значення цих показників, характерні для страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки, не перевищують відповідно 106,8 млн.грн. і 3,0%. Найменші, майже нульові значення, спостерігаються за договорами страхування відповідальності експортера та особи, яка відповідає за утилізацію (видалення) небезпечних відходів, щодо відшкодування шкоди, яку може бути заподіяно здоров'ю людини, власності та довкіллю під час транскордонного перевезення та утилізації.

¹⁵ У частині відповідальності морського судновласника за скиди забруднюючих речовин у водні об'єкти.

Таблиця 3.3

Динаміка чистих страхових премій за видами обов'язкового страхування в Україні, пов'язаних з екологічним і соціальним вимірами корпоративного сталого розвитку (млн. грн.)

Види страхування	2010 р.		2011р.		2012 р.		2013 р.		2014 р.	
	сума	питома вага,%	сума	питома вага,%	сума	питома вага,%	сума	питома вага,%	сума	питома вага,%
Страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки за ядерну шкоду, яка може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту.	68,3	2,6	70,8	2,3	70,2	2,1	76,1	2,3	106,8	3,0
Страхування цивільної відповідальності суб'єктів господарювання за шкоду, яку може бути заподіяно пожежами та аваріями на об'єктах підвищеної небезпеки.	33,0	1,3	32,1	1,0	30,4	0,9	31,7	0,9	24,0	0,7
Страхування відповідальності експортера та особи, яка відповідає за утилізацію (видалення) небезпечних відходів, щодо відшкодування шкоди, яку може бути заподіяно здоров'ю людини, власності та навколишньому природному середовищу під час транскордонного перевезення та утилізації (видалення) небезпечних відходів.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Страхування відповідальності суб'єктів перевезення небезпечних вантажів.	38,0	1,5	58,7	1,9	47,9	1,4	43,7	1,3	31,6	0,9
Разом на ринку обов'язкового страхування України	2586,0	100	3124,4	100	3304,5	100	3371,7	100	3533,1	100

Таблиця 3.4

Динаміка чистих страхових виплат за видами обов'язкового страхування в Україні, пов'язаних з екологічним і соціальним вимірами корпоративного сталого розвитку (млн. грн.)

Види страхування	2010 р.		2011 р.		2012 р.		2013 р.		2014 р.	
	сума	питома вага, %	сума	питома вага, %	сума	питома вага, %	сума	питома вага, %	сума	питома вага, %
Страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки за ядерну шкоду, яка може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту.	0,0	0,0	0,3	0,0	0,3	0,0	1,0	0,1	3,2	0,3
Страхування цивільної відповідальності суб'єктів господарювання за шкоду, яку може бути заподіяно пожежами та аваріями на об'єктах підвищеної небезпеки.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Страхування відповідальності експортера та особи, яка відповідає за утилізацію (видалення) небезпечних відходів, щодо відшкодування шкоди, яку може бути заподіяно здоров'ю людини, власності та навколишньому природному середовищу під час транскордонного перевезення та утилізації (видалення) небезпечних відходів.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Страхування відповідальності суб'єктів перевезення небезпечних вантажів.	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Разом на ринку обов'язкового страхування України	857,1	100	1071,9	100	1054,5	100	1128,5	100	1149,2	100

Страховання цивільної відповідальності інвестора та суб'єктів господарювання за шкоду довкіллю або здоров'ю людей під час зберігання та застосування пестицидів і агрохімікатів, відповідальності морського судновласника, а також майнових ризиків користувача надр під час дослідно-промислового і промислового видобування та використання газу (метану) вугільних родовищ взагалі не може бути об'єктом кількісного аналізу, адже статистичних даних за такими договорами досі немає. Страховання майнових ризиків при промисловій розробці родовищ нафти і газу відбувається лише з 2014 року. Страхових премій сплачено на суму 150 тис. грн., що становить 0,02% від загальної суми за обов'язковою формою страхування. Динаміка сум страхових премій по роках аналізованого періоду має особливості в залежності від виду страхування. Певне зростання спостерігається за договорами страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки. Протилежна тенденція характерна для договорів страхування цивільної відповідальності суб'єктів господарювання за шкоду, яку може бути заподіяно пожежами та аваріями на об'єктах підвищеної небезпеки.

Суми страхових премій зі страхування відповідальності щодо відшкодування шкоди, яку може бути заподіяно здоров'ю людини, власності та навколишньому природному середовищу під час транскордонного перевезення та утилізації (видалення) небезпечних відходів, є відносно стабільними. За договорами відповідальності суб'єктів перевезення небезпечних вантажів характерні істотні коливання у значеннях сум страхових премій у часі. Звітні дані щодо страхових виплат (табл. 3.4) дають значно менше інформації для аналізу. Як їх суми, так і питома вага в загальній величині виплат за обов'язковою формою страхування, близькі нулю. Єдиним виключенням є страхування цивільної відповідальності оператора ядерної установки. Виплати за даним видом страхування становили 1 млн. грн. у 2013 році та 3 млн. грн. – у 2014 році. Одержання конкурентних переваг у корпоративному сталому розвитку через використання такого інструменту як страхування неможливе лише в рамках його обов'язкової форми. Чинне законодавство України містить

перелік, характеристики та класифікаційні ознаки основних видів добровільного страхування [249; 258], але не встановлює заборону на вибір інших. Аналізуючи цей перелік на предмет його відповідності цілям збалансованого корпоративного розвитку в соціальному та екологічному вимірах можна зробити наступні висновки.

По-перше, механізм добровільного страхування відкриває перспективи для підвищення корпоративних соціальних стандартів і перетворення їх на конкурентний фактор. Йдеться про запровадження медичного та інших видів соціального страхування працівників за рахунок коштів підприємств. Проте, реалізація цих перспектив потребує, звичайно, формування якісно нового інституціонального середовища.

По-друге, укладення договорів добровільного страхування від вогневих ризиків та ризиків стихійних явищ підприємствами, які не належать до категорії об'єктів підвищеної небезпеки, сприятиме підвищенню корпоративних екологічних стандартів. Аналогічний висновок можна зробити стосовно використання полісів добровільного страхування відповідальності власників водного транспорту (включаючи відповідальність перевізника), які максимально враховують ризики можливої шкоди довкіллю і передбачають відповідну її компенсацію в разі настання страхової події.

По-третє, законодавство не містить характеристик і класифікаційних ознак екологічного страхування. Пояснювати це тим фактом, що закон України «Про екологічне страхування», попри довготривалу фахову дискусію, досі не прийнято, не зовсім вірно. адже існують об'єктивні причини [259, с. 321]. Втім, поліси екологічного страхування не заборонені та пропонуються окремими страховиками.

На решті, певні можливості для страхування екологічних небезпек надає добровільне страхування відповідальності перед третіми особами, іншої, ніж відповідальність власників наземного, повітряного та водного транспорту. Предметом відповідного договору є майнові інтереси, пов'язані з відшкодуванням шкоди, заподіяної життю, здоров'ю, працездатності та майну

третіх осіб [258]. Компенсація шкоди об'єктам навколишнього середовища жодним чином не суперечить класифікаційним ознакам цього виду страхування. Деякі українські страховики приймають на себе таке зобов'язання за договорами страхування відповідальності перед третіми особами. Серед них Національна акціонерна страхова компанія «Оранта», Українська страхова група, ПрАТ «Європейський Страховий Союз», «Альфа Страхування».

За умови врахування небезпек низьких екологічних і соціальних корпоративних стандартів в методиці визначення тарифів страхування фінансових ризиків, цей вид фінансових послуг також може вважатися структурним елементом механізму сталого розвитку. Аварійні викиди забруднюючих речовин у атмосферне повітря та скиди у водні об'єкти, так само як і гострі трудові конфлікти на підприємстві, з високою ймовірністю призводять до перерв у їхньої господарської діяльності та непередбачених фінансових витрат, тобто до реалізації класифікаційних ризиків такого виду страхування. Проте, актуальність для страховиків указанного методичного підходу залежить від сили впливу корпоративних екологічних і соціальних стандартів на фінансові результати підприємств, яка в свою чергу визначається комплексом інституціональних факторів. Останні, за сучасного рівня соціально-економічного розвитку України, як уже зазначалося, не сприяють збалансованості між напрямками корпоративного сталого розвитку.

Проблематика визначення тарифів має важливе значення, безумовно, не лише для страхування фінансових ризиків. Навіть в екологічному страхуванні тарифи не рідко формуються на основі усереднених галузевих ризиків. Критикуючи такий підхід, І. А. Сааджан справедливо стверджує, що нехтування індивідуальними ризиками підприємств позбавляє страхування стимулюючої функції, та вказує на необхідність урахування інформації щодо викидів і скидів забруднюючих речовин, стану очисних споруд, історії аварійних ситуацій, дотримання техніки безпеки та іншої специфіки функціонування конкретного суб'єкта господарювання [260, с.242]. З огляду на сучасний досвід страхування, передусім в Скандинавських країнах, до

інформації, яка є істотною для встановлення тарифів, слід віднести й дані щодо застосування страхувальником енергозберігаючих та енергоєфективних основних засобів і технологій [261, с.35 – 36].

Стимулююча функція для страхового механізму корпоративного сталого розвитку є основною за визначенням. Тарифна політика впливає на її реалізацію наступним чином. Якщо ризики високі, страхування визнається недоцільним або через пряму відмову страховика, або з огляду на занадто великі премії. Прагнення до їх зменшення створює стимули для корпоративного сталого розвитку. Провідні страхові компанії використовують ці стимули як на стадії, що передує укладенню договору, сприяючи розробці програми заходів щодо зниження ризиків, зокрема екологічних, так і у подальшому, приймаючи рішення щодо зменшення премій, за результатами моніторингу ходу її виконання [262, с.14].

Страховий капітал являє собою потужний інвестиційний ресурс. За статистичними даними, в Європі половина фінансових активів інституціональних інвесторів знаходиться під управлінням страхових компаній [247, с.32]. Відмітною рисою досконалого страхового механізму корпоративного сталого розвитку є формування інвестиційної політики страховиків з врахуванням екологічних і соціальних показників об'єктів інвестування. На жаль, у реаліях сучасної української економіки, соціально-відповідальне інвестування ще не може бути предметом кількісного аналізу. Проте, співставлення статистичних даних щодо структури сукупного інвестиційного портфелю страховиків в Україні та в інших країнах Європи дозволяє звернути увагу на певну розбіжність у рівні його ризикованості, яка для страхувальника є одним із індикаторів небезпеки втрати його корпоративної стійкості (табл.3.5).

Цінні папери посідають провідне місце в структурі активів страхового сектору економіки (коло 70% за даними 2012 року). Втім в Україні переважає інвестування в корпоративні права акціонерних товариств (43,7% – 61,2%), тоді як за європейською статистикою – у менш ризиковані боргові цінні папери

(41,8% – 50,4%). Українські страховики тримають в облігаціях підприємств і цінних паперах, що емітовані державою, лише трохи більше 8% активів. Результати аналізу екологічних і соціальних аспектів правової бази та досвіду сучасного страхування дозволяє доповнити сформульовану вище дефініцію страхового механізму корпоративного сталого розвитку конкретним змістом, а саме визначити його структуру та передумови формування. Структура цього механізму надано на рис. 3.4. На рівні узагальнених класифікаційних груп вона включає комплекс видів екологічного і соціального страхування, тарифну політику, засновану на аналізі потенційних небезпек, пов'язаних з низькими показниками корпоративного розвитку у всіх його вимірах, альтернативний трансфер ризику (*ART*), а також соціально-відповідальне інвестування капіталу страхових компаній. Склад кожної із зазначених класифікаційних груп було розглянуто вище.

Таблиця 3.5

Структура інвестиційного портфеля страхових компаній, %.

Категорії активів	Україна		Зарубіжні країни Європи	
	2011 р.	2012р.	2011р.	2012р.
Цінні папери	51,5	69,5	72,7	71,4
В тому числі:				
акції та інші дольові цінні папери	43,7	61,2	30,9	21,0
боргові цінні папери	7,8	8,3	41,8	50,4
Інші активи	48,5	30,5	27,3	28,6
Разом	100	100	100	100

Варто підкреслити, що страховий механізм корпоративного сталого розвитку є динамічною системою, в якій комплекс видів страхування, організаційні форми й продукти альтернативного трансферу ризику, тарифна та інвестиційна політика знаходяться у взаємозв'язку і взаємодії. Як було доведено вище, за сучасного соціально-економічного стану України, констатувати наявність страхового механізму корпоративної стійкості передчасно. Більш того, процес

його формування є багатостадійним. На певних стадіях окремі підсистеми страхового механізму матимуть різну ступень розвитку, а характер їх взаємодії змінюватиметься. Наприклад, включення в поліси страхування відповідальності перед третіми особами екологічних ризиків не є актуальним як сьогодні, через високу ймовірність їх настання та занадто великі суми премій та виплат, так і в умовах широкого застосування вузько цільового страхування правової відповідальності за екологічне забруднення (*PLL*) і непередбачених витрат на ліквідацію його наслідків (*CC*). На перехідному етапі, що характеризується активізацією процесів упровадження підприємствами заходів щодо зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин, екологічні ризики доцільно буде враховувати в методиках визначення тарифів за договорами страхування фінансових ризиків і відповідальності перед третіми особами.

З метою зниження ризиків до рівня, прийняттого для укладення договорів, крім засобів тарифної політики, доцільно використання такого *ART*-продукту як комбіноване страхування незалежних ризиків (*trigger products*). Наприклад, умовою відшкодування за договорами страхування відповідальності перед третіми особами може бути одночасне настання двох незалежних подій: реалізація екологічних ризиків і падіння звичайної ціни на продукцію страхувальника. Така ж, або аналогічна умова, за певних обставин, є доречною в указаних цілях і стосовно страхування фінансових ризиків, зокрема збитків страхувальника внаслідок перерви в господарській діяльності. Результативність процесів формування та функціонування страхового механізму корпоративного сталого розвитку залежить від взаємодії комплексу факторів (рис. 3.5). Початковий імпульс цим процесам має дати здійснення еколого-трудова податкової реформи на засадах, обґрунтованих у підрозділі 3.3, комплексної реформи, яка забезпечить ефективне функціонування трьохрівневої пенсійної системи і позбавить страхування не притаманних йому функцій [263], а також удосконалення антикорупційного законодавства та правової бази регулювання ринку фінансових послуг.

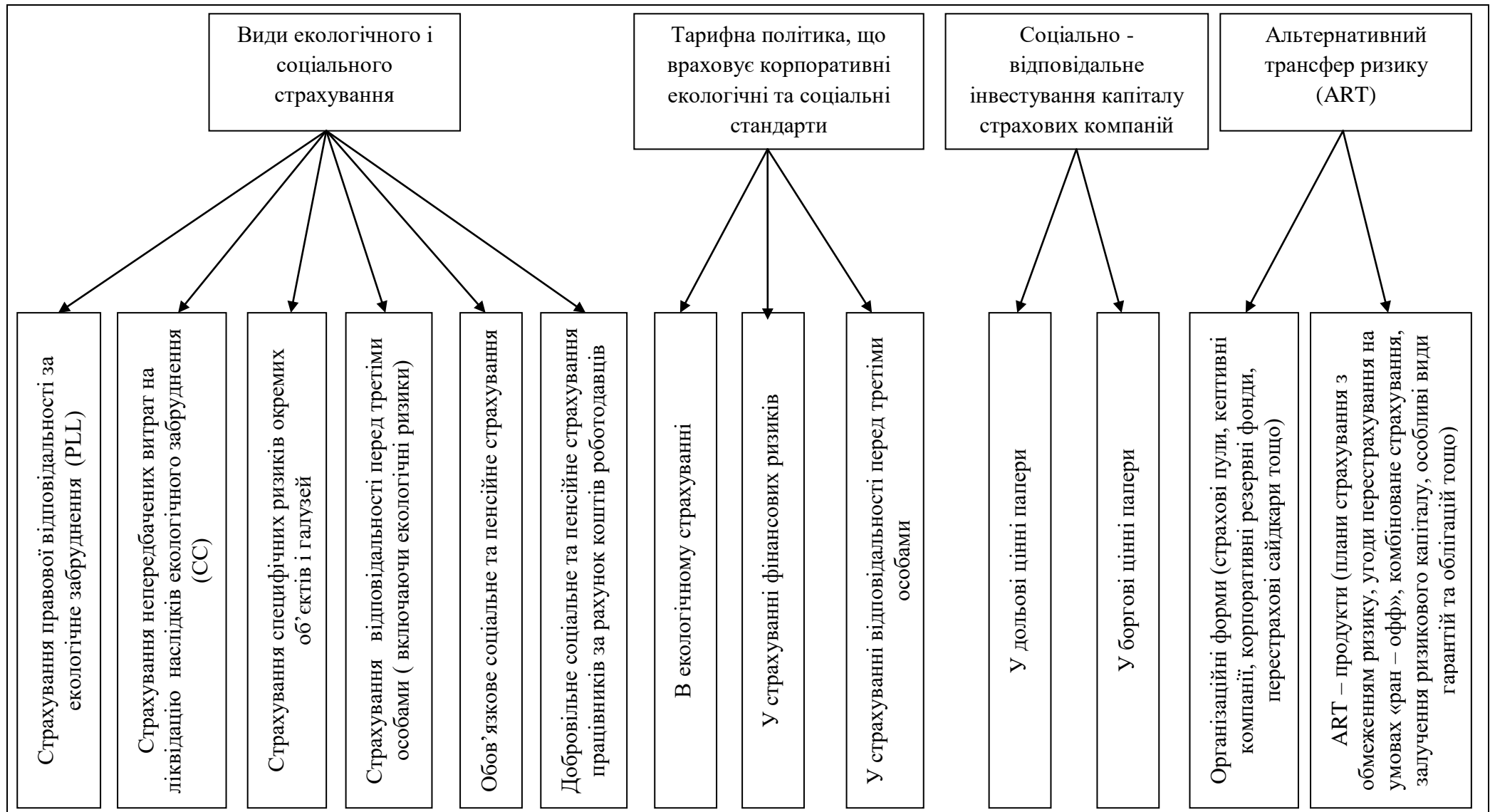


Рис. 3.4. Структура страхового механізму корпоративного сталого розвитку

Взаємний вплив структурних складових системи фінансових механізмів забезпечення корпоративної стійкості є визначальним внутрішнім чинником її розвитку. Податковий механізм, сформований на основі фіскально нейтральної ЕТПР і торгівлі квотами на викиди парникових газів, підвищує економічну оцінку корпоративних екологічних і соціальних стандартів, що створює передумови для добровільного страхування ризиків, пов'язаних з їх низьким рівнем. Кредитний механізм, ставлячи кредитні ставки в залежність від наявності певних страхових полісів, стимулює попит на них. Механізм інвестиційного забезпечення корпоративного сталого розвитку, спрямований на максимізацію надходжень від розміщення акцій та збільшення їхньої курсової вартості, сприяє зростанню фінансових можливостей підприємств, необхідних як для реалізації капіталомістких природоохоронних заходів, так і для укладання договорів страхування.

Аналогічний ефект має запровадження цільового використання надходжень від екологічного податку та інших стимулів бюджетного механізму. Важливе місце серед чинників формування й функціонування страхового механізму корпоративного сталого розвитку посідає сприятливе інституціональне середовище, що характеризується економічним зростанням, заохочує соціальну відповідальність бізнесу та перешкоджає ухиленню від вимог законодавства. Одним з його позитивних наслідків є розвиток ринку соціально-відповідального інвестування, необхідного для здійснення розподільчої функції страхового механізму. В системі адаптації підприємства до процесів реформування фінансових механізмів екологічне і соціальне страхування виступають інструментами управління ризиками та реалізації стратегії забезпечення корпоративної стійкості. Цим пояснюється віднесення такої системи до числа факторів формування страхового механізму сталого розвитку. На решті, неможливо обійти увагою й цільову орієнтацією самих страхових компаній. Лише якщо в її основу покладено принципи сталого страхування, можна розраховувати на якісно нові відносини між страховиками та страхувальниками з приводу забезпечення корпоративної стійкості.

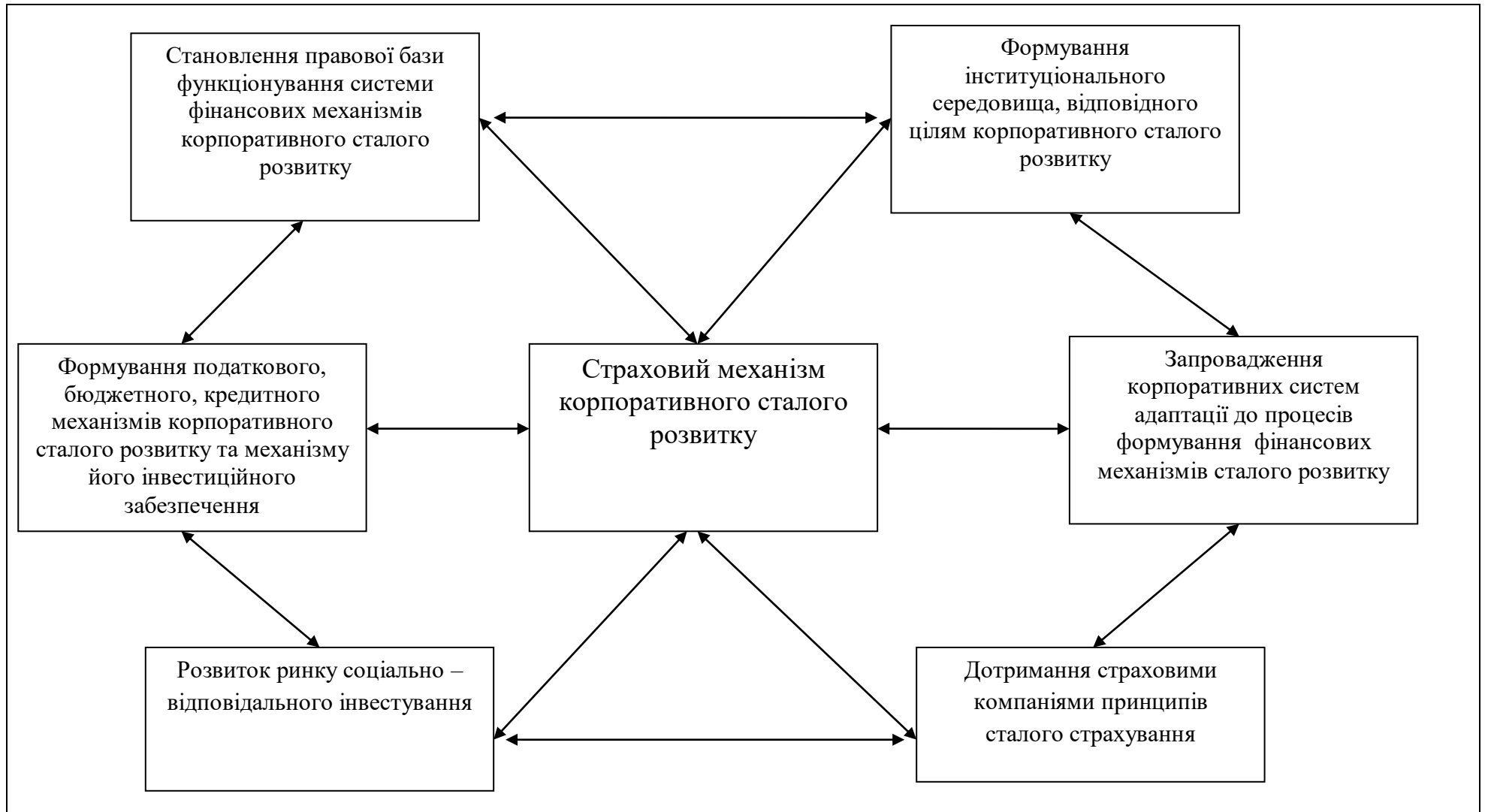


Рис. 3.5. Фактори створення та функціонування страхового механізму корпоративного сталого розвитку.

3.5. Бюджетний механізм корпоративного сталого розвитку.

Вплив на корпоративну стійкість бюджетного механізму, на відміну від інших складових системи фінансових механізмів, є переважно не прямим, а опосередкованим дією факторів інституціонального середовища. Такий висновок, звичайно, не є коректним стосовно інтегрального податково-бюджетного механізму [264 – 267]. У контексті задачі забезпечення корпоративної стійкості застосування зазначеної узагальненої категорії не є доцільним. Безумовно, податки виступають основним засобом мобілізації бюджетних ресурсів. У цьому сенсі фіскальна функція оподаткування може розглядатися в рамках бюджетного механізму, хоча вона не є тотожною його функції залучення фінансових коштів. Доходна частина зведеного бюджету утворюється також за рахунок доходів від власності, підприємницької та некомерційної господарської діяльності, адміністративних зборів і платежів, надходжень від урядів зарубіжних країн і міжнародних організацій, від продажу основного капіталу, землі, нематеріальних активів, а також реалізації державних запасів товарів тощо. Проте, у формуванні економічного інтересу суб'єктів господарювання до збалансованого розвитку ключова роль належить стимулюючій функції оподаткування, яка реалізується через оптимальний вибір його методів, інструментів і важелів, обґрунтований у підрозділі 3.2.

Що стосується бюджетного механізму, то його функціями, крім згаданого вище забезпечення фінансовими ресурсами, є їх використання та регулювання соціально-економічних процесів [268, с.39]. Зазначені функції реалізуються за допомогою спеціальних методів, (до яких відносять бюджетне планування, прогнозування і контроль, фінансове забезпечення та оперативне управління) [269], інструментів, зокрема, бюджетних програм, податків і неподаткових надходжень, цільових фондів і розпису бюджету, а також важелів (бюджетних лімітів та нормативів, ставок тощо). Методи та інструменти бюджетного механізму отримали подальший розвиток із прийняттям Бюджетного кодексу [270] і Закону України «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України

щодо реформи міжбюджетних відносин» [271]. Суттєвою новацією стало запровадження у бюджетний процес середньострокового планування та програмно-цільового методу, який передбачає фінансування програм досягнення цільових стратегічних результатів. Практичну реалізацію одержав метод вирівнювання за закріпленими загальнодержавними податками в залежності від рівня середньодушового доходу. Запропоновано нові інструменти реалізації бюджетної політики, такі як профіцитне фінансування, пріоритетні інвестиційні програми (проекти), місцеві гарантії та спеціальні види трансфертів (базова й реверсна дотації, освітня й медична субвенції тощо).

Можливості впливу бюджетного механізму на сталий розвиток країни або окремих регіонів є значно більш очевидними, ніж на забезпечення збалансованого розвитку окремих об'єктів господарювання в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Навіть сама структура видатків державного, місцевих і зведеного бюджетів, певним чином, характеризує ступень уваги, що приділяється окремим стратегічним цілям бюджетної політики. Наприклад, вітчизняна функціональна класифікація видатків і кредитування бюджету включає розділи з охорони навколишнього середовища, соціального захисту та соціального забезпечення. Державне фінансування макроекономічних цілей сталого розвитку в царинах освіти, охорони здоров'я, збереження екосистем, ліквідації причин бідності населення, забезпечення гендерної рівності знаходиться в центрі уваги міжнародної організації *Sustainable Development Solutions Network (SDSN)*, що діє під егідою ООН. За експертними оцінками *SDSN* мінімальні бюджетні видатки на досягнення цілей сталого розвитку мають становити від 18% до 24% валового національного доходу (ВНД), залежно від його рівня [272]. Для групи країн з низьким доходом, до якої належить і Україна, на зазначені цілі рекомендується витратити 22% ВНД.

Варто зазначити, що проблема фінансового забезпечення сталого розвитку, як у зарубіжній, так і у вітчизняній фаховій літературі, розглядається, переважно, через призму зміни видатків бюджету. Втім, притаманна йому

системоутворююча функція регулювання соціально-економічних процесів не одержала належного висвітлення. Так, І. Скляр та Ю. Шкодкіна, характеризуючи бюджетний канал передавального механізму у фінансовому забезпеченні екологічно сталого розвитку, вбачають його дію в зміні обсягів відповідних видатків «у формі субсидій, трансфертів тощо» [273, с.198]. Вплив бюджетного механізму на корпоративну стійкість відбувається за кількома напрямками. Передусім, варто підкреслити, що саме ця складова системи фінансових механізмів відіграє головну роль у формуванні інституціонального середовища, адекватного цілям корпоративного сталого розвитку. Її важко перебільшити, адже як справедливо зазначають І. Я. Чугунов і Л.В. Лисяк: «інституційне середовище розкриває вплив бюджетного механізму на показники економічного й соціального розвитку» [274, с.4]. Фінансування державної антикорупційної програми, планування видатків на освітянську та організаційну підтримку поширення й реалізації принципів соціально-відповідального бізнесу є факторами створення умов господарювання, що сприяють корпоративному сталому розвитку, а не гальмують його. Суттєвий вплив на інституціональне середовище може й мусить мати механізм формування місцевих бюджетів, зокрема в частині доходів від продажу земельних ділянок несільськогосподарського призначення, а також від земельного податку та орендної плати з юридичних осіб. Аналіз економічних, екологічних і соціальних наслідків приватизації земельних ділянок комунальної власності виявив наступне:

1. Достатньо розповсюдженою є практика приватизації земельних ділянок за цінами значно нижчими за ринкові. Так, у Миколаєві в докризовому 2007 році викуп землі відбувався за середньою ціною 42 грн за 1 кв. м., тоді як ринкові ціни становили від 40 – 80 доларів на окраїні до 500 – 1000 доларів у центрі міста.

2. Експертиза фінансового стану та інвестиційних проектів кандидатів на одержання землі в оренду не проводиться. В результаті земельні ділянки часто виділяються користувачам, які не мають намірів їх освоєння, а реалізують

схеми перепродажу права оренди через продаж фірми - орендаря, на балансі якої фактично не має активів. Нормативні терміни будівництва не контролюються, що дає можливість чекати цін, вигідних для перепродажу земельних ділянок, протягом тривалого часу, сплачуючи, орендну плату за мінімальними ставками, передбаченими для будівництва. Ефективний інвестор часто не має доступу для одержання земельних ділянок в оренду і власність і примушений перекуповувати їх у зазначених вище землекористувачів. Це руйнує конкурентне середовище та погіршує інвестиційний клімат.

3. Заборгованість з орендної плати за землю є вельми істотною для міських бюджетів. Так за даними Миколаївської міської ради вона зросла з 4 607 тис. грн. у 2007 р. до 15 691 тис. грн на кінець 2014 р.

4. Приватизація земельних ділянок часто має негативні екологічні наслідки, пов'язані із знищенням зелених зон і заподіянням шкоди навколишньому середовищу новоствореними підприємствами, а також негативні соціальні наслідки, зумовлені руйнуванням звичного середовища проживання. Тому виникають чисельні конфлікти з громадськими організаціями та городянами.

Фінансова децентралізація дає можливість ефективного використання такого елемента бюджетного механізму, як програмно-цільовий метод для реформування недосконалої практики землевідведення, з метою розвитку ринкового середовища, створення сприятливого інвестиційного клімату та гармонізації відносин суб'єктів господарювання з місцевими громадами. Згідно пункту 18 прикінцевих та перехідних положень Бюджетного кодексу програмно-цільовий метод застосовується, починаючи із складання проектів місцевих бюджетів на 2017 рік [270]. Програми досягнення зазначених цілей мають передбачати запровадження процедури перевірки фінансової спроможності орендарів реалізовувати заявлені проекти (фінансова експертиза); корегування нормативної оцінки землі з урахуванням результатів земельних аукціонів, а також створення дієвого механізму визнання договорів оренди фіктивними за наявності неефективного використання земельних ділянок і фактів застосування схем їх завуальованого перепродажу.

Як бачимо, вплив бюджетного механізму на формування інституціонального середовища, адекватного цілям корпоративного сталого розвитку, відбувається через комплексну реалізацію всіх його функцій, а саме забезпечення й використання фінансових ресурсів та регулювання соціально-економічних процесів. Аналогічний висновок можна зробити і щодо дії бюджетного механізму на розвиток організації в соціальному й екологічному вимірах. Соціальний зріз бюджетної політики на корпоративному рівні виглядає не так очевидно, як у загальнонаціональному або регіональному масштабах. Розмір і позитивна динаміка соціальних видатків бюджету є розповсюдженим критерієм його відповідності суспільним інтересам. На рівні підприємства це важливо, переважно, в площині дотримання державних гарантій пенсійного та інших видів соціального забезпечення працівників. Більше значення для поліпшення соціальної складової корпоративної стійкості має вплив бюджетного механізму на реальну заробітну плату персоналу підприємства, який відбувається через ланцюжок взаємозв'язків з рівнем інфляції, державним боргом та дефіцитом бюджету. Останній обумовлюється передусім стагнацією економіки, її структурною розбалансованістю, масштабністю тіньового сектору й не виправданих бюджетних дотацій, високим рівнем корупції та гальмуванням необхідних реформ. Особливо небезпечними, з огляду на інфляційні наслідки, є прихований та квазіфіскальний дефіцит бюджету.

Згідно статті 2, ч. 1, п. 26-1 Бюджетного кодексу, квазіфіскальними визнаються операції «що не відображаються у показниках бюджету, але можуть призвести до зменшення надходжень бюджету та/або потребувати додаткових витрат бюджету в майбутньому» [270]. Операціями такого роду в Україні є рекапіталізація банків, фінансування НАК «Нафтогаз України» та «Укрзалізниці», надання кредиту Фонду гарантування вкладів фізичних осіб тощо . У 2014 році квазіфіскальний дефіцит бюджету становив 9% ВВП, тоді як офіційний дефіцит зведеного бюджету – лише 3,9% ВВП [275, с.14]. Розкриваючи сутність квазіфіскальних операцій, Т.П. Богдан зазначає, що вони « реалізуються шляхом непрямого субсидування цільової категорії бенефіціарів

і (або) стягнення додаткової плати з визначеної категорії платників» [276, с. 4]. Такі операції часто мають наслідком трансферт ресурсів у приватний сектор через позабюджетні канали [277, с. 3].

З огляду на економічну теорію Дж. М. Кейнса, видатки бюджету на фінансування державних і регіональних інвестиційних програм, не забезпечені його доходною частиною (так званий активний бюджетний дефіцит), прийнято вважати не інфляційним інструментом зростання ВВП. Проте на практиці це виглядає не так однозначно. Т.А. Коляда, аналізуючи способи фінансування дефіциту бюджету, дістається висновку, що жоден із них «не має переваг перед іншими та не є повністю неінфляційним» [278, с. 221]. Разом з тим вони розрізняються за термінами настання інфляційних наслідків. У короткостроковій перспективі ефект підвищення цін слід очікувати в разі монетизації дефіциту бюджету шляхом безпосередньої грошової емісії в розмірі, що перевищує зростання реального ВВП, або опосередковано через придбання державних цінних паперів Національним банком. Статтею 15 Бюджетного кодексу України емісійні кошти НБУ заборонено використовувати як джерело фінансування бюджету [270]. Однак, практика грошово-кредитної політики показує, що в умовах фінансово-економічної кризи й військових дій, таке джерело все ж таки використовується. Так у 2014 році в портфелі цінних паперів НБУ було акумульовано 69,5% облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), що на 11,2% або на 171 млрд. грн. більше, ніж у попередньому році [279, с. 45]. Це призвело до монетизації внутрішнього боргу та істотно активізувало інфляційні процеси. Індекси споживчих цін і цін виробників за підсумками року зросли відповідно на 24,9% та 31,8% [279, с.27 – 28].

Інші форми фінансування бюджетного дефіциту, що передбачають пільгове кредитування державних підприємств або розміщення ОВДП серед юридичних і фізичних осіб, пов'язані з інфляційними ризиками, які переважно реалізуються у віддаленій перспективі. Таке фінансування призводить до збільшення державного боргу та витрат на його обслуговування, які, в свою чергу, підвищують ймовірність зростання дефіциту. В результаті створюються

умови для відтермінованого, поступового розкручування цінової спіралі. Величина інфляційного ефекту залежить від масштабів емісій ОВДП, динаміки ВВП і дієвості заходів щодо запобігання виникненню фінансової піраміди. Високий рівень інфляції руйнує корпоративні соціальні стандарти, істотно зменшуючи реальну заробітну плату, вартість соціальних пакетів, що пропонуються працівникам, та дестабілізуючи діяльність корпоративних пенсійних фондів і програм. Це призводить до дисбалансу між економічним і соціальним вимірами діяльності суб'єктів господарювання. Особливо негативних наслідків, за таких умов, зазнають підприємства, які вже мають певні здобутки в реалізації стратегії сталого розвитку, адже нівелюється реальна різниця в корпоративних соціальних стандартах і, відповідно, зменшується масштабність досягнутих конкурентних переваг.

Ще одним ланцюжком, що пов'язує бюджетний механізм з корпоративним сталим розвитком, є такий монетарний інструмент, як зміна облікової ставки НБУ. Її підвищення застосовується в якості ефективного антиінфляційного заходу, котрий водночас збільшує вартість позикового капіталу. Звичайно, це помітно ускладнює інвестиційну діяльність підприємств. За таких обставин, як показує практика, у першу чергу скорочується фінансування корпоративних соціальних і екологічних програм. У результаті також порушується збалансованість розвитку суб'єктів господарювання.

Досвід розвинутих економік свідчить, що дефіцит бюджету та державний борг, за законодавчих обмежень їх обсягів, обґрунтованого фінансування та інфляційного таргетування, не обов'язково призводять до зростання цін. Згідно статті 18 Бюджетного кодексу України, обсяг державного боргу не може перевищувати 60% річного ВВП [270]. Це відповідає стандартам Європейського Союзу. Тимчасове перевищення граничної величини державного боргу допускається за дозволом Верховної Ради. Варто зазначити, що за високого рівня зовнішніх запозичень, інфляційні та девальваційні очікування залежать не лише від загального обсягу державного боргу, але й від його структури. Інститутом економіки та прогнозування НАН України

обґрунтовано, що утворення зовнішнього національного боргу в розмірі більшим за 50% ВВП є критичним для стабільності фінансової системи України і перспектив економічного зростання [280, с.26]. У площині визначення граничних розмірів дефіциту бюджету доцільно звернути увагу на вимоги до держав - кандидатів у члени ЄС, що містяться в Маастрихтському договорі 1992 року. Він не повинен перевищувати 3% ВВП. За даними міністерства фінансів України, дефіцит державного бюджету у відсотках до ВВП, протягом 2008 – 2014 років, лише двічі відповідав указаному критерію (1,32% у 2008 році та 1,79% у 2011 році) [281]. Найбільш дефіцитним був державний бюджет 2010 року (5,94% ВВП)

Результати фінансової політики багатьох країн доводять важливу роль таргетування інфляції у запобіганні падіння реальної заробітної плати та, відповідно, корпоративних соціальних стандартів і корпоративної стійкості. Інфляційне таргетування передбачає визнання цінової стабільності головною ціллю монетарної політики, публічне оголошення кількісного цільового рівня інфляції, побудову монетарної політики на широкій прогнозно-інформаційній базі, дотримання принципу транспарентності та створення дієвого механізму звітності [282, с.5]. Безумовно, запровадження цього методу не означає нівелювання інших цілей монетарної політики, таких як економічне зростання, рівень безробіття тощо. Йдеться лише про підвищення вагомості цільової установки на низьку і стабільну інфляцію [283, с.4].

На основі математичного моделювання М. Карлссон та А. Вестермарк дісталися висновку, що її оптимальний рівень становить 1,15% на рік, але може відхилятися від цього орієнтиру в залежності від застосування певних ймовірних припущень [284]. Такому висновку відповідає інфляційне таргетування в економічно-розвинутих країнах. Федеральна резервна система США, Європейський центральний банк і Банк Японії мають за мету забезпечення річного індексу споживчих цін на рівні, що не перевищує 2%. Проте, необхідно зазначити, що її не можливо досягти лише засобами

монетарної політики. Саме це є причиною гальмування запровадження таргетування інфляції в країнах з її високим рівнем, зокрема в Україні.

Найбільш очевидним є вплив бюджетного механізму на сталий розвиток в екологічному вимірі. У доходній частині зведеного бюджету безпосередньо відображаються надходження від екологічного податку, грошові стягнення за шкоду, заподіяну порушеннями законодавства про охорону довкілля внаслідок господарської та іншої діяльності, а також так звані інші надходження до фондів охорони навколишнього природного середовища. Крім того, функціональна класифікація видатків бюджету передбачає розділ «Охорона навколишнього природного середовища». Проте, вплив бюджетного механізму на екологічну складову корпоративної стійкості не коректно ототожнювати із зазначеними видатками або їх співвідношенням з відповідними надходженнями. Порядок розподілу доходів від екологічного податку і грошових стягнень за порушення природоохоронного законодавства між державним і місцевими бюджетами та між їх загальними і спеціальними фондами, який у значній мірі формує фінансовий потенціал сталого розвитку в масштабах держави та її регіонів, не має ефекту прямої дії на розвиток суб'єктів господарювання в екологічному вимірі. Цей порядок, разом з іншими методами, інструментами й важелями бюджетного механізму, що охарактеризовані вище, впливає на інституціональне середовище, в якому організація приймає рішення щодо вибору стратегії забезпечення корпоративної стійкості. Навряд чи потребує доказів той факт, що достатнє фінансування та успішна реалізація загальнодержавних і місцевих програм із захисту довкілля від промислового забруднення, створює бізнес-клімат, котрий стимулює підприємства запроваджувати екологічні, енергоефективні технології.

Прямий вплив на екологічну складову корпоративної стійкості бюджетний механізм справляє лише якщо він передбачає фінансове забезпечення цільових проектів екологічної модернізації підприємств за рахунок сум сплаченого ними екологічного податку. Для відповіді на питання, наскільки бюджетний механізм

сьогодні сприяє корпоративному розвитку в екологічному вимірі, необхідно спочатку розглянути останні трансформації його законодавчої бази. Передусім, варто звернути увагу на зміну підходів до повернення підприємствам частини сплаченого ними екологічного податку у формі фінансування цільових проектів їх екологічної модернізації. Таке фінансування було запроваджено, починаючи з 2013 року, відповідно до закону України від 23.12.2010 р. № 2856 [285]. Його джерелом визначено частину надходжень екологічного податку до спеціального фонду державного бюджету в розмірі 33% у 2013 році та 50% наступного року. Порядок цільового використання цих коштів було затверджено Постановою Кабінету Міністрів України лише 7 серпня 2013 року [286].

Згідно цього документу Мінприроди наділено статусом відповідального виконавця бюджетної програми «Фінансове забезпечення цільових проектів екологічної модернізації підприємств» і головним розпорядником коштів на її виконання. Відповідальність за організацію відбору цільових проектів покладено на міжвідомчу робочу групу, яку було утворено К. М. України. Порядком також визначено вимоги до підприємства-платника екологічного податку, яке претендує на одержання коштів за вказаною бюджетною програмою. Вони стосуються їх фінансового стану (не порушено справу про банкрутство, не відбуваються процедури санації або припинення діяльності), а також платіжної дисципліни (відсутність заборгованості зі сплати податків і зборів до державного та місцевого бюджетів, внесків до Пенсійного фонду України та заборгованості з виплати заробітної плати).

Попри певні недоліки практики фінансового забезпечення екологічної модернізації підприємств за рахунок бюджетних коштів [287], вона має прямий стимулюючий вплив на корпоративний сталий розвиток. Утім, у 2014 році в бюджетному механізмі відбулися зміни, продиктовані інтересами суто фіскальної політики, які кардинально обмежили, притаманну йому протягом не тривалого періоду, функцію регулювання корпоративного сталого розвитку в екологічному вимірі. Законом України № 1165-VII від 27.03.2014 р. [288] частку надходжень екологічного податку до спеціального фонду державного

бюджету, що використовувалась для фінансування проектів екологічної модернізації підприємств, було зменшено з 50% до 39,4%, а Законом України № 1622- VII від 31.07.2014р. [289] норму, що передбачала таке фінансування, було взагалі скасовано.

Необхідно підкреслити, що ці рішення, на жаль, мають ознаки системності, адже вони є лише наслідком бюджетної політики, спрямованої на перетворення екологічного податку на звичайне джерело поповнення загального фонду бюджету. Згідно розділів VI Бюджетного кодексу України екологічний податок було визначено джерелом поповнення виключно спеціальних фондів державного та місцевих бюджетів [270]. Зважаючи на те, що доходи спеціального фонду бюджету мають цільове спрямування, ця правова норма сприяла реалізації стимулюючої функції екологічного податку. Поетапне зростання його ставок, передбачене Податковим кодексом, забезпечувало наповнення фондів охорони навколишнього природного середовища. Це, у свою чергу, дозволяло здійснювати фінансування екологічних програм і проектів у обсягах, наближених до сум відповідних надходжень до спеціальних фондів.

Проте, у 2014 році частка відрахувань екологічного податку до спеціального фонду Державного бюджету¹⁶ була зменшена, спочатку до 33,4% [288], а потім до 11,5% [289]. Законом України № 1622 – VII від 31.07.2014р. [289] із джерел фінансування спеціального фонду було вилучено екологічний податок за утилізацію знятих з експлуатації транспортних засобів. Нарешті, Законом України від 28.12.2014р. № 79-VIII «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо реформи міжбюджетних відносин» [271] відрахування екологічного податку до спеціальних фондів державного та місцевих бюджетів було повністю скасовано. Саме ці трансформації бюджетної політики стали першопричиною виключення норми щодо фінансового забезпечення цільових проектів екологічної модернізації підприємств у межах сум сплаченого ними екологічного податку.

¹⁶ Крім податку, що справляється за утворення радіоактивних відходів.

Єдиним джерелом поповнення спеціальних фондів державного та місцевих бюджетів, що пов'язане з екологічним виміром сталого розвитку, сьогодні залишаються тільки стягнення за порушення законодавства про охорону навколишнього середовища. У спеціальний фонд державного бюджету, відповідно до статті 29 Бюджетного кодексу, спрямовується 30% надходжень від даного виду стягнень. Вони використовуються на фінансування природоохоронних заходів згідно частини 6 статті 30 Кодексу. До спеціального фонду місцевих бюджетів зараховується 70% зазначених надходжень (стаття 69 Кодексу). В площині оцінки обсягів такого фінансування доцільно порівняти фактичні суми доходів зведеного бюджету від грошових стягнень за шкоду, заподіяну порушенням законодавства про охорону навколишнього природного середовища внаслідок господарської та іншої діяльності та від екологічного податку [290, с. 393]. Суми сплачених санкцій протягом 2011– 2014 років становили від 4,3% до 1,5% від сум екологічного податку у бюджетних доходах і мали тенденцію до зниження у відносному виразі. Очевидно, що за нових умов формування спеціальних фондів державного та місцевих бюджетів, вони не мають наповненості, достатньої для необхідного фінансування природоохоронних програм і проектів.

Такий висновок наочно підтвердила практика їх фінансування в 2014 році. Для її оцінки доречно скористатися даними державної служби статистики України щодо екологічних платежів і витрат на охорону навколишнього природного середовища в розрізі їхньої структури та джерел фінансування [291, 176]. Поняття екологічних платежів поєднує надходження до доходної частини бюджету від екологічного податку за забруднення навколишнього природного середовища й штрафні санкції за порушення законодавства у галузі його охорони та використання природних ресурсів, окрім тих, що стягуються в адміністративному порядку з посадових осіб. Попри позитивну динаміку зростання екологічних платежів і сукупних витрат на охорону довкілля, в тому числі капітальних інвестицій, протягом 2008 – 2014 років (рис.3.6), бюджетні видатки за цим напрямом фінансування істотно скорочувались (рис. 3.7).

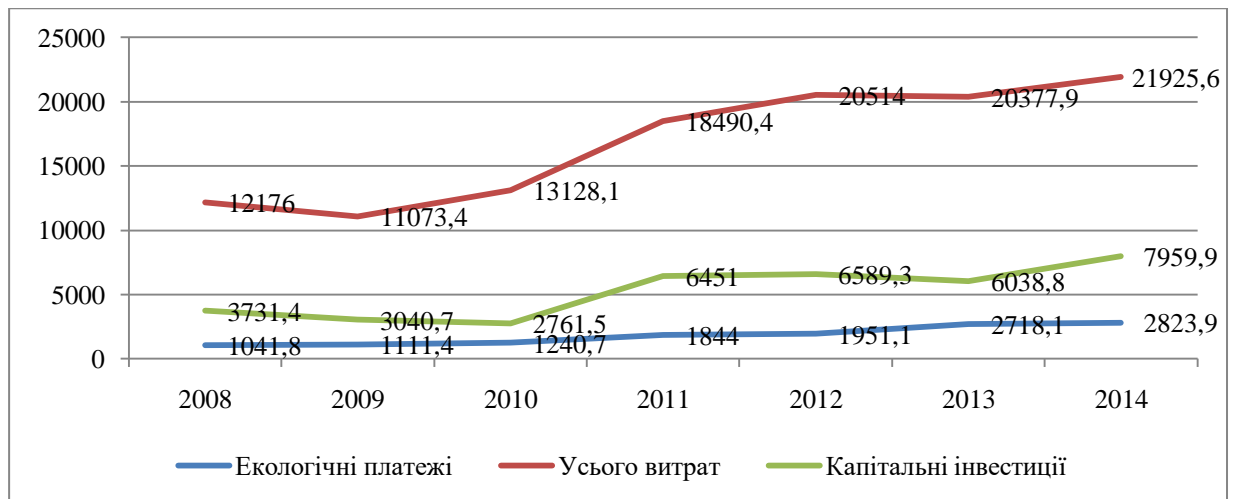


Рис. 3.6. Динаміка екологічних платежів і витрат на охорону довкілля

Екологічні платежі в 2014 році становили 271,1% від рівня 2008 року, сукупні витрати на охорону навколишнього природного середовища – 180,1%, а капітальні інвестиції – 213,3%. Зростання витрат відбулося за рахунок власних коштів підприємств і кредитних ресурсів. Утім, витрати на охорону довкілля з Державного й місцевих бюджетів за цей період скоротилися на 61,9%, капітальні інвестиції – на 85,3%. Особливо помітним виявилось падіння обсягу сукупних і капітальних витрат у 2014 році (відповідно на 37,4% та 56,2%). Варто зауважити, що в 2014 році, на відміну від 2015 року, екологічний податок ще частково спрямовувався у спеціальні фонди Державного й місцевих бюджетів. Дуже показовою, у площині оцінки стимулюючої функції бюджетного механізму, є динаміка капітальних інвестицій екологічного характеру, включно з витратами на капітальний ремонт основних засобів природоохоронного призначення. З урахуванням усіх джерел фінансування, вони зросли, протягом аналізованого періоду, значно більше, ніж поточні витрати на охорону довкілля (рис. 3.6), за найбільшого скорочення бюджетної складової фінансування (рис. 3.7). Зважаючи на те, що капітальні інвестиції є визначальним чинником сталого розвитку, зазначена тенденція не може не насторожувати. Вона свідчить про втрату бюджетним механізмом важливої функції стимулювання екологізації виробництва.

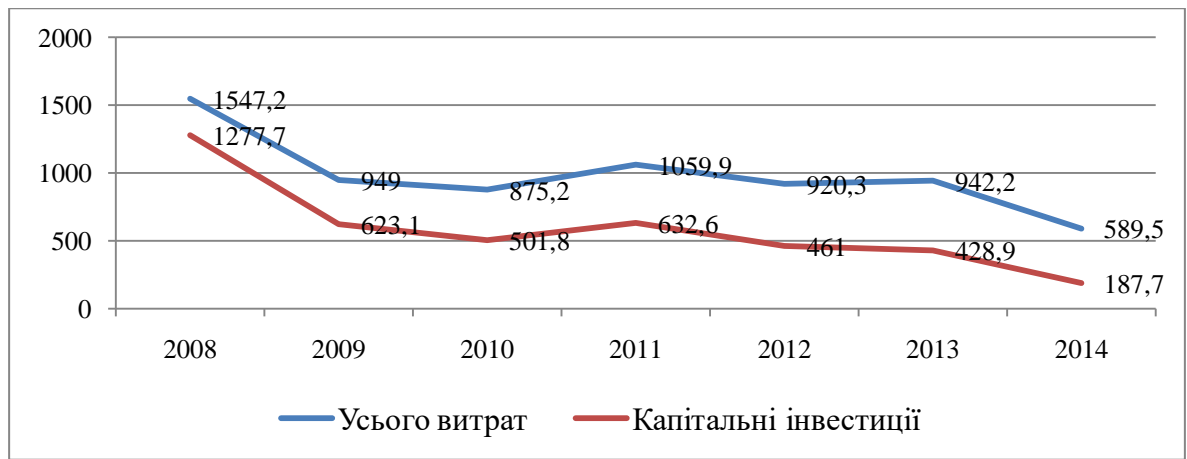


Рис. 3.7. Динаміка витрат на охорону навколишнього природного середовища, в тому числі капітальних інвестицій, з державного та місцевих бюджетів.

Частка доходів від екологічного податку в структурі податкових надходжень зведеного бюджету, попри її поступове зростання по роках аналізованого періоду, є сьогодні вкрай незначною, на рівні одного відсотка (табл.3.6). Утім, високими є витрати на адміністрування екологічного податку, зважаючи на складність розрахунків і контролю. Отже, фіскальна значущість цього податку викликає суттєві сумніви. За своєю природою він, за теперішніх умов, є оптимальним інструментом стимулювання корпоративного сталого розвитку. Таким чином, перетворення екологічного податку в звичайне джерело поповнення загальних фондів державного та місцевих бюджетів, що відбулося внаслідок змін Бюджетного кодексу в 2014 році, є економічно та соціально невиправданим. У результаті екологічний податок не лише позбавлено де-факто функції стимулювання корпоративного сталого розвитку. З огляду на його низьку фіскальну ефективність, під питанням опинилась доцільність подальшого застосування цього податку за існуючих особливостей бюджетного механізму.

Неоднозначний ефект на екологічну складову сталого розвитку справляють процеси децентралізації бюджетних надходжень. Їх позитивною стороною є посилення впливу органів місцевого самоврядування на запровадження природоохоронних заходів підприємствами, розташованими на територіях

їхньої відповідальності. Аналіз факторів корпоративної екологічної діяльності, наведений у підрозділі 2.2, довів суттєву роль цього чинника за сучасного стану фінансових механізмів сталого розвитку в Україні. Негативним моментом є певна розпорошеність надходжень від екологічного податку між бюджетами міст районного значення, сіл і селищ. Для досягнення цілей сталого розвитку необхідно забезпечити концентрацію коштів на реалізацію крупних регіональних природоохоронних програм. Проте, ця пропозиція матиме практичне значення лише за умови спрямування екологічного податку виключно в фонди охорони навколишнього природного середовища, що передбачено законопроектом № 2830, та відновлення норми щодо бюджетного фінансування проектів екологічної модернізації підприємств.

Таблиця 3.6

Частка екологічного податку в податкових надходженнях зведеного бюджету

Роки	Екологічний податок, млн. грн.	Податкові надходження, млн. грн.	Частка екологічного податку в податкових надходженнях, %
2011	2275,9	334 691,9	0,68
2012	2816,0	360 567,2	0,78
2013	3899,5	353968,1	1,1
2014	4830,9	367511,9	1,31

Напрями впливу бюджетного механізму на корпоративний сталий розвиток у соціальному та екологічному вимірі показані на рис. 3.8. Саме за цими напрямками має відбуватися трансформації, спрямовані на побудову дієвого бюджетного механізму забезпечення корпоративної стійкості. Вирішення цієї задачі потребує комплексної системної реалізації заходів удосконалення бюджетних відносин. Таргетування інфляції, дотримання обґрунтованих обмежень дефіциту бюджету, зокрема квазіфіскального, та обсягів і структури державного боргу дозволять істотно пом'якшити проблему невизначеності зовнішніх умов корпоративного соціального розвитку.



Рис. 3.8. Вплив бюджетного механізму на корпоративний сталий розвиток у соціальному та екологічному вимірі.

Фінансування цільових проектів екологічної модернізації підприємств у межах сум сплаченого ними екоподатку забезпечить ефект прямої дії бюджетного механізму на екологічну складову корпоративної стійкості. Проте, зважаючи на особливості бюджетного механізму, найбільш істотних результатів варто очікувати від реалізації заходів не прямого впливу на корпоративний сталий розвиток, а опосередкованого змінами інституціонального середовища. Йдеться, передусім, про розробку і фінансування довгострокових наукових, організаційних, виробничих та освітянських цільових програм екологічного та соціального спрямування. З огляду на сучасний стан інституціонального середовища сталого розвитку, провідна роль у процесі його удосконалення належить комплексній антикорупційній програмі. Її реалізація має унеможливити або, принаймні, істотно ускладнити для суб'єктів господарювання шляхи ухилення від вимог чинного законодавства та створити нові правила й звичаї соціально-відповідального бізнесу.

Треба наголосити і на необхідності перегляду існуючої практики формування видатків бюджетів на науково-дослідні роботи (НДР). Спільне фінансування НДР за рахунок коштів бізнес-структур і Державного та місцевих бюджетів сприяє вирішенню актуальних проблем, таких як глобальні кліматичні зміни внаслідок викидів парникових газів. Якщо права на використання результатів НДР у повному обсязі приватизовані, досягти максимального суспільного ефекту не можливо [272, с. 32]. Проте, передумовою системної розробки бюджетного фінансування та реалізації зазначених програм є створення національної концепції сталого розвитку за зразком існуючих у країнах ЄС. Проведене дослідження основних фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку дозволило конкретизувати взаємозв'язки між ними (рис.3.9). Вони мають як прямий, так і опосередкований характер.



Рис.3.9. Основні взаємозв'язки в системі фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку:

1 - розподіл і перерозподіл податкових надходжень; 2 – еколого-трудова податкова реформа, запровадження системи торгівлі квотами на викиди парникових газів; 3 – вплив бюджетного механізму на трансформації інституційного середовища; 4 – попит на страхування екологічних і соціальних ризиків; 5 – соціально-відповідальне інвестування капіталу страхових компаній; 6 – вплив страхування екологічних і соціальних ризиків на оцінку кредитоспроможності позичальників-юридичних осіб; 7 – вплив інституційного середовища.

Податковий та бюджетний механізми, передусім, зв'язують процеси розподілу податкових надходжень між загальним і спеціальним фондами бюджетів, а також процеси їх подальшого перерозподілу, наприклад у формі фінансування цільових проектів екологічної модернізації підприємств за рахунок сум сплаченого ними екологічного податку. Від регулювання цих процесів залежить ефективність стимулюючої функції зазначених фінансових

механізмів. Обґрунтовані вище законодавчі зміни в царині оподаткування та бюджетних відносин, спрямовані на створення передумов сталого розвитку (еколого-трудова податкова реформа, запровадження системи торгівлі квотами на викиди парникових газів, таргетування інфляції тощо), зроблять стратегії забезпечення корпоративної стійкості економічно доцільними. Їх реалізація опосередковує вплив бюджетного й податкового механізмів сталого розвитку на формування недержавних фінансових механізмів, які теж знаходяться у взаємозв'язку та взаємодії. Так розвиток інвестиційного та кредитного механізмів забезпечення корпоративної стійкості об'єктивно генерує попит на страхування екологічних і соціальних ризиків, яке, в свою чергу, впливає на принципи оцінки кредитоспроможності позичальників-юридичних осіб. Соціально-відповідальне інвестування капіталу страхових компаній може стати вагомим ресурсом інвестиційного забезпечення корпоративного сталого розвитку. На решті, формування недержавних фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку є важливою складовою процесу трансформацій інституціонального середовища, спрямованих на створення економічного підґрунтя підвищення соціальної відповідальності бізнесу та гармонізацію інтересів суб'єктів господарювання і суспільства. Вони опосередковують зворотний зв'язок недержавних фінансових механізмів з податковою системою та бюджетною політикою.

РОЗДІЛ 4

ШЛЯХИ ВИРІШЕННЯ ПРОБЛЕМ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ КОРПОРАТИВНОГО СТАЛОГО РОЗВИТКУ

4.1. Дослідження факторів прийняття стратегічних рішень щодо вибору виду розміщення акцій.

Досконалий інвестиційний механізм сталого розвитку передбачає економічно виправдану пріоритетність інвестування в статутні капітали підприємств з високим рейтингом КСВ. Його характерною ознакою є функціонування соціально-відповідальних інституціональних інвесторів. На початкових стадіях трансформації моделі бізнес-центризму у модель сталого розвитку, в результаті обґрунтованих вище змін у сфері оподаткування та бюджетних відносин і формування реакцій кредитного та страхового ринків на рівень корпоративних екологічних і соціальних стандартів, створюються лише передумови виникнення такого механізму. Проте, ефективність податкового, бюджетного кредитного та страхового механізмів корпоративного сталого розвитку критично залежить від вирішення нагальних фінансових проблем його інвестиційного забезпечення. Причини цих проблем, так само як і способи їх розв'язання лежать в площині корпоративної емісійної та дивідендної політики.

Економічно обґрунтована корпоративна емісійна політика є невід'ємною складовою ефективною системи корпоративного управління. Вона не лише безпосередньо торкається інтересів акціонерів, але й істотно впливає на інвестиційну привабливість емітента, його фінансові результати та економічний потенціал зростання. Саме тому важливо визначити бар'єри та стимули емісійної політики, яка задовольняє інтересам акціонерів, у тому числі міноритарних, і створює умови для сталого корпоративного розвитку. До актуальних методологічних та методичних проблем емісійної політики належать: визначення критеріїв та умов її ефективності, прогнозування потреби

у збільшенні статутного капіталу, обґрунтування оптимального курсу емісії корпоративних прав, часу та етапів її проведення.

Останнім часом, нові підходи до вирішення цих проблем запропоновані в працях таких вітчизняних і зарубіжних науковців як А. Г. Борщ, Н.М. Давиденко, О. В. Павловська, Д. Маклін, Р. Грінвуд, Д. Джентер [292 – 297]. Проте досі не існує обґрунтованого розуміння системи факторів, які визначають прийняття стратегічних рішень щодо вибору виду розміщення корпоративних прав публічними акціонерними товариствами (ПАТ) у сучасних умовах розвитку української економіки. Публічне розміщення цінних паперів, згідно статті 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачає їх відчуження будь-яким потенційним інвестором, тоді як приватне – лише існуючим акціонерам, а також заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує ста [298]. Зрозуміло, що за умов задовільного фінансового стану емітента, можливості збільшення статутного капіталу та одержання емісійного доходу шляхом публічного розміщення акцій є значно ширшими. Зважаючи на те, що корпоративний сталий розвиток ґрунтується на докорінній модернізації технологічних, інформаційних та організаційних процесів, спрямованих на досягнення збалансованих економічних, екологічних і соціальних цілей організації, він потребує масштабних надходжень фінансових ресурсів. Отже обмеження кола інвесторів через запровадження приватного розміщення акцій обумовлюється або недостатньою інвестиційною привабливістю емітента, або не фінансовими причинами.

Сучасні дослідження довели, що в країнах з розвинутим фондовим ринком частка відкритого розміщення акцій публічних акціонерних товариств становить майже 50%. Приватне розміщення акцій публічними акціонерними товариствами, передусім, характерне для невеликого бізнесу. Так за результатами, одержаними Г. Гомесом і А. Філіпсом, 58 відсотків емісій акцій та конвертованих облігацій публічних акціонерних товариств здійснюється на приватному ринку, тоді як у групі невеликих підприємств цей показник досягає 81% [299]. У ряді досліджень виявлено значну позитивну залежність між таким

індикатором асиметрії інформації як відношенням балансової вартості акцій до ринкової (book to market ratio) та ймовірністю приватного розміщення [300 – 303]. Зважаючи на те, що акції невеликих публічних акціонерних товариств зазвичай недооцінюються фондовим ринком, стає зрозумілим чому ці емітенти надають перевагу саме приватному розміщенню цінних паперів. Зростання вартості акцій у період, що передує додатковій емісії, навпаки, підвищує ймовірність публічного розміщення цінних паперів [299;300;301;304].

З метою визначення факторів, що впливають на корпоративну емісійну політику, було проаналізовано дані офіційної звітності всіх публічних акціонерних товариств банківського та не фінансового секторів економіки, які проводили розміщення акцій на суму, що перевищує 25% статутного капіталу протягом 2011 та 2012 років¹⁷. Джерелом інформації стала Загальнодоступна інформаційна база даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів [165], зокрема Електронна система комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН) емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі [305].

Для визначення факторів вибору виду розміщення акцій було застосовано математичний апарат побудови дерев класифікації у вигляді алгоритму Random forest (Випадковий ліс), який було створено Лео Брейманом і Адель Катлер, та пакет прикладних програм STATISTICA 10. Вибір методу обумовлюється необхідністю опрацювання категоріальних змінних, можливістю одержання формалізованої оцінки їхньої важливості з метою класифікації, відсутністю попередньої інформації щодо типу розподілу даних та про форми залежності між ними, а також високою надійністю та достовірністю цього алгоритму. Метод, зокрема, передбачає генерування нових вибірок на базі вихідної, формування позавибіркового тестового набору даних для визначення середньостатистичної помилки результатів та їх аналіз на основі побудови декількох дерев класифікації [306, с. 587–602]. Математичний апарат побудови

¹⁷ Формування вибіркової сукупності об'єктів дослідження за критерієм розміщення акцій на суму, що перевищує 25% статутного капіталу обумовлюється особливостями Загальнодоступної інформаційної бази даних НКЦПФР про ринок цінних паперів.

дерев класифікації було застосовано до наступних змінних (предикторів): концентрація капіталу у вигляді інтервального предиктору; балансовий курс (<100%, >100%); рентабельність власного капіталу (ROE: < 5%, > 5%); істотна участь інститутів спільного інвестування (ІСІ) та держави (категоріальний предиктор: так, ні); сектор економіки (категоріальний предиктор: нефінансовий, фінансовий); дивіденди (категоріальний предиктор: так, ні); статутний капітал (інтервальний предиктор); власний капітал (інтервальний предиктор); чистий прибуток (інтервальний предиктор).

Вплив фактору асиметрії інформації не аналізувався через відсутність біржового курсу акцій переважної більшості українських ПАТ. Показник концентрації капіталу було визначено як частку статутного капіталу, що належить акціонерам із істотною участю, тобто які володіють 10 відсотками та більше акцій емітента. За таким же критерієм (10% статутного капіталу та вище) визначено й істотну участь держави та ІСІ. Зазначимо, що згідно із законодавством України, істотною участю вважається не лише «пряме та опосередковане, самостійне або спільно з іншими особами володіння 10 і більше відсотками статутного (складеного) капіталу або права голосу придбаних акцій (часток) юридичної особи» але і «незалежна від формального володіння можливість значного впливу на керівництво чи діяльність юридичної особи» [307]. Проте загальнодоступна інформаційна база даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, на основі якої побудовано масив вихідних даних дослідження, не передбачає розкриття інформації щодо неформального впливу на корпоративне управління.

В результаті дослідження було встановлено, що максимізація вартості акціонерного капіталу, що залучається в процесі емісії акцій українських публічних акціонерних товариств не є пріоритетом для власників корпоративних прав, адже з досліджених 146 ПАТ приватний вид розміщення обрали 126 підприємств, або 86,3%. У не фінансовому секторі економіки цей показник має ще більш виразне значення – 63 ПАТ із 72 об'єктів дослідження, тобто 87,5% (рис. 4.1 та рис. 4.2). Таким чином, для українських публічних

акціонерних товариств приватне розміщення акцій властиве значно більше, ніж у країнах з розвинутим фондовим ринком.

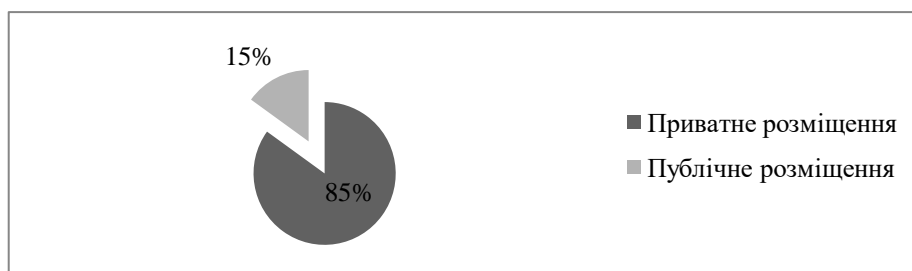


Рис. 4.1. Розподіл ПАТ фінансового сектору за видом розміщення акцій.

Застосування алгоритму Random forest дозволило оцінити важливість факторів емісійної політики. В табл. 4.1. указано ранг значущості змінних по 100-бальній шкалі, діаграму рангів надано на рис. 4.3. Пріоритетним виявився чинник концентрації капіталу. Виявлено важливість і таких чинників емісійної політики як балансовий курс акцій, сектор економіки та наявність істотної участі інститутів спільного інвестування або держави в статутному капіталі. Таким чином, в умовах інституціонального середовища українських емітентів цінних паперів, далеко не в повній мірі підтверджуються результати попередніх досліджень, зазначені вище.

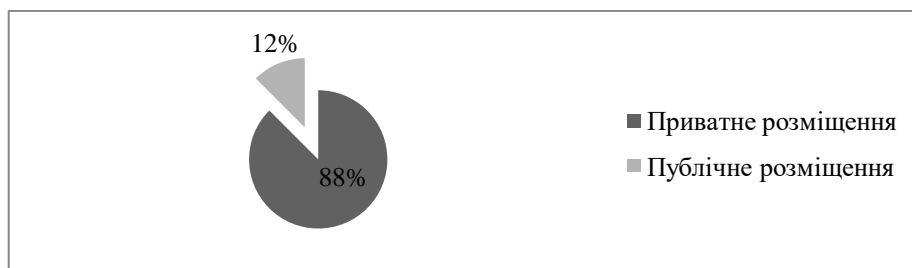


Рис. 4.2. Розподіл ПАТ нефінансового сектору за видом розміщення акцій.

Із урахуванням основних чинників класифікації побудовано модель прогнозування виду розміщення акцій, що базується на 30 деревах класифікації. Кожне дерево створено на основі випадкової вибірки, яка генерується з вихідного масиву даних. Дерево класифікації, що в максимальній мірі об'єднує результати класифікації, показане на рис. 4.4. Побудована модель у 86,29%

випадках вірно класифікує ПАТ, що обрали приватне розміщення акцій та у 80,00% випадків – товариства, які надали перевагу публічному розміщенню.

Таблиця 4.1

Значимість факторів вибору виду розміщення акцій

	Predictor importance	
	Variable Rank	Importance
Концентрація капіталу	100	1,000000
БК	87	0,869893
Сектор економіки	82	0,821060
Істотна участь держави	74	0,738207

Наявність показника балансового курсу серед факторів емісійної політики є цілком зрозумілим з огляду на законодавче обмеження права на збільшення статутного капіталу шляхом публічного розміщення акцій, у разі якщо власний капітал є менше статутного (балансовий курс акцій нижче 100%). Воно передбачене пунктом 5 статті 15 Закону України «Про акціонерні товариства» [308]. ПАТ з балансовим курсом (БК) меншим, ніж 100%, які згідно із законодавством мають право лише на приватне розміщення акцій, виявилось 38 із 146 об'єктів дослідження, тобто 26,02%, у тому числі 10 серед ПАТ не фінансового сектору економіки та 28 банків.

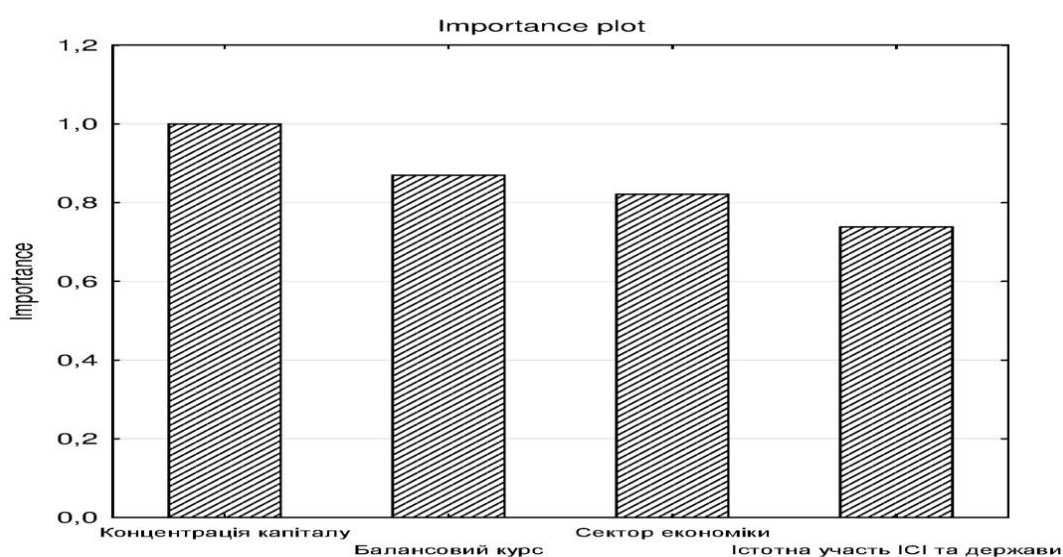


Рис. 4.3. Діаграма рангів значимості факторів

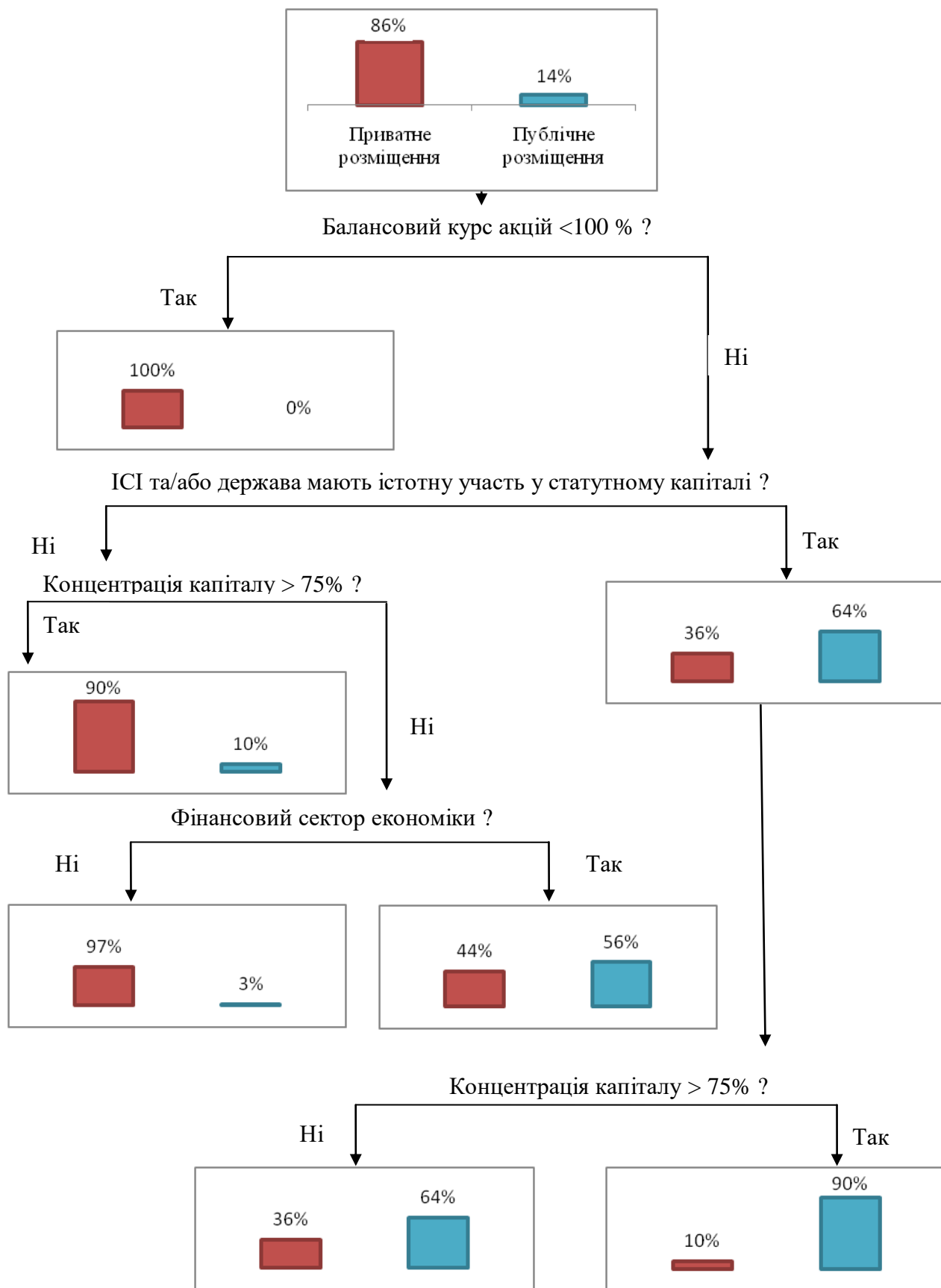


Рис. 4.4. Дерево класифікації факторів вибору виду розміщення акцій

Відсоток акціонерних товариств із власним капіталом, меншим за статутний помітно вище у фінансовому секторі, де він становить 37,84 %. Розподіл всіх об'єктів дослідження за зазначеною ознакою показано на рис. 4.5, а у фінансовому секторі – на рис. 4.6. Варто зазначити, що відсоткові співвідношення на цих рисунках лише характеризують статистичні реалії, але не мають принципового значення, адже вибір на користь приватного розміщення акцій, якщо їхній балансовий курс становить менше 100 відсотків, носить жорстко детермінований правовими факторами характер.

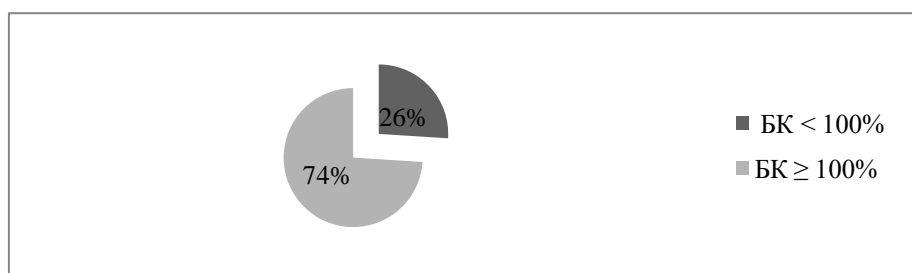


Рис. 4.5. Розподіл об'єктів дослідження за ознакою значення балансового курсу.

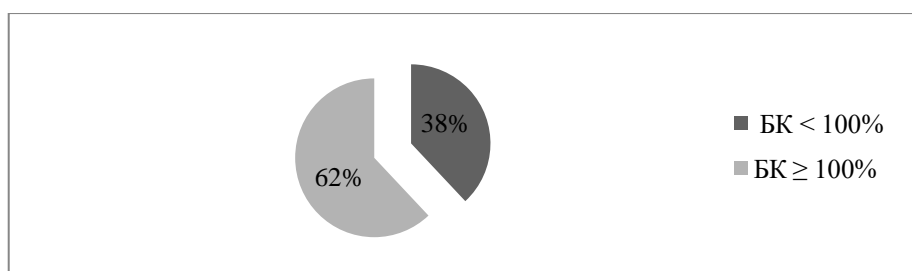


Рис. 4.6. Розподіл ПАТ фінансового сектору економіки за ознакою рівня балансового курсу .

Аналіз масиву вихідних даних визначив наступну важливу особливість емісійної політики українських акціонерних товариств. Хоча у випадках, коли власний капітал чисельно дорівнює статутному або перевищує його немає правових заборон на публічне розміщення акцій, воно все одне відбувається рідше, ніж приватне. Із 108 об'єктів дослідження із $БК \geq 100\%$ публічне розміщення акцій обрали значно менше чверті, а саме 20 ПАТ або 18,52% загальної кількості (рис. 4.7). У нефінансовому секторі економіки частка таких підприємств ще нижче, на рівні 14,51% (рис. 4.8). Таким чином, в умовах

сучасного стану корпоративних відносин в Україні, залежність виду розміщення акцій від рівня їх балансового курсу визначається, певною мірою, правовими факторами, але не фінансовими.

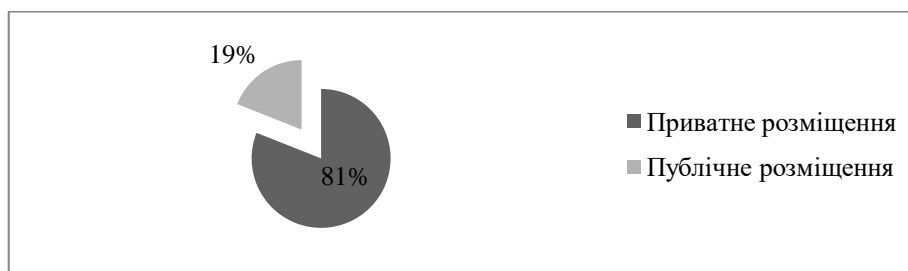


Рис. 4.7. Частка ПАТ, що здійснили публічне розміщення акцій від загальної кількості емітентів із БК $\geq 100\%$, які розміщували акції на суму, що перевищує 25% статутного капіталу

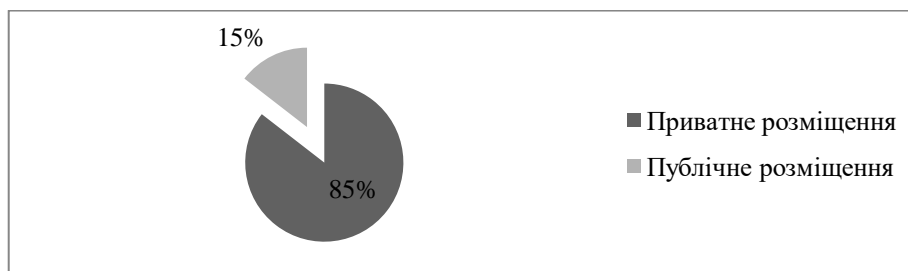


Рис. 4.8. Частка ПАТ, що здійснили публічне розміщення акцій від загальної кількості емітентів із БК $\geq 100\%$, які розміщували акції на суму, що перевищує 25% статутного капіталу в не фінансовому секторі економіки

Значимість концентрації капіталу як чинника вибору виду розміщення акцій підтверджується результатами інших досліджень [309]. Проте його пріоритетність, виявлена в ході цього дослідження, обумовлюється певними причинами правового характеру та особливостями нерозвинутого фондового ринку. Згідно статті 42 Закону України «Про акціонерні товариства» [308] рішення загальних зборів приймаються простою більшістю голосів акціонерів, крім питань, передбачених пунктами 2 – 7, 23, частини другої статті 33 цього Закону. До них, зокрема, належить і питання про розміщення акцій товариства. В такому випадку для прийняття рішення потрібно більш як три чверті голосів власників голосуючих акцій, що зареєструвалися для участі у загальних зборах

акціонерів. Зважаючи на це, достатньо очевидно є відсутність інвестиційної привабливості корпоративних прав ПАТ, де сукупна концентрація капіталу в руках великих власників перевищує 75%, тобто де всі міноритарні акціонери разом не володіють навіть блокуючим пакетом акцій. Привертає увагу те, що серед об'єктів дослідження таких товариств виявилось майже 58 %, зокрема у нефінансовому секторі економіки більше 65%.

Отже ймовірною уявляється гіпотеза, згідно якої висока концентрація капіталу не є наслідком випадкових обставин, а визначається певними інтересами мажоритарних акціонерів. Йдеться про те, що в умовах інституціонального середовища, неадекватного не лише цілям сталого розвитку, але й сутності ринкової економіки, принциповим обмеженням емісійної політики багатьох емітентів є збереження мажоритарними акціонерами максимального контролю над акціонерним товариством. Звичайно публічне розміщення акцій не є інструментом досягнення такої мети, особливо займовірної загрози зміни власників контрольного пакету акцій [310]. Водночас, це виглядає не природним для таких акціонерів як інститути спільного інвестування та держава. Вони, як правило, зорієнтовані на суто економічні критерії оцінки ефективності емісійної політики.

Дія таких чинників емісійної політики як концентрація капіталу та істотна участь певних категорій акціонерів у статутному капіталі, проявляється через їх взаємозв'язок. Отже, логічно припустити, що сукупна концентрація капіталу в руках великих власників на рівні більше 75%, за відсутності істотної участі держави та/або ІСІ в статутному капіталі, є ознакою акціонерних товариств, які, в сучасних умовах, надають перевагу приватному розміщенню акцій. Тому на основі поєднання таких категоріальних змінних як «сукупна концентрація капіталу в руках великих власників на рівні більше 75%» і «наявність істотної участі держави та/або інститутів спільного інвестування (ІСІ) в статутному капіталі акціонерного товариства» було створено новий інтегрований фактор вибору виду розміщення акцій.

Результати дослідження довели доцільність формування такого фактору. Серед ПАТ з балансовим курсом акцій не менше 100% зазначена ознака виявилась характерною для 54 підприємств, що становить половину їх загальної кількості. У нефінансовому секторі економіки значення цього показника досягає 51,61%. Усі досліджені товариства з указаною ознакою, крім одного банку, проводили приватне розміщення акцій (рис. 4.9). Де факто він теж не став виключенням, адже за результатами емісії концентрація капіталу та власник контрольного пакету акцій не змінилися.

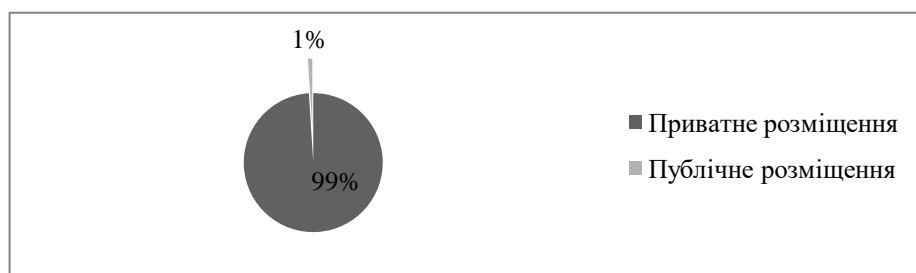


Рис. 4.9. Частка публічного розміщення акцій в сегменті товариств із БК \geq 100%, сукупною концентрацією капіталу в руках великих власників на рівні більше 75% за відсутності істотної участі держави та/або ІСІ в статутному капіталі.

У ході дослідження категоріальна змінна «істотна участь держави та/або інститутів спільного інвестування в статутному капіталі акціонерних товариств» виявилася одним із головних факторів вибору публічного виду розміщення акцій. Як уже зазначалося вище, під істотною участю розуміється володіння 10 і більше відсотками статутного капіталу. Однак очевидно, що істотна участь у розмірі 10% та 25% статутного капіталу означає принципово різну спроможність впливу на прийняття загальними зборами акціонерів рішення щодо виду розміщення цінних паперів. Власник пакету акцій у розмірі 25% статутного капіталу, згідно пункту 5 статті 33 Закону України «Про акціонерні товариства», має право заблокувати рішення щодо розміщення акцій [308]. За меншої частки у статутному капіталі необхідно шукати варіанти

формування спільного блокуючого пакету акцій разом з іншими міноритарними акціонерами, що далеко не завжди є можливим. З огляду на це, доцільно трансформувати зміст категоріальної змінної, що характеризує істотну участь, наступним чином: «наявність блокуючого або контрольного пакету акцій у власності держави та/або інститутів спільного інвестування».

Серед 54 об'єктів дослідження, які опинилися за межами двох класифікаційних груп, зазначених вище, у 9 ПАТ (16,67%) не менше 25% статутного капіталу знаходиться у власності державних, муніципальних підприємств або ІСІ. В нефінансовому секторі економіки частка таких підприємств становить 23,33%. Хоча кількісно вона є відносно не високою, ярко виражена непропорційність розподілу об'єктів дослідження за ознакою виду розміщення цінних паперів свідчить про вагомість проаналізованого фактору формування корпоративної емісійної політики. Лише одне акціонерне товариство із 9 ПАТ, де у власності держави та/або ІСІ знаходяться контрольні чи блокуючі пакети акцій, обрало приватне розміщення акцій, решта надала перевагу публічному розміщенню (рис. 4.10). Що стосується підприємства, яке стало єдиним виключенням із закономірності, то воно має певну специфіку, яка зазвичай впливає на формування стратегії управління власним капіталом. Йдеться про невеликий статутний капітал (12177,9 тис. грн.), середньооблікову чисельність працівників, яка не перевищує 50 чоловік та збитковість діяльності, що спостерігається протягом останніх років.

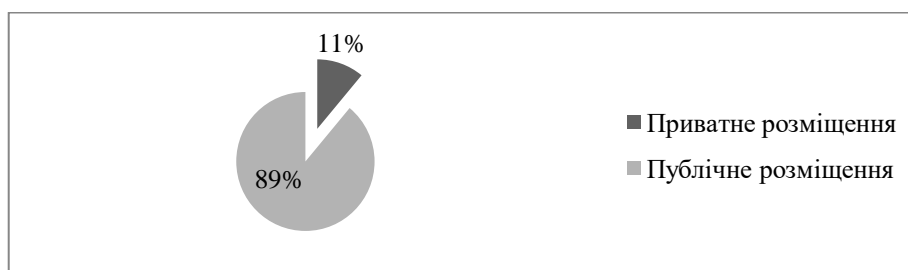


Рис. 4.10. Розподіл ПАТ із наявністю блокуючого або контрольного пакету акцій у власності держави та/або інститутів спільного інвестування за ознакою виду розміщення акцій.

Розподіл підприємств, які не увійшли в три зазначені вище класифікаційні групи, найбільш виразно, за ознакою виду розміщення акцій, відбувається по секторах економіки. Із 23 акціонерних товариств не фінансового сектору лише три (13,04%) здійснили публічне розміщення акцій (рис. 4.11). Зовсім інша ситуація спостерігається в банківському секторі (рис.4.12), де публічне розміщення більш розповсюджено (36,4% випусків акцій).

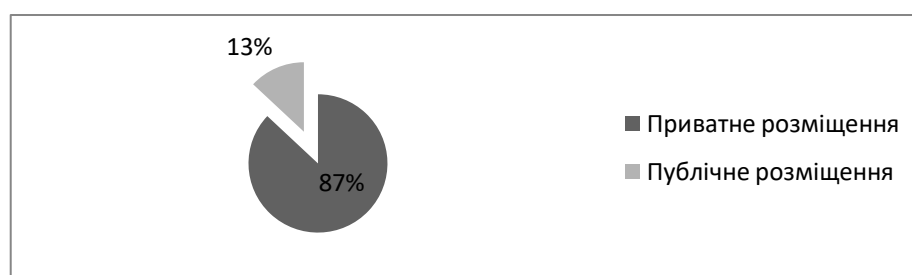


Рис. 4.11. Розподіл ПАТ нефінансового сектору економіки поза межами перших трьох класифікаційних груп.

Варто звернути увагу на залежність вибору виду розміщення акцій банками від певного рівня балансового курсу акцій. На разі йдеться вже не про правову заборону приватного розміщення акцій в умовах від'ємного значення чистих активів, розрахованих за даними балансу, але про суто фінансові критерії привабливості корпоративних прав емітента для сторонніх інвесторів. Аналіз останнього групування об'єктів дослідження, показаного на рис. 4.13, доводить, що вибір виду розміщення акцій корелює з рівнем їх балансового курсу. З його збільшенням помітно зростає ймовірність публічного розміщення акцій.

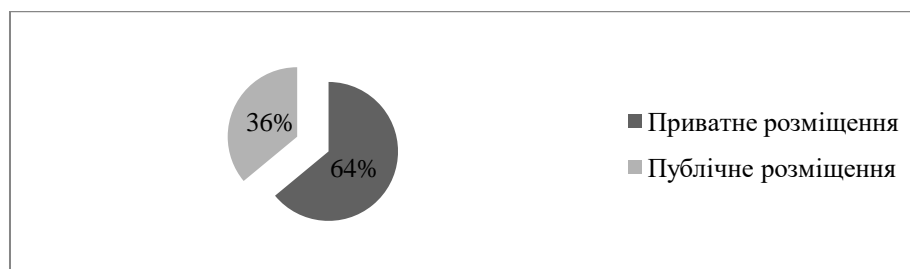


Рис. 4.12. Розподіл ПАТ банківського сектору економіки поза межами перших трьох класифікаційних груп

Серед емітентів з балансовим курсом вище 117%, більше шістдесяти відсотків (61,54%) оголошували публічне розміщення акцій. Всі емітенти із балансовим курсом акцій менше 117% проводили лише приватне розміщення цінних паперів. Отже, правомірно говорити про достатньо високий ступень залежності вибору виду розміщення акцій товариствами банківського сектору економіки від фінансових результатів їхньої діяльності (рис. 4.13).

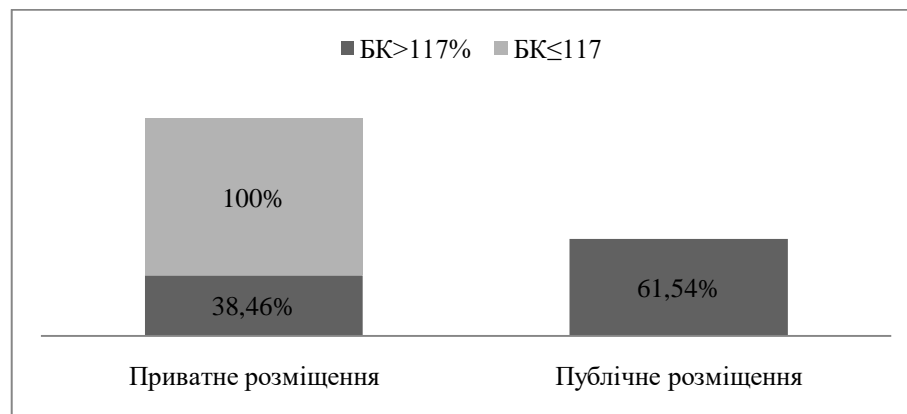


Рис. 4.13. Частка приватного та публічного розміщення акцій серед ПАТ банківського сектору економіки поза межами трьох класифікаційних груп.

За алгоритмом, що передбачає ранжування ознак, за якими із вихідної (попередньої) вибірки, на кожному кроці дослідження, виділяється наступна, максимально однорідна за видом розміщення акцій, було побудовано наступну ієрархічну модель класифікації факторів, що визначають корпоративну емісійну політику (рис.4.14). Вона надає можливість, з високим ступенем достовірності, прогнозувати вказаний вимір емісійної політики [311, с. 313 – 314]. Варто підкреслити, що модель не відповідає класичній концепції ринкової економіки, адже чинники максимізації інвестиційних надходжень для неї не є ключовими. Втім, установлені в ході дослідження критерії визначення виду розміщення акцій, знаходять логічне обґрунтування в правових, економічних та інституціональних особливостях сучасного стану розвитку корпоративного сектору країни.

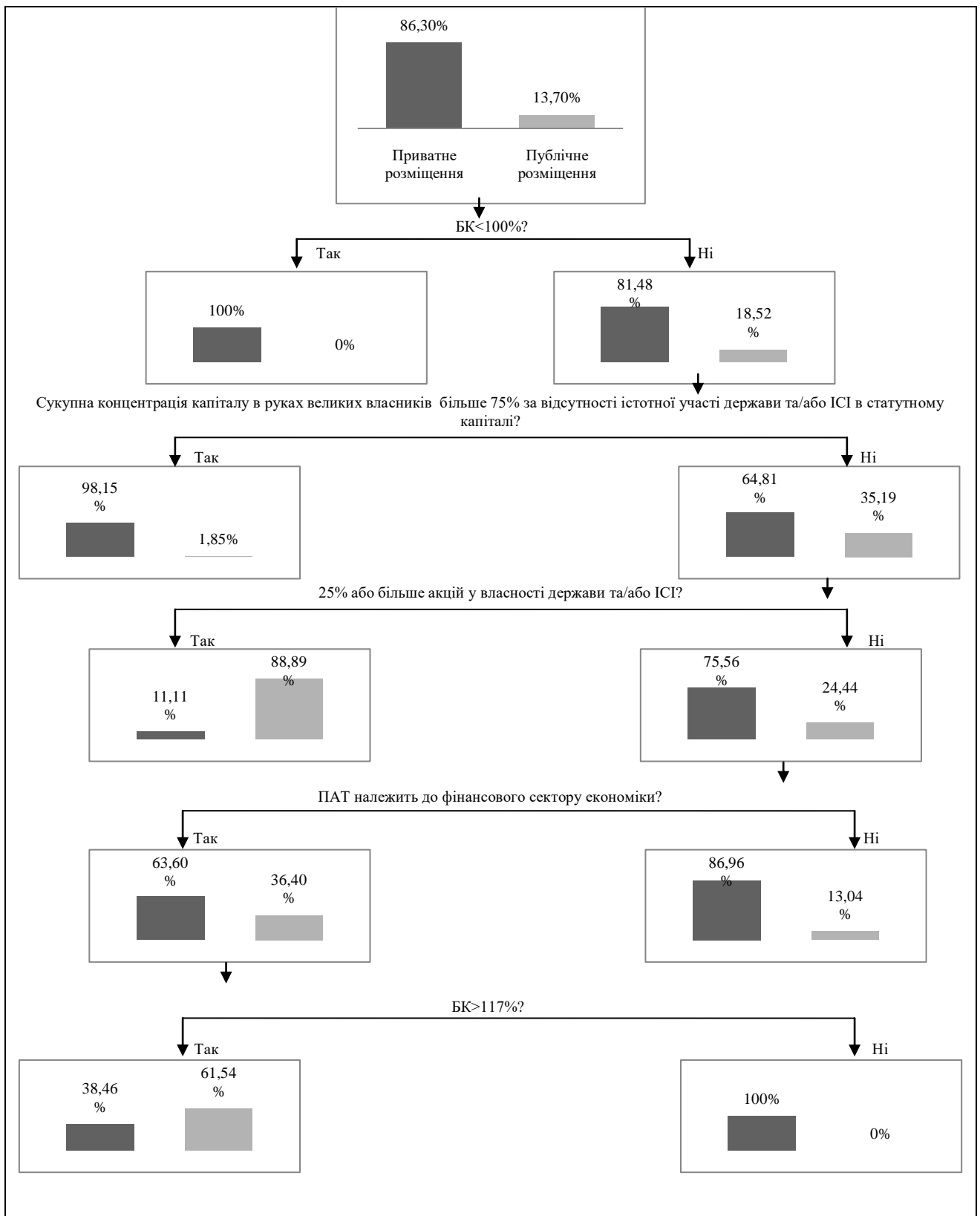


Рис. 4.14. Ієрархічна модель класифікації факторів вибору виду розміщення акцій.

Надзвичайно висока концентрація капіталу, будучи наслідком цих особливостей, у свою чергу, не лише істотно обмежує інвестиційну привабливість емітента, але й деформує його емісійну політику, підпорядковуючи її цільовим настановам збереження тотального контролю над підприємством. Це з одного боку, є однією з причин нестачі фінансових ресурсів для реалізації крупномасштабних програм модернізації виробництва, забезпечення якісно іншого рівня його енергоефективності та екологічності, а з іншого, є підґрунтям для ігнорування прав міноритарних акціонерів. Природно, ця закономірність не притаманна акціонерним товариствам з істотною участю в статутному капіталі інститутів спільного інвестування, особливо за наявності у них контрольного або навіть блокуючого пакету акцій. Специфіка вітчизняного корпоративного сектору полягає у тому, що пряма або опосередкована участь держави та муніципальних органів в акціонерному капіталі позитивно впливає на вибір публічного розміщення цінних паперів, отже й на залучення інвестицій.

Цей факт, установлений в процесі дослідження, переконливо свідчить про те, що лише ринкові механізми в умовах сучасного інституціонального середовища не спроможні створити привабливий інвестиційний клімат. Одним із напрямів активізації інвестиційних процесів має стати стимулювання розвитку інститутів спільного інвестування, зокрема зорієнтованих на соціально-відповідальний бізнес. Слід зазначити, що для вибірки об'єктів дослідження вимір участі ІСІ (держави) в акціонерному капіталі на рівні 10% і вище, або 25% і вище, у складі інтегрального критерію разом із показником концентрації капіталу, дає майже однаковий результат класифікації. Проте, у моделі прогнозування вибору виду розміщення акцій, з огляду на можливість узгодженого голосування певних категорій міноритарних акціонерів, теоретично доцільно надати перевагу показникові істотної участі (10%).

Модель факторів емісійної політики показала, що значимим класифікаційним критерієм вибору публічного виду розміщення акцій виявилась приналежність акціонерних товариств до банківського сектору

економіки. Крім того, лише для банків було визначено статистично значиму залежність вибору виду розміщення акцій від фінансових результатів діяльності (рівень балансового курсу). Тільки серед банків спостерігається й певна системність дивідендної політики. Чим це пояснюється? Виходячи із зазначених вище результатів досліджень [299], можна було б пояснити це високою капіталізацією банків у порівнянні з підприємствами нефінансового сектору економіки. Дійсно, всі банки з вибірки об'єктів дослідження, крім двох, в 2011 році задовольняли критерію лістингу, принаймні другого рівня, за вартістю чистих активів (рис.4.15). Більш того, виходячи із значень даного показника, 77% банків були спроможні претендувати на перший рівень лістингу акцій. Вартість чистих активів емітента, для першого рівня лістингу в період дослідження, мала становити не менше 100 млн. грн., а для другого – не менше 50 млн. грн. Принципово інша ситуація спостерігається в нефінансовому секторі економіки [312, с. 12]. Із 216 публічних акціонерних товариств у 2011 році переважна більшість (82%) не задовольняла критерію вартості чистих активів. Лише десята частина ПАТ відповідала за цим показником першому рівню лістингу.

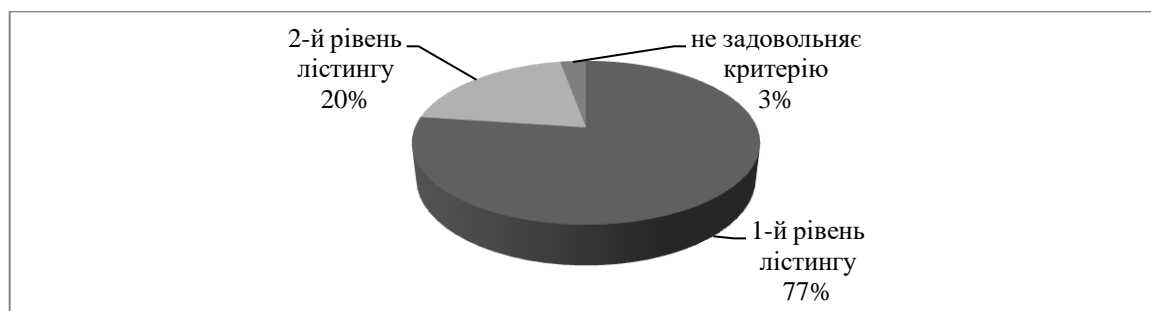


Рис. 4.15. Розподіл банків за можливим рівнем лістингу на основі критерію вартості чистих активів

Проте, капітал акціонерного товариства не потрапив до числа ключових факторів, які визначають вибір виду розміщення акцій в умовах українського фондового ринку. Отже, банки значно частіше обирають публічне розміщення акцій та, відповідно, приділяють більше уваги дивідендній політиці, ніж підприємства не фінансового сектору економіки, як правило, не через високу

капіталізацію. Радше причиною є зростання нормативних і ринкових вимог щодо зростання банківського капіталу, який є одним із найважливіших чинників конкурентоспроможності банків через специфіку їхньої діяльності. У не фінансовому секторі української економіки фактор капіталізації поки поступається за значенням прагненню власників зберегти контроль над акціонерним товариством.

У 2006 році мінімальний розмір статутного капіталу на момент реєстрації банку було збільшено до 10 мільйонів євро [313]. У гривневому еквіваленті, за середнім офіційним курсом НБУ в 2006 році, це становило 63,369 млн. грн. У 2009 році вимоги до даного показника були сформульовані вже на рівні 75 мільйонів гривень [314]. На решті, за два роки, вони збільшилися у 1,6 рази [315] і згідно із статтею 31 Закону України «Про банки та банківську діяльність» установлені на рівні 120 мільйонів гривень [316]. Отже вимоги до мінімального розміру статутного капіталу на момент державної реєстрації банку постійно та істотно зростають, що опосередковано впливає й на способи проведення додаткових емісій акцій. Водночас, прямий та значний вплив мають нормативи капіталу, а саме мінімальний розмір регулятивного капіталу (Н1), адекватність регулятивного капіталу (Н2), а також адекватність основного капіталу (Н3).

Первісна редакція Інструкції НБУ «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні» № 368 від 28.08.2001 р. передбачала поступове підвищення нормативів Н1 диференційовано по класифікаційних групах банків до 1 січня 2007 року [317]. Найбільш високі вимоги було встановлено для міжрегіональних банків. Так вони повинні були до 17 січня 2003 року забезпечити розмір регулятивного капіталу на рівні не менше ніж 5 мільйонів євро, а на 1 січня 2007 р. – не менше ніж 8 мільйонів євро. Згідно постанови НБУ № 723 від 17.11.2014 р. «Про затвердження змін до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні», мінімальний розмір регулятивного капіталу банку, який отримав банківську ліцензію після 11 липня 2014 року, має становити 500 млн. грн. Що стосується банків, які отримали банківську

ліцензію до цього терміну, то для них передбачене поступове зростання вимог до мінімального розміру регулятивного капіталу починаючи від 120 млн. грн. на 10.07. 2017 року до 500 млн. грн. на 11.07.2024 року [318].

Звичайно, збільшення регулятивного капіталу можна досягти не тільки шляхом додаткових емісій акцій, а зокрема й за рахунок прибутку, субординованого боргу, переоцінки основних засобів тощо. Проте це не применшує ролі, яку відіграє підвищення нормативу Н1 у стимулюванні емісії акцій в банківському секторі. Ефективність впливу цього інструменту НБУ на емісійну політику банків посилюється його використанням у комплексі з нормативами адекватності регулятивного та основного капіталу (Н2 і Н3), які спрямовані на забезпечення здатності банку своєчасно і в повному обсязі розрахуватися за своїми зобов'язаннями та захистити кредиторів і вкладників від непередбачуваних збитків.

Чи працює адекватний стимулюючий механізм у не фінансовому секторі економіки? Окремого секторального механізму не існує, але згідно частини першої статті 24 Закону України «Про акціонерні товариства» в редакції Закону України № 289-VIII від 7. 04. 2015 р. «публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру включення акцій до біржового реєстру» [319]. Відповідно до Положення про функціонування фондових бірж це означає допуск до торгівлі на фондовій біржі в конкретний момент часу на відповідну дату за категорією лістингових цінних паперів та інших фінансових інструментів [320]. З 2011 року до прийняття закону України № 289-VIII [319] акціям ПАТ достатньо було мати допуск до торгівлі на фондовій біржі в категорії позалістингових цінних паперів. Одностороння орієнтація публічних акціонерних товариств на позабіржовий ринок цінних паперів гальмувала інвестиційні процеси та не сприяла захищеності інвесторів. Законодавча вимога щодо включення акцій ПАТ до біржового реєстру є певним стимулом процесів залучення капіталу через поширення публічного розміщення акцій, а також сприяє забезпеченню права акціонерів на одержання дивідендів з огляду на зв'язок дивідендної політики з курсом корпоративних прав. [312].

Проте, доводиться констатувати, що за сучасних умов, перспектива використання можливостей фондового ринку не стала цільовою для корпоративного сектору української економіки, а отже й критерії лістингу не стимулюють емітентів до максимізації залучення фінансових ресурсів, формування довгострокової дивідендної політики та захисту прав міноритарних акціонерів. Негативні особливості сучасного інституціонального середовища, такі як можливість отримання позаконкурентних переваг завдяки використанню корупційних схем та небезпека рейдерських захоплень, значно зменшують зацікавленість власників корпоративних прав у відкритому виході на ринок капіталу. Невідповідність нормативам НБУ означає для суб'єкта підприємництва реальну загрозу позбавитися можливості здійснення банківської діяльності. Невідповідність критеріям публічного акціонерного товариства, може викликати зміну організаційно-правової форми. Посилення адміністративних обмежень радше за все призведе саме до таких наслідків. Отже, рішення проблеми, передусім, лежить у площині створення інституціонального середовища, адекватного потребам ринкової економіки, а у подальшому й сталого розвитку, зокрема, за допомогою сучасних фінансових механізмів. Останні, як показує досвід держав Європейського Союзу, відкривають новий напрям конкуренції, націлений на досягнення економічних вигід шляхом підвищення екологічних і соціальних стандартів. Він вимагає якісно нового підходу до процесів залучення інвестицій.

4.2. Визначення курсу емісії акцій та вартості переважного права акціонерів в контексті концепції корпоративного сталого розвитку.

Сучасні дослідження довели позитивний вплив високого рівня захисту прав акціонерів на інвестиційну привабливість підприємства та зростання його капіталізованої вартості [321]. За умов концентрації корпоративної власності, які склалися в Україні, найнезахіщенішими виявляються дрібні акціонери. У рейтингу Всесвітнього економічного форуму (2012 – 2013 р.р.) Україна

посідала 141 місце серед ста тридцяти однієї країни за позицією «захист інтересів міноритарних акціонерів» [322]. Досі невирішеною залишається проблема створення фінансового механізму захисту інтересів міноритаріїв підчас додаткової емісії корпоративних прав. Вона пов'язана з методологією визначення курсу емісії акцій, яка впливає на вартість фінансових інвестицій та ризик перерозподілу чистих активів, напрацьованих за роки функціонування підприємства, на користь нових акціонерів. У цьому контексті не розглядається така категорія корпоративних відносин як «професійно підготовлені до корпоративної гри представники міноритарних акціонерів» [323].

Аналіз перспектив емісії акцій відкритих акціонерних товариств на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу за 2007 рік і дев'ять місяців 2008 року [165], та офіційної фінансової звітності цих ВАТ за попередній звітний період, а також аналогічної інформації всіх ПАТ банківського та не фінансового секторів економіки, які проводили розміщення акцій протягом 2011 та 2012 років, дозволив зробити висновки про помітні особливості корпоративних відносин в Україні, що стосуються економічної та соціальної складових сталого розвитку. Дослідження проводилось у три етапи. На першому етапі інформація оброблялася за 9 місяців 2007 року, на другому – за період до жовтня 2008 року. На третьому етапі об'єктом аналізу стали емісії акцій після набрання чинності Законом України «Про акціонерні товариства», в якому закладено принципово інші обмеження вибору курсу емісії та умови застосування переважного права на придбання цінних паперів, що додатково розміщуються товариством.

Крім традиційної заборони на розміщення акцій за курсом нижчим за номінальний, стаття 22 цього закону містить додаткове обмеження мінімального емісійного курсу у вигляді ринкової вартості, що затверджується наглядовою радою емітента [308]. Виключення передбачені для випадків розміщення корпоративних прав під час заснування товариства та його реорганізації (злиття, приєднання, поділу, виділу). Наглядова рада не може затверджувати курс акцій з відхиленням більше ніж на 10% від визначеного

оцінювачем відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність. З прийняттям закону України «Про акціонерні товариства» було також скасоване переважне право акціонерів на придбання акцій в процесі їх публічного розміщення (стаття 15). Слід зазначити, що українське законодавство досі трактує переважне право у вузькому сенсі, як пріоритетну чергу на придбання цінних паперів, не передбачаючи можливість компенсацій з боку сторонніх інвесторів за відмову від нього.

З-поміж 260-ти українських ВАТ, що були відібрані для дослідження на першому етапі, дев'ять оголосили про збільшення статутного капіталу шляхом обміну акцій у зв'язку з індексацією основних засобів або реінвестицією дивідендів. Решта товариств, у тому числі 21 інститут спільного інвестування (ІСІ), оголосили додаткову емісію акцій. Усі ІСІ запланували розміщення акцій за розрахунковою вартістю (результат ділення загальної вартості чистих активів на кількість акцій, що перебувають в обігу), але не меншою за номінальну вартість. З-поміж інших акціонерних товариств, у кількості двохсот тридцяти, тільки чотири оголосили курс емісії на рівні вище номіналу, з них два для всіх інвесторів і два – тільки для сторонніх. Таким чином 226 ВАТ, або 98,3% від їхньої загальної кількості без інститутів спільного інвестування, визначили курс додаткової емісії на рівні номінальної вартості акцій.

На другому етапі дослідження практично всі із 221 ВАТ¹⁸ визначили курс додаткової емісії на рівні номінальної вартості акцій. Постає питання, як у цих акціонерних товариствах курс емісії співвідноситься з вартістю чистих активів у розрахунку на одну акцію? Оскільки це розглядається в контексті дотримання прав міноритарних акціонерів, із загального числа емітентів було виключено: товариства, де за результатами фінансової звітності попереднього року розрахункова вартість чистих активів виявилася не більшою за статутний капітал (33 товариства); підприємства зі стовідсотковою державною власністю та товариства, де міноритарні акціонери відсутні фактично й не передбачені планом закритої підписки на акції (2 товариства). Отже, для подальшого

¹⁸ На другому етапі дослідження у вибірку не включалися інститути спільного інвестування.

дослідження використовувались дані щодо 191 ВАТ на першому етапі дослідження та 215 ВАТ – на другому етапі (далі за текстом – «досліджувані підприємства»).

Оскільки розрахункова вартість чистих активів у звітності досліджуваних підприємств збігається з величиною власного капіталу за даними балансу, відношення вартості чистих активів, що припадає на одну акцію, до її номіналу відповідає балансовому курсу акцій (БК). За результатами аналізу на першому етапі дослідження виявилось, що у майже 60% досліджуваних підприємств значення БК перевищувало 200%, а у 24% підприємств – 1000%. [324, с. 88]. Уявлення про те, наскільки значно курс емісії відрізняється від БК дає рис. 4.16. Результати другого етапу дослідження показали майже таку саму частку акціонерних товариств із високими значеннями БК. Відношення вартості чистих активів у розрахунку на одну акцію до її номіналу у 71% підприємств виявилось більше 200%. З-поміж акціонерних товариств, які не допустили зниження розміру власного капіталу нижче статутного, 30% мали цей показник на рівні що перевищував 1000%. Звичайно низький курс емісії сприяє придбанню акцій. Проте у багатьох випадках, дрібні власники не можуть дозволити собі скористатись переважним правом на придбання акцій, передбачених до розміщення, в кількості, пропорційній їхній частці у статутному капіталі. Доволі часто сума, яку необхідно сплатити для збереження частки у статутному капіталі, є занадто великою для дрібного акціонера в особі пересічного українського громадянина або невеликого підприємства.

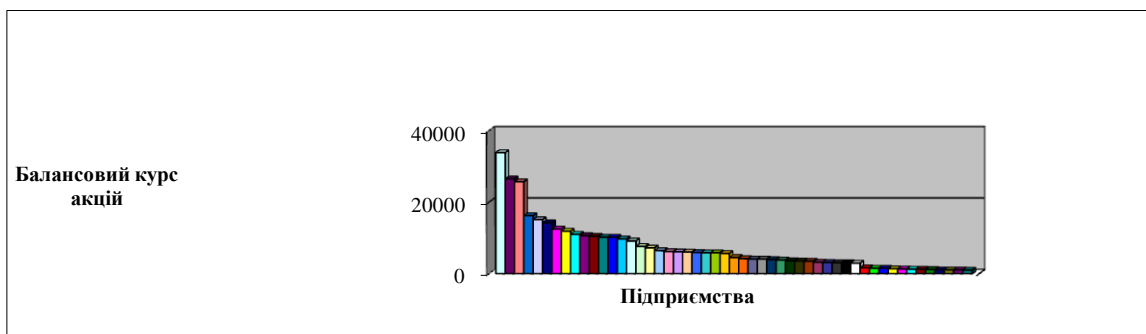


Рис. 4.16. Розподіл підприємств з БК від 1000% до 40000%

Дані повідомлень ВАТ про розміщення акцій свідчать, що відношення суми додаткової емісії до статутного капіталу лише у чверті випадків виявляється меншим за 100%. Як правило, воно перевищує 200%, доходючи іноді до кількох тисяч відсотків. Таким чином, для збереження своєї частки у статутному капіталі під час додаткової емісії акціонерам необхідно придбати значно більшу кількість акцій, ніж вони мають. У той же час значна частина ВАТ не обмежують форму оплати акцій виключно грошовими коштами, передбачаючи у проспектах емісій можливість майнових внесків. Частка таких товариств у групі досліджуваних підприємств становить коло 10%. Відсутність обмежень на форму оплати акцій сприяє перерозподілу статутного капіталу товариства на користь мажоритарних акціонерів.

Нарешті вагомим чинником, відмови дрібного акціонера купувати акції нової емісії у кількості, пропорційній його частці у статутному капіталі товариства, є усвідомлення неефективності збереження статусу дрібного акціонера в короткостроковій перспективі. Привабливість володіння акціями для міноритарного акціонера визначається зростанням їхньої курсової вартості та рівнем дивідендів. Однак, за умов нерозвинутого фондового ринку важко сподіватися, що ціна, за якою можна продати акцію адекватно відобразатиме зростання власного капіталу та прихованих резервів. Більше того, сьогодні, коли проведення додаткових емісій за номінальним курсом має системний характер, зазначені фінансові показники в більшості випадків узагалі не впливають на ціну акції. Що стосується доходу у вигляді дивідендів, то дотепер в Україні він розглядається скоріше як виняток, а не правило (див. підрозділ 4.3.).

Разом з тим, якщо акціонер не придбав акції нової емісії у кількості пропорційній його частці у статутному капіталі, він не тільки втрачає вагомість свого голосу на загальних зборах товариства (для дрібних власників, до речі, це має значення лише за умов їх певної консолідації). В товариствах, де ринковий курс або, за його відсутності, вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію перевищує курс емісії, такий власник цінних паперів зазнає

фінансових втрат. Вони пов'язані з перерозподілом капіталу, напрацьованого за роки функціонування підприємства, на користь власників, які за результатами емісії отримали або збільшили свою частку в загальній кількості акцій. Сума збитків перебуває у прямій залежності від відхилення курсу емісії нових акцій від ринкового або (за його невизначеності) балансового курсу акцій та співвідношення між сумою емісії і статутним капіталом товариства.

Те, що майже всі досліджувані підприємства оголосили емісію за номінальним курсом, разом із наведеними вище даними про значення балансового курсу акцій та обсяги їх емісій, красномовно свідчать про масштабність чинників формування фінансових втрат акціонера в разі його неспроможності зберегти власну частку в статутному капіталі. Більше того, простежується певний зв'язок між зазначеними чинниками. Для досліджуваних підприємств із високими значеннями балансового курсу акцій характерні і значні за обсягами емісії, тобто максимальна інтенсивність можливого «розмивання» власного капіталу.

Як було зазначено вище, Закон України «Про акціонерні товариства» №514-VI докорінно змінив умови визначення курсу додаткової емісії акцій. За умови, коли він дорівнюється ринковому курсу, у власників корпоративних прав, які не зацікавлені у придбанні акцій не виникають збитки. Таким чином, закон мав унеможливити проаналізовану практику перерозподілу чистих активів акціонерних товариств підчас проведення додаткових емісій акцій. Проте результати аналізу особливостей розміщення акцій після набрання чинності Закону України «Про акціонерні товариства» (третій етап дослідження) спростовують таке спрощене уявлення про наслідки його застосування. З-поміж 146 публічних акціонерних товариств банківського та нефінансового секторів економіки, які проводили розміщення акцій протягом 2011 та 2012 років, лише 9 ПАТ, або 6% від загальної кількості, орієнтувались на курс емісії, що перевищував номінальний (у тому числі одне підприємство визначало курс через аукціонні торги). Із 20 ПАТ, які обрали публічне розміщення корпоративних прав, таких виявилось лише 3, або 15%. Утім 108

ПАТ мали балансовий курс від 100% до 4493%. Розподіл ПАТ за ознакою балансового курсу показано на рис. 4.17.

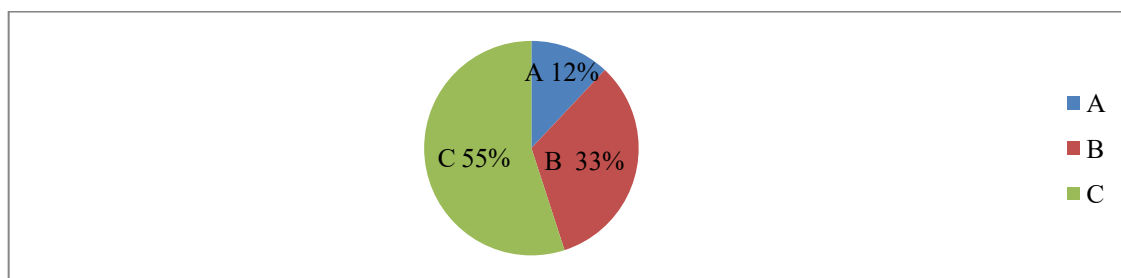


Рис. 4.17. Групування досліджуваних підприємств за ознакою балансового курсу акцій (третій етап дослідження):

A – $БК > 1000$; B – $201 \leq БК \leq 1000$ %; C – $100\% \leq БК \leq 200$ %

Безумовно, біржовий курс є значно більш об'єктивною характеристикою реальної вартості корпоративних прав емітента, ніж балансовий. Проте, як було показано в підрозділі 4.1, переважна більшість публічних акціонерних товариств, передусім не фінансового сектору економіки, досі не спроможна пройти процедуру лістингу за категорією біржових цінних паперів. Ринковий курс для них визначається не в процесі біржових торгів, а оцінювачами вартості акцій. При цьому, значення балансового курсу, які певною мірою відображають потенціал зростання ринкової вартості корпоративних прав у процесі розвитку фондового ринку, практично не впливають на остаточну оцінку. Існує ймовірність заниження ринкового курсу акцій, які не перебувають в обігу на фондових біржах, урахувавши певну неоднозначність методів оцінки. Деякі варіанти для опосередкованого заниження ринкового курсу дає і частина третьої статті 8 Закону України «Про акціонерні товариства», яка передбачає можливість мотивованого зменшення наглядовою радою розрахункового курсу емісії. Отже, законодавчі новації щодо визначення емісійного курсу акцій майже не відбилися на багаторічній практиці розміщення корпоративних прав

(де – факто за їх номінальним курсом) з її негативними наслідками для міноритарних акціонерів.

Доцільність законодавчого закріплення курсу емісії акцій на рівні ринкового викликає сумніви й в суто економічному аспекті [325, с. 580]. Сам факт оголошення додаткової емісії акцій призводить до певного зниження їх ринкової вартості передусім виходячи із постулатів теорії асиметрії інформації. У середньому втрати оцінюються на рівні третини суми надходжень від емісії корпоративних прав [326, с. 418]. Проблема виникає й у дрібних акціонерів, які бажають прийняти участь у розміщенні додаткових корпоративних прав. Високий курс емісії є для них відчутною перешкодою. Теж саме можна сказати про скасування права акціонерів на першочергове придбання акцій за умов їх публічного розміщення. У новому законі передбачений захист майнових прав дрібних акціонерів через процедуру викупу належних їм акцій за ринковою вартістю, за певних умов. Отже, закладено механізм м'якого витіснення дрібних акціонерів. Проте, потребує вдосконалення механізм заохочення їх до фінансових інвестицій.

Узагальнюючи викладене вище, можна констатувати, що методологічний підхід до встановлення курсу емісії та реалізації переважного права акціонерів, який закладено в законі «Про акціонерні товариства», виявився некоректним в умовах нерозвинутого фондового ринку. Отже сьогодні немає підстав відмовлятися від загальноприйнятої практики визначення курсу емісії акцій та ціни переважного права, звичайно, з урахуванням специфіки українського фондового ринку. Світовий досвід свідчить, що оптимальний курс емісії акцій визначається на підставі оцінки багатьох чинників, зокрема біржових тенденцій, обсягів емісії, умов оподаткування, дивідендної політики. Він враховує фінансові ризики та інтереси різних категорій власників і керівництва компанії. Крім того, в країнах з розвинутим фондовим ринком діє механізм компенсації збитків акціонерів, які не приймають участі у придбанні акцій додаткової емісії. Компенсація здійснюється шляхом торгівлі переважними правами. Сума зазначених вище збитків акціонера у розрахунку на одну

належну йому акцію визначається розрахунковою (стартовою) ціною переважного права (Π) за такою формулою [327, с.131]:

$$\Pi = \frac{K_b - K_e}{C + 1}, \quad (4.1)$$

де K_b – ринковий (біржовий) курс акцій; K_e – курс емісії нових акцій; C – співвідношення, з яким робиться емісія (відношення розміру статутного капіталу перед емісією акцій до розміру його збільшення).

Зважаючи на вищевикладене, доцільно скасувати прив'язку курсу емісії акцій до їх ринкової вартості та надати акціонерам ПАТ, які не зацікавлені у додатковому придбанні цінних паперів, можливість пропонувати для продажу, протягом визначеного часу, переважні права, виходячи з їх розрахункової (стартової) ціни. Остаточна ціна визначатиметься на основі балансу попиту та пропозиції. Для акцій, які не перебувають в обігу на фондових біржах, за умови суттєвих розбіжностей між балансовим курсом та ринковим, який визначено оцінщиком, має сенс застосовувати наступну формулу визначення стартової ціни переважного права:

$$\Pi_1 = \frac{Ч - K_e}{C + 1},$$

де $Ч$ – вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію на останній день кварталу, що передує проведенню загальних зборів акціонерного товариства, на розгляд яких виноситься питання додаткової емісії.

Чим пояснюється така пропозиція? Вартість чистих активів у розрахунку на одну акцію, безумовно, далеко не завжди збігається з ринковим курсом акцій. У країнах з розвинутою ринковою економікою біржовий курс акцій значно перевищує балансовий за рахунок вагомого впливу нематеріальних активів. На українських підприємствах зі значною часткою застарілих основних засобів спостерігається протилежна ситуація. Проте, як було доведено вище, українські

ПАТ оприлюднюють переважно чисельно рівнозначні емісійний, номінальний та ринковий курси акцій. За таких обставин, стартова ціна переважного права, що розраховується за формулою (4.1), дорівнюється нулю, тобто акціонери позбавлені можливості отримати компенсацію переважного права. У разі наявності біржового курсу, така ситуація виглядає цілком логічною. Однак, за його відсутності, в умовах істотних розбіжностей між балансовим та оціночним ринковим курсами, використання такого показника, як вартість чистих активів, що припадають на одну акцію, для визначення розрахункової величини переважного права видається доцільним, адже він не залежить від суб'єктивних підходів оцінщиків.

Питання, які розбіжності у курсах вважати істотними, залишає певний простір для дискусії. Було б логічно спочатку запровадити експериментальні торги переважними правами для акціонерних товариств з найбільшими розбіжностями на рівні 1000% та більше. Сьогодні це достатньо великий сегмент ринку (рис. 4.17). Варто підкреслити, що використання, у певних випадках, протягом періоду адаптації вітчизняного законодавства до стандартів емісійної діяльності, прийнятих у країнах із розвинутим фондовим ринком, балансового курсу акцій, замість ринкового у розрахунках переважного права, не зменшує ролі ринкових механізмів, адже йдеться лише про задачу визначення стартової ціни. Остаточна величина компенсації акціонерам, які відмовились від збільшення власного пакету акцій, встановлюватиметься в процесі балансування попиту й пропозиції на біржових або позабіржових торгах.

Сума збитків акціонера, який не приймає участі у придбанні акцій додаткової емісії (У) визначається так:

$$Y = \frac{K_b - K_e}{C + 1} \times n = \Pi \times n,$$

де n – кількість акцій товариства, що належать даному акціонерові.

Якщо біржовий курс акцій не визначено, суму збитків акціонера, який не приймає участі у придбанні акцій додаткової емісії доцільно розраховувати наступним чином:

$$Y_1 = \frac{Ч - Ke}{C + 1} \times n = П \times n,$$

Зазначимо, що максимальна величина збитків акціонера визначається кількістю акцій нової емісії, яку необхідно придбати акціонеру для збереження його частки у статутному капіталі товариства. Уявлення про рівень збитків акціонерів, що мали б бути компенсовані, дає відношення суми зазначених вище збитків акціонера у розрахунку на одну належну йому акцію до номінальної вартості акції (Пн). За результатами аналізу виявилось, що значення Пн на досліджуваних підприємствах коливається у діапазоні від 1,9 до 75970 відсотків. Для більше 60% емітентів значення Пн перевищують 1000%. Як було показано вище, зазначені збитки стосуються, передусім, дрібних акціонерів. Це наочно доводить необхідність виділення міноритарних власників корпоративних прав в окрему групу стейкхолдерів.

Механізм компенсації збитків або реалізації переважних прав акціонерів (згідно термінології прийнятої в країнах з розвинутим фондовим ринком) за умов публічного розміщення акцій повинен носити ринковий характер, тобто на законодавчому рівні доцільно передбачити порядок купівлі переважних прав на біржі або безпосередньо у акціонерів, які не бажають ними скористатися. Слід зазначити, що ефект впровадження ринкового механізму торгівлі переважними правами нівелюється за умов приватного розміщення акцій, оскільки коло потенційних покупців вельми обмежене й не виключена можливість певних домовленостей між ними щодо цінової пропозиції. Непоширеність публічного розміщення акцій знижує захист прав дрібних акціонерів за допомогою ринкового механізму торгівлі переважними правами, й передусім на підприємствах, де потенціальні втрати особливо значні.

Специфіка додаткових емісій акцій, виявлена в результаті дослідження, є передумовою невиправдано високого, з точки зору економічної доцільності, рівня концентрації капіталу акціонерних товариств у руках обмеженої кількості контролюючих суб'єктів. Запропонована методика компенсації збитків акціонерів від додаткової емісії акцій може стати дієвою складовою фінансового механізму захисту прав дрібних акціонерів в умовах нерозвиненого фондового ринку і сприятимуть корпоративному сталому розвитку в соціальному вимірі. У свою чергу, це матиме позитивний вплив на інвестиційні процеси та зростання вартості підприємств. До запровадження обґрунтованого вище механізму реалізації переважного права факт емісії акцій за номінальним курсом, у разі значно більш високого балансового курсу, має враховуватися фондами соціального інвестування, як можлива ознака дискримінації міноритарних акціонерів.

4.3. Дивідендна політика як фактор інвестиційного забезпечення корпоративного сталого розвитку та реалізації його соціального виміру

У контексті концепції сталого розвитку дивідендна політика, так само як і емісійна, має розглядатися в двох аспектах. По-перше, – як інструмент інвестиційного забезпечення збалансованого розвитку, адже вона впливає на інвестиційну привабливість підприємства. По-друге, – як важлива характеристика його соціальної складової. Це пояснюється невирішеністю проблеми захисту прав дрібних акціонерів у процесі розподілу чистого прибутку. Даючи визначення цієї економічної категорії, автори розглядають її в різних аспектах (табл. 4.2.).

Зазначається зв'язок дивідендної політики із загальною фінансовою стратегією [328] і системою управління прибутком [329], спрямованість на зростання ринкової вартості підприємств [328; 329; 336], відповідність цільовим настановам розвитку суб'єкта господарювання у довгостроковій

перспективі [331; 333; 334; 336], комплексність застосування її принципів, методів та інструментів [332; 333; 336; 337], а також вплив на ймовірність і масштабність додаткових емісій акцій [326]. Розбіжності у визначеннях дивідендної політики пояснюються радше різним ступенем деталізації її змісту, ніж причинами концептуального характеру. Такий висновок логічно випливає із загальної теорії та укоріненої практики корпоративного управління, що передбачають постановку цілей і завдань дивідендної політики на оптимальних для акціонерів принципах, з урахуванням зовнішніх і внутрішніх чинників, що впливають на неї, а також її реалізацію за допомогою відповідних форм, інструментів і методів.

Чинне законодавство України містить деякі обмеження дивідендної політики. Передусім вони стосуються форми та періодичності виплати дивідендів і врахування найважливіших фінансових критеріїв. Так, згідно статті 30 Закону України «Про акціонерні товариства» [308] дивіденди виплачуються виключно грошовими коштами. Стаття 31 цього Закону і Цивільний Кодекс України містять заборону на виплату дивідендів у разі, якщо власний капітал товариства є меншим за суму його статутного й резервного капіталу та розмір перевищення ліквідаційної вартості привілейованих акцій над номінальною. Крім того, виплату дивідендів за простими акціями унеможлиблюють наявність невиконаних зобов'язань товариства щодо їх викупу та перед власниками привілейованих акцій. Певний вплив на дивідендну політику має податкове законодавство.

Важливо, що законодавство не обмежує емітентів корпоративних прав у виборі принципів, цілей та задач дивідендної політики, а також у використанні методів її реалізації. Варто зазначити, що спроби державного регулювання мінімального рівня дивідендів, які мали місце в 2010 році були визнані неконституційними [338]. Загальні негативні оцінки існуючої практики розподілу доходів у корпоративному секторі України у фаховій літературі майже збігаються [337; 339; 340; 341, с.54]. Проте відкритими залишаються питання її причин і шляхів трансформації.

Наукові погляди на категорію «дивідендна політика»

Автори	Визначення категорії «дивідендна політика»
Енциклопедія банківської справи України [345, с.199]	Частина загальної фінансової стратегії акціонерного товариства, спрямована на зростання ринкової вартості акції. Полягає в оптимізації пропорцій між тією частиною отриманого прибутку, що йде на споживання, і тією, яку капіталізують.
Бланк І.О. [346,с.317]	Дивідендна політика являє собою складову частину загальної політики управління прибутком, що полягає в оптимізації пропорцій між споживаною і капіталізованою її частинами з метою максимізації ринкової вартості підприємства.
Брігхем Е. [347,с.494]	Дивідендна політика визначає розподіл доходів на виплати акціонерам та реінвестування.
Брілі Р., Мейерс С. [343, с.433]	Вибір між реінвестуванням доходів та виплатою дивідендів, яка має наслідком додаткові емісії акцій.
Віннікова В. [348, с.82]	Дивідендна політика – це частина політики розподілу прибутку підприємства, яка формується з урахуванням інтересів власників корпоративних прав та цільових настанов розвитку суб'єкта господарювання у поточному періоді та довгостроковій перспективі.
Гітман Л., Зуттер Ч. [349, с.574]	План дій фірми, якому вона має слідувати, коли приймає рішення щодо дивідендів.
Кравченко Ю. Я. [350, с.638]	Это совокупность принципов и методов выплаты дивидендов, которые используются акционерными обществами в соответствии с их экономическими целями и финансовыми возможностями в текущий период.
Кравчук О. М., Лещук В. П. [351,с.30]	Керована діяльність підприємства, спрямована на забезпечення формування доходу власників його корпоративних прав. Дивідендна політика формується як системна сукупність цілей та завдань у сфері участі власників у прибутках підприємства.
Топчак М. В., Маринич І. А. [352, с. 356]	Дивідендна політика визначає пропорцію розподілу прибутку між винагородою акціонерів і реінвестуванням.
Філіна Г. І. [353, с.217]	Це комплекс цілей, інструментів і методів розподілу прибутку на частину, що спрямовується на виплати власникам підприємств усіх форм власності, і на частину, реінвестовану в підприємство з метою максимізації його ринкової вартості.
Харченко Н. В. [354,с.149]	Сукупність принципів, методів і процедур, що використовуються власниками підприємства для нарахування та виплати собі доходу за рахунок чистого прибутку.

Для оцінки дивідендної політики українських емітентів було використано ту же вибірку, що і в дослідженні факторів, які визначають корпоративні рішення щодо виду розміщення цінних паперів, тобто в її склад увійшли всі публічні акціонерні товариства банківського та не фінансового секторів економіки, які

проводили розміщення акцій на суму, що перевищує 25% статутного капіталу протягом 2011 та 2012 років. На користь саме такої вибірки свідчить практика розвинених ринків, яка показує, що дивідендна політика є для інвесторів одним із визначальних критеріїв доцільності придбання акцій емітента. Вихідні дані були одержані із Загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [165].

Із 144 публічних акціонерних товариств, які увійшли в зазначену вибірку, дивіденди на прості акції нарахували лише 5 ПАТ, що становить 3,5% від їх кількості. Всі вони є банками. Отже в банківському секторі цей показник дещо вище середнього значення та досягає 6,9%. З-поміж підприємств не фінансового сектору економіки жодне не спрямувало прибуток на виплату дивідендів. Зазначимо, що взагалі за підсумками 2011 року акціонерні товариства (без урахування банків і суб'єктів малого підприємництва) сплатили дивідендів на загальну суму всього 22,34 млн. грн., у тому числі за привельйованими акціями [342]. Таку ситуацію лише частково можна пояснити причинами фінансового характеру, адже лише 10 ПАТ не фінансового сектору із 72, тобто 13,9 %, мали балансовий курс акцій менше 100%, а частка збиткових підприємств становила 50%, як у 2010 році, так і в 2011 році. Частка банків з балансовим курсом акцій менше 100% становила 38,9 % від їх кількості у вибірці. Проте, лише 22 банки не показали прибуток у фінансовій звітності в 2010 році (30,6 %) і 12 у 2011 році (16,7%). Таким чином, навіть в банківському секторі, частка стабільно прибуткових ПАТ на порядок більше частки товариств, що нарахували дивіденди на прості акції за підсумками діяльності в 2010 – 2011 роках. Рисунки 4.18 та 4.19 наочно демонструють ставлення до нарахування дивідендів ПАТ, які за даними офіційної фінансової звітності одержали в 2011 році прибуток, та вартість чистих активів котрих була не менше зареєстрованого капіталу.

Отже, на сучасному рівні розвитку корпоративних відносин в Україні позитивні фінансові результати незначно впливають на ймовірність нарахування дивідендів на прості акції. У ході дослідження було встановлено,

що серед 5 ПАТ, які нараховували дивіденди, 40% проводили публічне розміщення. Це становить лише 10% від загальної кількості емітентів, які надали перевагу такому виду розміщення акцій. У банківському секторі економіки значення цього показника досягає 18,2%. Хоча наведені цифри вище у порівнянні з часткою ПАТ, які нараховували дивіденди серед емітентів що обрали приватне розміщення акцій (2,4% від їх загальної кількості та 4,8% у банківському секторі), немає підстав говорити про значимість взаємозв'язку між дивідендною та емісійною політиками на корпоративному рівні в умовах сучасної української економіки. В процесі дослідження не виявлено й суттєвого впливу концентрації капіталу на ймовірність виплати дивідендів. Значення цього показника серед ПАТ, які нараховували дивіденди, коливаються у межах від 36,4% до 99%.

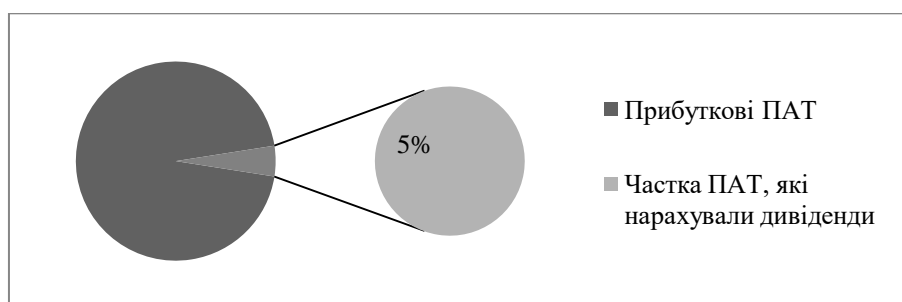


Рис. 4.18. Частка підприємств, які нараховували дивіденди на прості акції, серед прибуткових ПАТ

З огляду на те, що дуже висока концентрація капіталу характерна сьогодні майже для всіх українських емітентів, важко емпірично підтвердити теоретичний висновок, що за відсутності акціонерів з істотною участю ймовірність нарахування дивідендів підвищується. Принаймні очевидно, що наявність кваліфікованої більшості голосів у акціонерів із істотною участю (більше 75% голосуючих акцій) не є абсолютною перешкодою для виплати дивідендів. Така ситуація спостерігається у двох із п'яти об'єктів дослідження. На це звертає увагу і А. Жуматій [341, с.55]. Аналізуючи емітентів, що нараховували дивіденди за фінансовими результатами 2012 року, він зазначає їхню відмінну рису – низький *free-float* (частку акцій, що не належить

інсайдерам, зокрема акціонерам з істотною участю). За таких умов, мажоритарним акціонерам вдається підвищити привабливість цінних паперів не витрачаючи великих сум на стимулювання інших інвесторів.

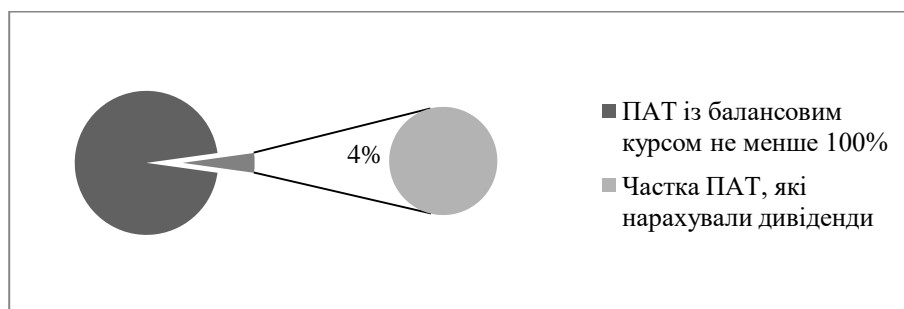


Рис. 4.29. Частка підприємств, які нараховували дивіденди на прості акції, серед ПАТ із балансовим курсом акцій не менше 100%

Досліджуючи чинники дивідендної політики, не можна залишити поза увагою вплив на емітентів міжнародних фондових ринків. З цією метою було проаналізовано звітність всіх українських корпорацій агропромислового сектору, що пройшли процедуру *IPO* на зарубіжних фондових біржах. Вибір цього сектору економіки не є випадковим, адже саме агропромислові холдинги складають переважну більшість українських емітентів, цінні папери котрих знаходяться в обігу на міжнародному фондовому ринку. Станом на серпень 2013 р. на зарубіжних фондових ринках котирувалися цінні папери п'ятнадцяти наступних українських агропромислових холдингів, що склали додаткову вибірку емітентів (табл.4.3). Шість із них (66,7%) виплачували дивіденди. Порівняння вказаного процентного співвідношення для цієї та первісної вибірок (66,7% проти 3,4%) красномовно свідчить про принципово інший підхід до розподілу чистого прибутку українських емітентів в умовах міжнародних фондових ринків. Проте важливішим у контексті проблеми, що досліджується, є не констатація фактів виплати або невиплати дивідендів, а офіційне декларування переважною більшістю досліджених агропромислових холдингів постулатів власної дивідендної політики [343, с. 248]. Це стосується

як емітентів, що розподіляють чистий прибуток на користь акціонерів, так і тих, котрі його повністю реінвестують.

Таблиця 4.3

Виплата дивідендів українськими агрохолдингами (дані на серпень 2013 р.)

Найменування біржі	Найменування емітента	Виплата дивідендів
Варшавська фондова біржа (<i>WSE</i>)	Агротон Паблік Лтд	ні
<i>WSE</i>	Астарта Холдинг НВ	ні
<i>WSE</i>	Кернел Холдинг СА	так
<i>WSE</i>	Мілкіленд	так
<i>WSE</i>	ЗАТ Індустріальна Молочна Компанія	ні
<i>WSE</i>	<i>KSG Agro SA</i>	так
<i>WSE</i>	Овостар	ні
<i>WSE</i>	Агроліга	ні
Лондонська фондова біржа (<i>LSE</i>)	Миронівський хлібопродукт	так
<i>LSE</i>	ЗАТ Авангард	так
<i>LSE</i>	Укрпродукт	ні
Парижська фондова біржа (<i>PSE</i>)	Агродженерейшн СА	ні
Франкфуртська фондова біржа (<i>FSE</i>)	Мрія Агро Холдинг Паблік Лтд	ні
Стокгольмська фондова біржа (<i>SSE</i>)	<i>Agrokultura AB</i>	так
Віденська фондова біржа (<i>VSE</i>)	Синтал Агрикалче ПЛС	ні

Виявлена в ході дослідження ситуація з виплатою дивідендів у корпоративному секторі країни є абсолютно нехарактерною для більш-менш розвинутих фондових ринків, де виплата дивідендів не є виключенням [344 – 348]. З огляду на це, важливо одержати відповіді на низку питань. Наскільки можна пояснити масову практику відмови від виплати дивідендів сучасними теоріями в галузі дивідендної політики? Чи є це наслідком застосування залишкового принципу виплат за фінансовими інвестиціями? Чи формується більшістю публічних акціонерних товариств, у сучасних умовах розвитку фондового ринку, взагалі будь-яка дивідендна політика?

Концепції дивідендної політики достатньо освітлені у фаховій літературі [326; 329, с.504 – 514; 349; 350]. Деякі з них базуються на кардинально протилежних принципах (теорії іррелевантності дивідендної політики, мінімізації та пріоритетності дивідендних виплат). Інші розкривають сутність відносин між суб'єктами фондового ринку з приводу виплати дивідендів (сигнальна, клієнтська та агентська теорії). У першому наближенні логічно припустити, що мажоритарні акціонери, відмовляючись спрямовувати частину прибутку в фонд дивідендів, зробили обґрунтований стратегічний вибір на користь принципів теорій іррелевантності дивідендної політики або мінімізації дивідендних виплат. Проте, аналіз сутності цих концепцій [349,350] та наслідків їх застосування в сучасних умовах економіки України свідчить про певну спрощеність такого висновку. Передусім зазначимо, що теза про відсутність зв'язку між дивідендною політикою та зміною ринкової вартості акцій, сформульована Ф. Модильяні та М. Міллером [351], до речі стосовно дуже абстрактного бізнес-середовища, зовсім не заперечує доцільність виплати дивідендів з точки зору задоволення інтересів певних груп акціонерів. Згідно теорії іррелевантності низький рівень дивідендів, який влаштовує інвесторів із високими доходами, зацікавлених у мінімізації податків, не погіршує рівень капіталізації компанії, але й не сприяє його зростанню.

За застосування прогресивної шкали оподаткування доходів та підвищених податкових ставок до розподіленого прибутку у порівнянні з капіталізованим, аргументи на користь гранично низьких дивідендів або відмови від їх нарахування здаються переконливими. Проте, за таких умов, з метою задоволення інтересів акціонерів в одержанні поточних доходів від їхніх фінансових інвестицій, емітенти практикують викуп своїх цінних паперів у їхніх власників, за бажанням останніх, за зростаючими цінами. Варто зазначити, що навіть при цьому, компанії дуже рідко повністю відмовляються від виплати дивідендів на користь указанного компенсаційного механізму, адже це може трактуватися контролюючими органами, як очевидне ухилення від оподаткування, з відповідними наслідками [326, с. 450].

Законодавство України не передбачає ані податкових преференцій для капіталізації прибутку, ані застосування прогресивної шкали оподаткування. Таким чином, мінімізація дивідендних виплат може позитивно відбиватися на потенційних доходах акціонерів лише за рахунок фактора вартості грошей у часі. Більш того, в умовах майже тотальної відмови від нарахування дивідендів, не застосовується компенсаційний механізм, у вигляді викупу акцій їх емітентами, хоча він регламентований статтею 66 Закону України «Про акціонерні товариства» [308]. Отже інтереси міноритарних акціонерів повністю ігноруються, що зводить унівець соціальний вимір сталого розвитку та у перспективі веде до втрати корпоративним сектором економіки значного потенціалу фінансових надходжень. Таким чином, існуюче в країні загальне ставлення крупного бізнесу до дивідендної політики має мало спільного навіть із принципами теорії мінімізації дивідендів.

Відмова від виплати дивідендів може бути пов'язана з впливом класичних факторів дивідендної політики, такими як етап життєвого циклу суб'єкта господарювання, низька вартість позикових коштів, наявність масштабних інвестиційних проектів та законодавчих чи договірних обмежень. Проте впливом цих факторів не можна пояснити нехтування виплатою дивідендів всіма емітентами у не фінансовому секторі, особливо в умовах рецесії, високих процентних ставок за банківськими кредитами, характерних для української економіки протягом тривалого часу, а також з урахуванням особливостей вибірки об'єктів дослідження (ПАТ, які оголосили додаткову емісію акцій повинні бути привабливими для інвесторів). Такий висновок можна зробити на основі узагальнень сигнальної теорії дивідендів і теорії кейтерингу. Остання стверджує, що рішення про розподіл чистого прибутку приймаються відповідно до потреб інвесторів, а попит на акції, за якими зазвичай сплачуються дивіденди змінюється у часі, зростаючи, зокрема, у період рецесії [352, с.1125]. Згідно з постулатами сигнальної теорії дивідендів рішення про їх виплату є ефективним інструментом інформування інвесторів про перспективу зростання вартості компанії [345; 346; 353] або стабільність

фінансових результатів і низьку ідіосинкратичну волатильність [354; 355]. Ряд емпіричних досліджень доводить позитивний зв'язок дивідендних виплат та ринкової вартості акцій [356 – 358]. Це важко вважати доказом концепції пріоритетності дивідендів, яка наголошує на доцільності максимального розподілу прибутку між власниками корпоративних прав та базується на постулаті, що у саме такий спосіб, на відміну від капіталізації доходів, можна досягти мінімізації фінансових ризиків. Проте результати зазначених досліджень є вагомим аргументом на користь справедливості сигнальної теорії, принаймні, в умовах розвинутого фондового ринку.

Однак, використання такого витратного інструменту як «сигналізування виплатою дивідендів» не носить універсального характеру, адже воно, згідно клієнтської теорії дивідендної політики, не дуже влаштовує, з податкових міркувань, акціонерів з високими доходами. Вихідні постулати цієї теорії [359 – 362] не заперечуються представниками різних економічних шкіл, адже вони виходять з очевидної тези про необхідність забезпечення відповідності дивідендної політики менталітету, бажанням та очікуванням власників більшості голосуючих акцій. В сучасних реаліях корпоративного сектору економіки України, зважаючи на надзвичайно високу концентрацію капіталу акціонерних товариств, рішення щодо розподілу їхнього чистого прибутку приймаються, як правило, на користь власників із істотною участю в капіталі. Як було встановлено в ході дослідження, це переважно означає відмову від офіційної виплати дивідендів. При цьому не виключається одержання прихованих дивідендів, але лише мажоритарними акціонерами. Формами реалізації такого дискримінаційного, по відношенню до дрібних власників корпоративних прав, розподілу доходів підприємства можуть бути різноманітні, але, певним чином замасковані в податковому обліку відхилення від звичайних цін, кредитних та депозитних ставок у договорах (контрактах) між товариством та вказаними бенефіціарами, а також афільованими особами.

Безумовно, клієнтська теорія, як і будь-яка інша, не обмежується констатацією аксіом корпоративного управління. Її сутність полягає у

твердженні про поступове збільшення однорідності складу акціонерів у сенсі їх ставлення до розподілу чистого прибутку на фонди дивідендів і накопичення, адже незадоволені рішеннями, прийнятими загальними зборами товариства, здійснюють операції продажу та купівлі корпоративних прав, стаючи співвласниками тих емітентів цінних паперів, які дотримуються оптимальній, на їхній погляд, дивідендної політики. Отже, ця теорія не ігнорує права дрібних акціонерів, а обґрунтовує шляхи гармонізації різних груп співвласників підприємства.

В умовах вітчизняного фондового ринку, на сучасному етапі його розвитку, міноритарні акціонери часто не можуть реалізувати своє право на зміну об'єкту фінансових інвестицій, адже ліквідність дрібних пакетів акцій вельми низька. Певні зрушення у вирішенні цієї проблеми відбулися з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» [308]. Так згідно статті 65, особи, які внаслідок придбання корпоративних прав стали власниками контрольного пакету, зобов'язані зробити решті акціонерів публічну безвідкличну пропозицію викупити у них прості акції за ціною не менше ринкової. Виключення зроблено лише для випадку визначення власника контрольного пакету акцій за наслідками приватизації. Відповідно до статті 68 ще одну можливість гарантованого продажу корпоративних прав надано власникам простих акцій, які зареєструвалися для участі у загальних зборах товариства та голосували проти прийняття рішення про його злиття, приєднання, поділ, перетворення, виділ, зміну типу, а також вчинення значного правочину або збільшення чи зменшення розміру статутного капіталу. Цією статтею регламентовані також умови виникнення права на продаж привілейованих акцій. Зобов'язання щодо викупу покладені на товариство-емітента корпоративних прав. На жаль, можливості продажу акцій сьогодні мають радше правове підґрунтя, ніж ринкове. Окрім того, навіть сфера застосування вказаних вимог Закону «Про акціонерні товариства» є вельми обмеженою, адже власники контрольного пакету корпоративних прав більшості товариств визначилися далеко раніше набуття ним чинності, а численні масштабні емісії

акцій за курсом істотно меншим ринкового та реорганізації, спрямовані на перерозподіл активів і зобов'язань між суб'єктами підприємництва, вже давно вагомо знизили сукупну концентрацію капіталу в руках міноритарних акціонерів.

Відомо, що цілі менеджерів акціонерного товариства не завжди збігаються з інтересами власників його корпоративних прав. Це призводить до конфлікту інтересів (так звана агентська проблема). Для вирішення цієї проблеми застосовується моніторинг корпоративних рішень акціонерами та потенційними інвесторами. Згідно агентської теорії високі дивіденди часто обумовлюються необхідністю залучення зовнішнього фінансування та відповідними витратами на зазначений моніторинг. Модель мінімізації витрат, розроблена на основі агентської теорії [363], використовується для розрахунку оптимального рівня дивідендних виплат. Варто підкреслити, що агентська, клієнтська та сигнальна теорії мають певний зв'язок. [359]. Інституційні інвестори (пенсійні фонди, ІСІ, страхові компанії, торговці цінними паперами) приваблюють емітентів широкими фінансовими можливостями та не конкурентними бізнес-інтересами. З іншого боку, вони здійснюють системний моніторинг фінансового стану об'єктів інвестування та тримають під контролем процес корпоративного управління з метою запобігання рішень, що можуть негативно позначитися на фінансових результатах, пом'якшуючи у такий спосіб проблему асиметрії інформації. Отже, логічний ланцюжок взаємозв'язків зазначених дивідендних теорій виглядає так: успішні компанії проводять зважену дивідендну політику, завдяки якій залучають до складу акціонерів інституційних інвесторів, одержують від цього зазначені переваги та забезпечують кращі фінансові результати.

Проводячи паралелі з ситуацією на вітчизняному фондовому ринку, варто звернути увагу на низьку частку в статутному капіталі акціонерних товариств, що припадає на інститути спільного інвестування. У вибірці, яка використовувалася в цьому дослідженні лише 8,9 % ПАТ мали інституційних інвесторів серед акціонерів з істотною участю. Це істотно обмежує сферу

використання сигнальної теорії для розробки дивідендної політики. Іншим чинником такого обмеження є відсутність на ринку недержавних пенсійних фондів та ряду інших інституційних інвесторів. Окрім того, як було доведено вище, переважаючим видом розміщення акцій залишається приватне, тобто такий критерій, як максимізація залучення фінансових ресурсів не є пріоритетом для емітентів. Отже, зацікавленість у залученні інституційних інвесторів у ряди акціонерів ще не характерна для корпоративного сектору української економіки. На решті, не останнім за значимістю фактором, який гальмує впровадження принципів сигнальної теорії в практику корпоративного стратегічного управління, є мала частка акцій, що знаходиться у вільному обігу (*free-float*). Концентрація акцій в руках власників з істотною участю на рівні 75% та більше, що достатньо характерно для вітчизняних ПАТ, робить безперспективним подання будь-яких сигналів потенційним інвесторам.

Підбиваючи підсумок спробам знайти теоретичне обґрунтування пануючої практики розподілу чистого прибутку українськими публічними акціонерними товариствами можна констатувати, що її особливості в цілому не пояснюються жодною відомою концепцією дивідендної політики. Таку практику можна охарактеризувати як специфічний кейтеринг, спрямований на обслуговування лише мажоритарних акціонерів в умовах загальмованих інвестиційних процесів. Її наслідками є витіснення дрібних і середніх інвесторів з колу безпосередніх власників корпоративних прав ПАТ, ескалація збільшення концентрації капіталу, зменшення можливостей залучення фінансових ресурсів у процесі емісій цінних паперів і зниження загального рівня капіталізації підприємств корпоративного сектору. В аспекті проблеми забезпечення сталого розвитку це означає обмеженість його фінансової бази, а також слабкі стартові позиції та потенціал за корпоративною складовою його соціального виміру.

Загальною причиною несприйняття переважною більшістю акціонерних товариств доцільності розробки та реалізації послідовної дивідендної політики є дуже слабка реакція українського фондового ринку на факти нарахування дивідендів. У свою чергу, це пояснюється невеликою кількістю ПАТ, які

пройшли процедуру лістингу на фондових біржах, надвисокою концентрацією капіталу, незначним фри-флоут і вельми обмеженим впливом інститутів спільного інвестування на корпоративний сектор економіки, тобто особливостями, що притаманні нерозвинутому фондовому ринку. З іншого боку, його розвитку істотно заважає не лише несприятлива економічна ситуація, але й відсутність стимулів, спроможних подолати укорінені корпоративні цільові настанови щодо пріоритетності збереження надлишкового контрольного пакету акцій у процесі залучення інвестицій та усунути невикористані диспропорції у використанні внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування. Недалекоглядно пояснювати нехтування дивідендною політикою тільки вадами корпоративного управління або незрілістю стратегічного бачення, адже, як було показано вище, українські холдинги, що здійснили *IPO*, демонструють принципово інший підхід у питаннях формування стратегії розподілу чистого прибутку. Вирішення проблеми можливе лише в системі взаємовідносин «емітент цінних паперів – фондовий ринок».

Теоретично фондовий ринок набуває зрілості по мірі розвитку ринкової економіки. Проте, ця закономірність не реалізується автоматично без глибоких соціально - економічних перетворень, спрямованих на детінізацію економічних відносин, захист прав акціонерів, запобігання рейдерству та розвиток інституціонального середовища. Реформування фондового ринку, в сучасних умовах, на базі адміністративних вимог і обмежень не може бути ефективним априорі, позаяк за відсутності економічного інтересу сприятиме подальшій тінізації вітчизняного корпоративного сектору, експорту капіталу та зниженню інвестиційної активності. Пропозиції щодо активізації біржового обігу цінних паперів і, відповідно, посилення економічного інтересу емітентів до публічного розміщення акцій, обґрунтовані в підрозділі 4.1, опосередковано стимулюватимуть формування корпоративної дивідендної політики, адже вони створюють умови, за яких ця політика дає позитивний фінансовий результат. Однак, у період становлення фондового ринку, важливо не лише створювати підґрунтя еволюційних змін у корпоративному баченні дивідендної політики,

але уже сьогодні забезпечити захист прав дрібних акціонерів на одержання доходу від володіння корпоративними правами. В Україні, як і в деяких інших пострадянських і східноєвропейських державах, міноритарні акціонери є численною групою стейкхолдерів, що склалася внаслідок здійснення процесів корпоратизації та приватизації. За певних умов, вона могла би бути потужним джерелом фінансових надходжень у статутний і додатковий капітал емітентів акцій. Утім сьогодні, де-факто, дрібні акціонери уявляють собою дискриміновану групу стейкхолдерів. Вони практично позбавлені права на одержання щорічного доходу згідно реальної вартості власного капіталу та зазвичай не мають можливості продати акції на фондовому ринку через неліквідність дрібних пакетів. Належні їм акції втрачають ціну підчас кожної додаткової емісії, яка, частіше за все, відбувається за номінальним курсом, що не відповідає реальній вартості цінних паперів, і в якій вони не приймають участі з огляду на зазначені вище обставини.

Не дивно, що більшість міноритарних акціонерів досі нічого не отримала в результаті приватизації та втратила інтерес до фондового ринку. Акціонери із значною участю та менеджмент акціонерних товариств, у свою чергу, має складнощі з великою кількістю номінальних співвласників, які не відвідують загальні збори, відповідно не приймають участі в голосуванні, а їхні спадкоємці навіть не бачать сенсу в оформленні спадщини на цінні папери. Більш того, стосунки з міноритаріями іноді дають привід для початку рейдерських захоплень. Корпоративна політика сьогодні переважно сприяє витісненню дрібних акціонерів. Закон України «Про акціонерні товариства» активізував цей процес, хоча і надав йому цивілізованих форм, встановивши процедури викупу корпоративних прав у певних випадках. Стає очевидним, що політика формування відносин емітентів акцій з дрібними співвласниками виявилась економічно неефективною, погіршивши загальний інвестиційний клімат у країні, та призвела до негативних соціальних наслідків. Її продовження фактично означає відмову від цільової орієнтації на збалансований корпоративний розвиток в економічному та соціальному вимірах.

Отже важливо змінити вектор корпоративної політики щодо міноритаріїв, спрямований на їх цивілізоване витіснення зі складу акціонерів, запровадив стимули їхньої участі в емісіях цінних паперів. Звернемо увагу на фактичний статус дрібних власників простих акцій у товариствах, де сукупна концентрація капіталу в руках акціонерів з істотною участю перевищує 75%. Вони практично позбавлені права голосу, адже мажоритарні акціонери мають кваліфіковану більшість голосів, необхідну для вирішення всіх питань на загальних зборах. Таким чином, їхній статус де-факто відрізняється від статусу власників привілейованих акцій лише тим, що останні мають право на дивіденди. Дрібні пакети акцій товариств з високою концентрацією капіталу, як правило, є неліквідними або низьколіквідними. Втім вони, переважно, знаходяться у власності громадян України, які одержали їх в результаті приватизації державних підприємств, використавши свої приватизаційні сертифікати, і опинились «у заручниках» майже нерегульованих процесів первинного накопичення капіталу. Дослідження показало, що ПАТ зазначеного типу становлять вагомому частку корпоративного сектору.

М. І. Зверяковим обґрунтовано необхідність створення такого важливого елементу нової моделі господарювання як «механізм виключення можливості одноосібного контролю власника над фінансовими потоками фірми і безконтрольного привласнення її доходів» [364, с.14]. Для цього держава «повинна вийти з ролі нейтрального спостерігача процесів, які відбуваються в економіці» [364, с.15]. У контексті такої задачі, з огляду на сказане вище, було б доцільно привести статус дрібних власників простих акцій в товариствах з концентрацією капіталу в руках акціонерів із сукупною істотною участю на рівні, що перевищує 75%, де-юре до статусу власників привілейованих акцій. Цю пропозицію можна реалізувати двома шляхами. Перший передбачає обов'язкову, закріплену на законодавчому рівні, вимогу щодо обміну простих акцій на привілейовані для зазначеної категорії акціонерів за їхнім власним бажанням. Другий – обов'язкову виплату їм дивідендів на встановленому в законодавчому порядку рівні, не проводячи обміну акцій, а отже не

позбавляючи формально їх права голосу на зборах акціонерів. Зазначена пропозиція сприятиме створенню умов для корпоративного сталого розвитку в соціальному вимірі.

Безумовно, не можна ігнорувати вплив на дивідендну політику чинної системи оподаткування. Варто зазначити, що з прийняттям Податкового кодексу України [148] відбулися певні позитивні зміни в площині формування зацікавленості суб'єктів господарювання у виплаті дивідендів. Йдеться, передусім, про скасування загальної норми щодо обов'язкової сплати авансових внесків у разі нарахування дивідендів фізичним особам. Ця норма застосовувалася разом з подальшим стягненням податку з доходів фізичних осіб (ПДФО), що являло собою очевидний антистимул розподілу чистого прибутку на користь власників корпоративних прав. Тепер, згідно пункту 57.1. статті 57 ПКУ, авансовий внесок на прибуток стосовно фізичних осіб не справляється, а дивіденди обкладаються ПДФО за ставкою 5% (167.5.2 п. 167.5 ст. 167 ПКУ), крім доходів у вигляді дивідендів за акціями та інвестиційними сертифікатами, які виплачуються інститутами спільного інвестування. Виключенням також є нарахування дивідендів за акціями або іншими корпоративними правами, які мають статус привілейованих або аналогічний статус, обумовлений п.п. 170.5.3 п. 170.5 ст. 170 ПКУ. Тоді дивіденди, з метою оподаткування, прирівнюються до заробітної плати, тобто застосовується більш висока чинна ставка ПДФО (18%). Це положення ПКУ має сенс як захід щодо запобігання ухиленню від оподаткування осіб, контролюючих акціонерне товариство. Проте воно є не доцільним стосовно дрібних акціонерів – фізичних осіб. Зважаючи на це, обґрунтована вище пропозиція щодо обов'язкового нарахування дивідендів дрібним власникам корпоративних прав у акціонерних товариствах, де концентрація капіталу перевищує 75%, має бути доповнена внесенням змін у п.п. 170.5.3 п. 170.5 ст. 170 ПКУ, згідно яких передбачений ним порядок оподаткування не розповсюджується на зазначену категорію акціонерів.

РОЗДІЛ 5

СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВ ЩОДО ФОРМУВАННЯ Й ФУНКЦІОНУВАННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСОВИХ МЕХАНІЗМІВ СТАЛОГО РОЗВИТКУ

5.1. Оцінка ризиків, пов'язаних з формуванням і функціонуванням системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку

Адаптація підприємства до процесів формування системи фінансових механізмів сталого розвитку має перетворити корпоративні фінанси на її органічну частину (рис. 1.5). Це можливе за умови реалізації обґрунтованої стратегії корпоративного сталого розвитку. Запізніла реакція на концептуальні зміни фінансового механізму неминуче матиме для підприємства деструктивні наслідки, принаймні в середньостроковій перспективі.

Розробка стратегії сталого розвитку й забезпечення корпоративної стійкості є комплексною проблемою, яка вирішується лише шляхом скоординованих дій всіх функціональних служб підприємства. Її фінансовий аспект, виходячи з визначень корпоративного сталого розвитку, корпоративної та фінансової стійкості, що обґрунтовані в підрозділі 1.1, передбачає постановку й реалізацію наступних задач:

- ідентифікація ризиків, пов'язаних з формуванням системи фінансових механізмів сталого розвитку та управління ними;
- обґрунтування альтернативних стратегічних траєкторій руху цільових фінансових показників, у межах відхилень, що не загрожують втратою підприємством здатності до саморегуляції;
- забезпечення фінансової ресурсної стійкості;
- визначення балансу корпоративного розвитку в економічному, екологічному й соціальному вимірах та оптимальної стратегії корпоративної стійкості на базі максимізації значень цільових фінансових показників;
- декомпозиція стратегічних цілей, доведення їх до структурних підрозділів.

Управління небезпеками, що виникають внаслідок запровадження фінансових механізмів сталого розвитку та корпоративних заходів адаптації до них, доцільно здійснювати згідно міжнародного стандарту ISO 31000:2009 «Управління ризиками – Принципи та керівні вказівки» [365]. Він визначає взаємовідносини між принципами, системою та процесом управління ризиками. В стандарті містяться тлумачення основних термінів і розкривається методологія розробки та удосконалення концепції інтеграції збалансованого за ресурсами ризик -менеджменту в загальну систему корпоративного управління з врахуванням зовнішнього й внутрішнього контексту підприємства. Крім того, ISO 31000:2009 регулює правила здійснення процесу управління ризиками та встановлює засади їх оцінки.

Загальний порівняльний аналіз методик оцінки ризику за критеріями можливості та пріоритетності їх застосування містяться у Стандарті ІЕС 31010:2009 [366]. Звичайно, специфіка тих чи інших небезпек не може не позначатися на сфері використання зазначених методик. Що є характерним в цій площині для ризиків, пов'язаних з формуванням фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та змінами інституціонального середовища, а також для ризиків неефективності відповідних заходів адаптації суб'єктів господарювання? Передусім, варто звернути увагу на методи, застосування яких є недоречним через особливості даної категорії ризиків. До них належать:

- Оцінка екологічного ризику або оцінка токсичності (*Toxicity assessment*);
- Аналіз первинної причини (*RCA*);
- Аналіз типів і наслідків відмов та аналіз типів, наслідків і критичності відмов (*FMEA, FMECA*);
- Аналіз рівнів захисту (*LOPA*);
- Технічне обслуговування для забезпечення надійності (*Reliability centered maintenance*);
- Марковський аналіз (*Markov analysis*);
- Метод імітаційного моделювання Монте - Карло (*Monte Carlo simulation*);
- Криві *FN*.

Включення методів у цей перелік обумовлюється різноплановими причинами [367]. Другу групу складають методи, використання яких доцільно лише для оцінки ризиків неефективності заходів адаптації суб'єктів господарювання до змін фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та інституціонального середовища. До неї можна віднести метод оцінки надійності оператора (*HRA*), аналіз дерева рішень, аналіз паразитних параметрів (*SA*) та паразитних ланцюгів (*SCA*). Метод *HRA* призначений для виявлення можливості помилкових рішень та їх причин. Основними етапами його застосування в контексті зазначених ризиків є визначення проблеми, аналіз і виявлення найбільш значимих робочих задач і можливих помилок у процесі їх вирішення, оцінка ймовірності невиконання окремих заходів та неефективності всій системи адаптаційних механізмів, розробка пропозицій щодо підвищення надійності оператора. В результаті використання методу мають бути встановлені небезпечні типи помилок у діях персоналу підприємства щодо запровадження програми адаптації до змін умов господарювання та оцінені їх наслідки. Це дає можливість внести необхідні зміни в систему цілей та налагодити ефективний контроль за процесом їх реалізації.

Застосування методу оцінки надійності оператора дозволяє передбачити наступні типи помилок у процесі адаптації суб'єкта господарювання до формування інвестиційного механізму корпоративного сталого розвитку:

1. Помилка вибору методу дивідендної політики
2. Несвоєчасне або неповне одержання достовірної інформації щодо діяльності соціально-відповідальних інституційних інвесторів та їх контактів з основними конкурентами підприємства.
3. Несвоєчасне прийняття рішення про підготовку нефінансової звітності (GRI). Неякісна підготовка вітів.
4. Несвоєчасна та/або неповна реалізація програм із підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів.
5. Несвоєчасні та/або помилкові рішення щодо фінансування цих програм.

6. Невиконання (або несвоєчасне виконання) умов допуску до обігу акцій емітента на біржовому ринку за категорією лістингових цінних паперів, що має наслідком втрату можливості підвищення ринкового курсу та, відповідно, залучення капіталу у максимальному або необхідному обсязі в процесі розміщення акцій.
7. Несвоєчасне запровадження заходів щодо зниження рівню концентрації капіталу (до рівня принаймні нижче 75%) до наступної додаткової емісії акцій або до настання інших ключових подій (наприклад, закріплення на законодавчому рівні за міноритарними акціонерами ПАТ зі сукупною концентрацією капіталу на рівні 75 % і вище статусу власників привілейованих акцій).
8. Запізнення з переорієнтацією емісійної політики на реалізацією стратегій, що є альтернативними приватному розміщенню акцій за курсом емісії на рівні номінального¹⁹

Аналіз «дерева» рішень (*Decision tree analysis*) може застосовуватися для обґрунтування програми адаптації підприємства до зміни умов господарювання. Метод моделює наслідки прийняття альтернативних управлінських рішень в умовах невизначеності, що дає можливість установити оптимальний розвиток подій та, відповідно, обрати послідовність реалізації адаптаційних заходів. За загальною процедурою та способом графічного надання результатів він є аналогічним аналізу «дерева подій» (*ETA*), якій більш детально розглядається нижче. Аналіз паразитних параметрів і паразитних ланцюгів, у контексті управління ризиками неефективності заходів адаптації суб'єктів господарювання до трансформацій фінансових механізмів та інституціонального середовища, уявляє собою методику виявлення неочікуваної негативної реакції ринків на ініціативи підприємства в сфері корпоративної соціальної діяльності. Використання цієї методики дає можливість передбачення ризиків підвищення корпоративних соціальних

¹⁹ Як було показано, за балансового курсу вище 100%, це призводить до зменшення вартості акцій міноритарних акціонерів (які зазвичай не беруть участі в придбанні цінних паперів додаткового випуску), особливо за великих обсягів емісії.

стандартів вище рівня, що відповідає законодавчим нормам та звичаям бізнес - середовища.

Аналіз паразитних параметрів і паразитних ланцюгів виконується на основі поєднання різних методів і способів, зокрема деревовидних схем, допоміжних фраз і запитань тощо. Для вирішення задачі виявлення ризиків несприйняття стейкхолдерами соціальних інвестицій суб'єктів господарювання має сенс скористатися результатами досліджень Майкла Барнетта [107], котрий запропонував показник якості (потужності) впливу стейкхолдерів (stakeholder influence capacity, скорочено – SIC), що опосередковує розмір корпоративних соціальних інвестицій та відповідні фінансові результати організації. Зростання SIC позитивно впливає на економічний ефект соціальних інвестицій. М. Барнеттом обґрунтовано наступні закономірності:

- значення показника якості впливу стейкхолдерів знаходяться у прямій залежності від досягнутого рівня корпоративної соціальної відповідальності;
- вплив інвестицій на взаємовідносини із стейкхолдерами та на показник SIC збільшується за підтвердження їх соціального ефекту;
- за інших рівних умов, за зростання (зменшення) суспільних очікувань соціальної відповідальності суб'єкта господарювання, значення показника якості (потужності) впливу стейкхолдерів відповідно зменшується (зростає);
- показник SIC опосередковує вплив корпоративних соціальних інвестицій на реакцію стейкхолдерів на них;
- надприбутки зменшують значення показника якості впливу стейкхолдерів.

До третьої групи можна віднести методи, які через специфіку досліджуваних ризиків, мають обмеження на застосування або за ознакою стадії зрілості, або характеру окремих задач оцінки небезпек. Йдеться про наступні методи: аналіз небезпек і критичні контрольні точки (НАССР), Байєсова статистика та мережі Байєса, аналіз витрат і вигод (СВА). Сутність методу НАССР полягає у визначенні критичних контрольних точок, в яких можна впливати на небезпеки процесу, у встановленні та періодичному моніторингу критичних значень індикаторів його нормального ходу та запровадженні заходів реагування у разі

їх перевищення. Аналіз небезпек і критичних контрольних точок може бути використаний для встановлення та контролю граничних показників погіршення фінансових результатів, репутаційних втрат, шкоди довкіллю, інтересам місцевої громади тощо, а також термінів запровадження інвестиційних процесів і заходів корпоративного управління.

Байєсова статистика засновується на припущенні, що параметри розподілу є випадковими величинами, а апіорну й апостеріорну інформацію доцільно комбінувати в процесі визначення ймовірностей виникнення певних небезпек. Одержання зазначеної інформації на стадії формування фінансових механізмів сталого розвитку, коли надійні орієнтири розрахунку їх потенційного впливу на суб'єкти господарювання майже відсутні, є дуже проблематичним. Тому широке практичне використання методу варто очікувати лише після запровадження еколого-трудоваї податкової реформи, концептуальних трансформацій інвестиційного та кредитного ринку та сприйняття бізнесом принципів корпоративної соціальної відповідальності.

Аналіз витрат і вигод (*СВА*) передбачає їх якісне або кількісне порівняння у різні періоди часу з метою визначення припустимого рівня ризику та вибору оптимального управлінського рішення. В системі управління ризиками, пов'язаними з формуванням фінансових механізмів сталого розвитку, цей метод доцільно застосовувати для вибору інвестиційних стратегій в умовах невизначеності з використанням теорії ігор з природою. Він дає можливість сформувати матрицю ефектів певних інвестиційних стратегій для прогнозованих станів природи (сценаріїв формування фінансових механізмів) для наступного вибору оптимального інвестиційного рішення на основі критеріїв Уолда, Гурвіца, Лапласа, Байєса – Лапласа або Севіджа .

Решту методів можна застосовувати без обмежень, безумовно, враховуючі особливості ризиків, пов'язаних з формуванням фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та адаптацією суб'єктів господарювання до цього процесу. Серед них, за ознакою обсягів використання, виділяється група методів, що за своєю природою призначена лише для ідентифікації ризиків. До

цієї групи належать: «Мозковий штурм» (*Brainstorming*); Структуровані або напівструктуровані опитування (*Structured or semistructured interviews*); Метод Делфі (*Delphi technique*); Контрольні листи (*Check-lists*); Попередній аналіз небезпек (*PHA*). Зазначені методи уявляють собою комплекси певних правил і процедур одержання висновків експертів щодо видів потенційних ризиків та запобіжних заходів. *PHA* є найбільш простим індуктивним методом ідентифікації небезпек, що застосовується на попередніх стадіях процедури оцінювання ризиків.

Метою «мозкового штурму» є генерація ідей для наступного поглибленого аналізу, а методу Делфі – досягнення консенсусу експертів, які мають формулювати свої думки індивідуально та анонімно, отримуючи на певних етапах оцінювання інформацію про висновки інших. Структуровані або напівструктуровані індивідуальні опитування запроваджуються у разі неможливості зібрати разом експертів для проведення «мозкового штурму». Контрольні листи з переліком небезпек і помилок в управлінні ризиками, розроблені на основі попередньої експертної оцінки або господарської практики, допомагають особам, що приймають рішення, систематизувати та аналізувати наслідки запровадження фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та доцільні адаптаційні заходи.

З-поміж методів, перелічених в стандарті ІЕС 31010:2009, варто виділити ті, що дозволяють найбільш зручно та достовірно оцінювати ризики, пов'язані з формуванням фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку: Аналіз «дерева» несправностей (*FTA*); Аналіз «дерева» подій (*ETA*); Причинно - наслідковий аналіз (*Cause-consequence analysis*); Аналіз причинно -наслідкових зв'язків (*Cause and effect analysis*); Аналіз діаграми «краватка-метелик» (*Bow tie analysis*); Матриця наслідків та ймовірностей (*Consequence / probability matrix*). Аналіз «дерева» несправностей (*FTA*) є методикою визначення дедуктивним способом чинників виникнення певної небезпеки та встановлення взаємозв'язків між ними. Результат аналізу надається у вигляді деревовидної схеми причинно-наслідкових подій. *FTA* призначений не для ідентифікації

небезпечних наслідків дії окремих факторів, позаяк можлива небажана кінцева подія є для його застосування вихідною інформацією, а навпаки для виявлення комплексу причин, що її обумовлюють. Метод може використовуватися для оцінювання ризику, визначення його рівня та ймовірності на основі даних про вірогідність дії тих чи інших факторів. На рис. 5.1 показано результати аналізу «дерева» несправностей (*FTA*) в умовах дії інвестиційного механізму сталого розвитку для публічного акціонерного товариства з невизначеною дивідендною політикою, високою концентрацією капіталу, яке практикує приватне розміщення акцій за заниженим курсом емісії, тобто з ознаками, характерними для корпоративного сектору української економіки сьогодні. Значення символів на рисунку згідно ISO/IEC 31010 надано в табл. 5.1.

Небезпекою, що досліджується, або кінцевою подією в термінології *FTA* тут є зниження корпоративної стійкості та/або втрата можливостей її зростання, яка виражається показниками середньозваженої вартості капіталу та упущеної вигоди. Аналіз ланцюжку небезпек, що можуть призвести до виникнення кінцевої небажаної події дозволив дійти до ризику істотного впливу дивідендної політики на курсову вартість акцій, а також ризику зростання конкуренції емітентів у процесі залучення капіталу. Попри очевидну зручність у практичному застосуванні метод *FTA* має окремі недоліки, серед яких варто виділити його статичність і можливість аналізу лише двійкових станів (настання або ненастання події).

Аналіз «дерева» подій (*ETA*) – це графічний метод якісного і кількісного моделювання різних варіантів розвитку ситуації після настання певної вихідної небажаної події. Ці варіанти залежать, зокрема, від факту спрацювання заходів, спрямованих на запобігання небезпеці та зменшення негативних наслідків, що прогножуються в разі її настання. Метод може застосовуватися для ідентифікації ризику, аналізу його наслідків, ймовірності та рівня. З метою виявлення всіх потенційних вихідних небезпек попередньо використовуються інші методи із групи ідентифікації ризиків, яку було розглянуто вище, наприклад РНА.

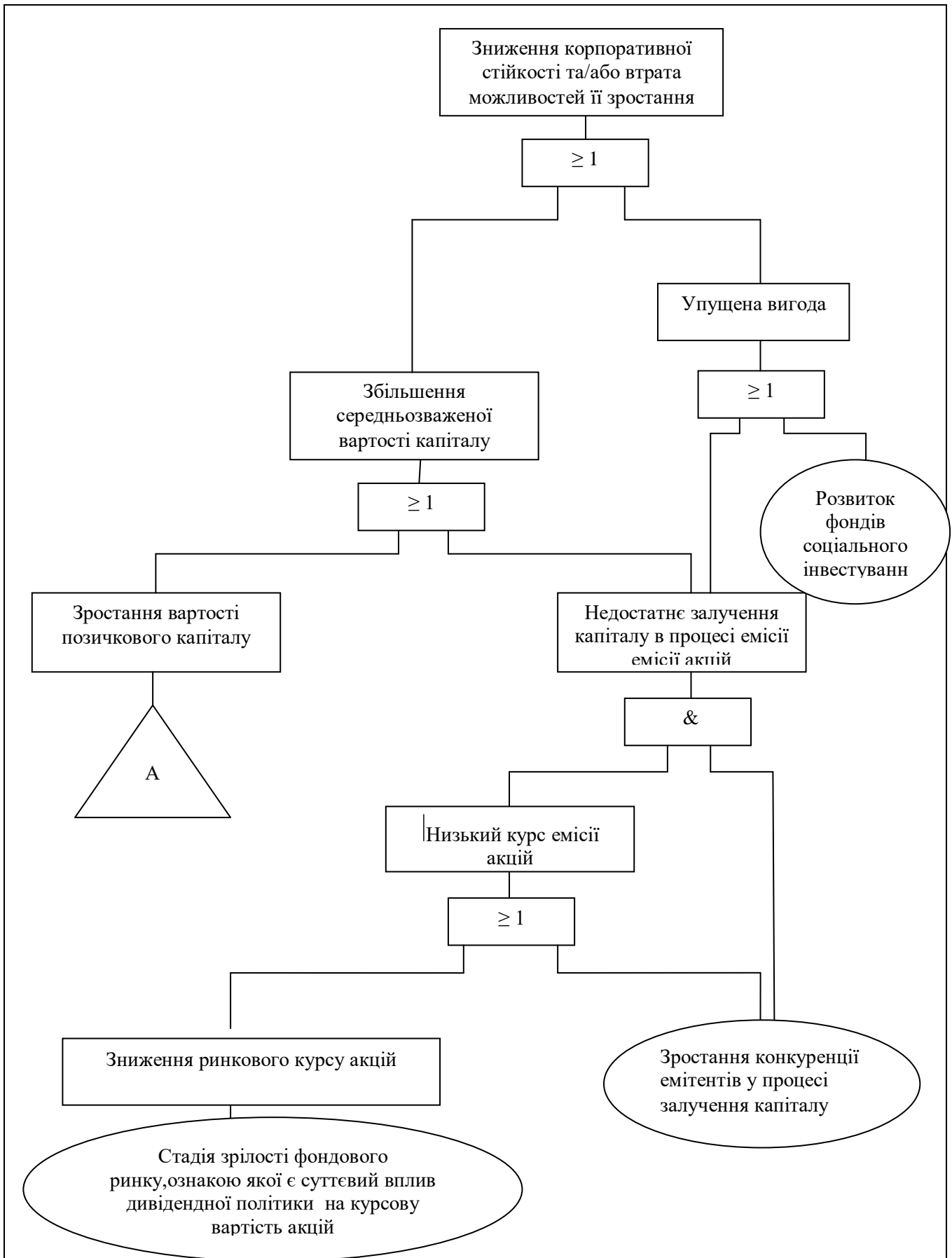


Рис. 5.1. FTA в умовах дії інвестиційного механізму сталого розвитку.

Значення символів на рисунку 5.1. згідно ISO/IEC 31010

Символ	Функція	Опис
	Блок опису події	Найменування або опис події
	Базова подія	Подія, яка не потребує конкретизації причин
	Перемикач ТА	Подія відбувається лише в тому разі, коли одночасно відбуваються всі його складові
	Перемикач АБО	Подія відбувається в разі, коли будь-які її складові відбуваються як одиничні події або в будь-якому їх поєднанні
	Вхід у блок	Подія, що визначається в іншому місті дерева несправностей (FTA)

Аналіз «дерева» подій у акціонерному товаристві з низькими екологічними та соціальними корпоративними стандартами у разі запровадження кредитного механізму сталого розвитку показано на рис. 5.2. Звичайно, це не може не позначитися на кредитних ставках і середньозваженій вартості капіталу (WACC). Компенсувати негативні наслідки зростання кредитних ставок на WACC акціонери можуть шляхом зміни структури капіталу за рахунок додаткової емісії корпоративних прав. Проте більш ймовірним розвитком подій є додаткове збільшення WACC через зростання очікуваної вартості власного капіталу внаслідок реакції інвесторів на негативний вплив підвищення кредитного навантаження на фінансові результати підприємства. Реалізація заходів із підвищення екологічних і соціальних корпоративних стандартів має на меті запобігання небезпечного розвитку подій або, принаймні, пом'якшення їхнього впливу на фінансові показники. Важливо передбачити ймовірність повної своєчасної реалізації таких заходів. Кінцеві результати виникнення

вихідної події залежать від того, чи спрацює механізм запобігання ризикам за певного сценарію розвитку ситуації.

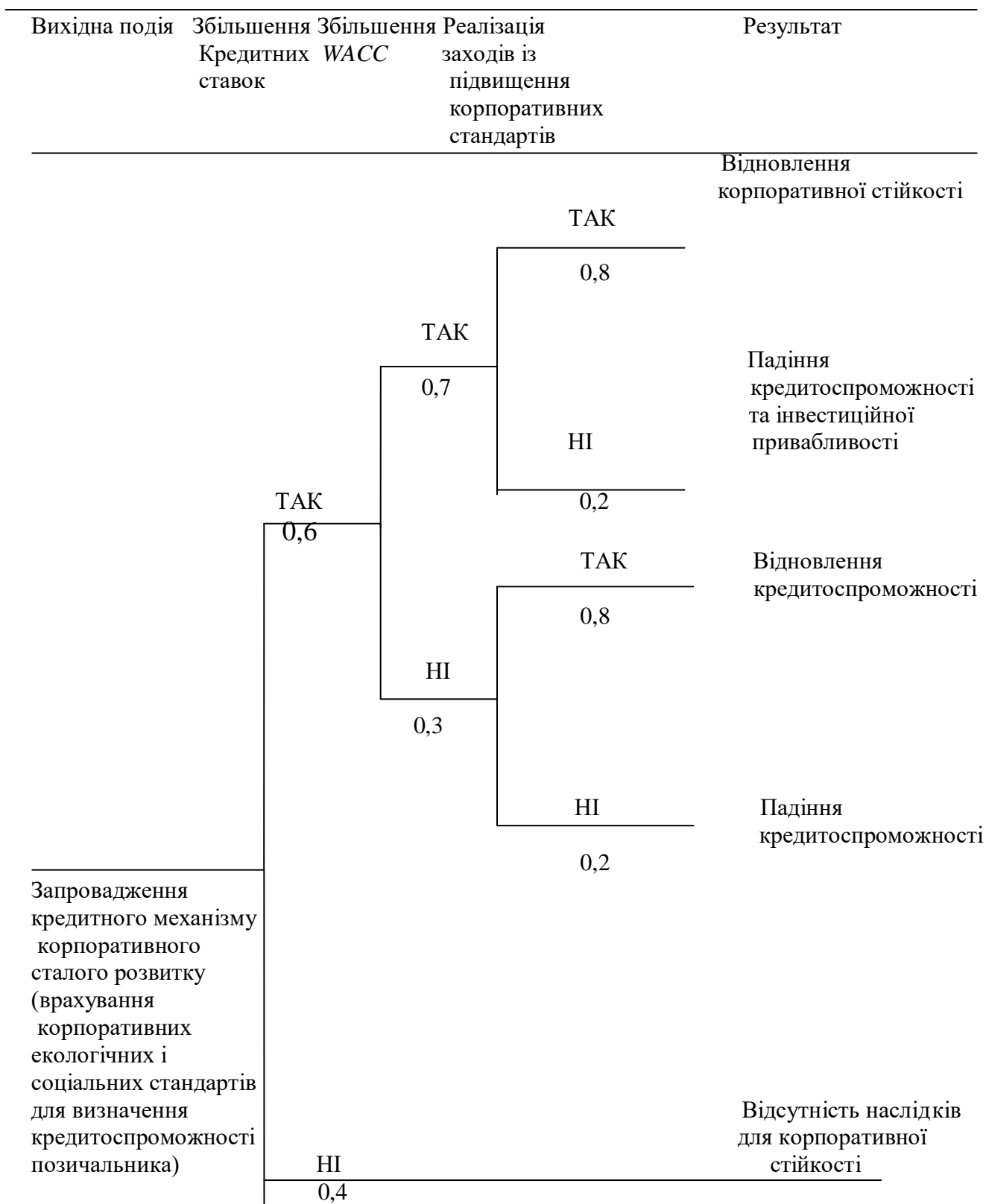


Рис. 5.2. «Дерево» подій (ETA) для запровадження кредитного механізму корпоративного сталого розвитку

Ефективним інструментом ідентифікації, аналізу та оцінювання ризиків, пов'язаних з формуванням фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку є причинно-наслідковий аналіз (*Cause-consequence analysis*). Він органічно поєднує викладені вище методики *FTA* та *ETA*. Відправною точкою причинно-наслідкового аналізу, так само як і в методі *FTA*, є певна критична подія, причини котрої треба з'ясувати, а небажаним наслідкам – запобігти. Проте на відміну від *FTA*, причинно-наслідковий аналіз не є суто статичним методом, адже розглядає небажані події, що виникають у різні періоди часу та їх відкладені наслідки.

Застосування цієї методики дозволяє одержати в графічній формі опис небезпек, причин їх виникнення, заходів та потенційних результатів корпоративного управління з включенням логічних елементів ТАК / НІ, що відображають можливі стани системи. На рис. 5.3 показано застосування причинно-наслідкового аналізу в умовах дії інвестиційного та кредитного механізмів корпоративного сталого розвитку для публічного акціонерного товариства з такими ж ознаками, що і в прикладах використання методик *FTA* та *ETA*. Вихідною подією є зростання очікуваної вартості власного капіталу. Аналіз її причин надано на рис. 5.3.А. Він визначає два ланцюжки причинно-наслідкових зв'язків, що призводять до виникнення небезпеки лише за умови їхньої спільної дії. Перший пов'язаний із зростанням конкуренції емітентів у процесі залучення капіталу. Другий обумовлюється такою стадією зрілості фондового ринку, ознакою якої є істотний вплив дивідендної політики на курсову вартість акцій.

Для запобігання вихідній критичній події необхідна програма заходів щодо адаптації корпоративної емісійної та дивідендної політик до нових вимог фондового ринку. На рис. 5.3. Б. показано послідовний аналіз причин, які перешкоджають реалізації такої програми. Серед них помилки у визначенні методів і дії факторів дивідендної політики, гальмування реалізації стратегії зменшення концентрації капіталу, неефективність заходів, що спрямовані на забезпечення відповідності емітента критеріям лістингу тощо.

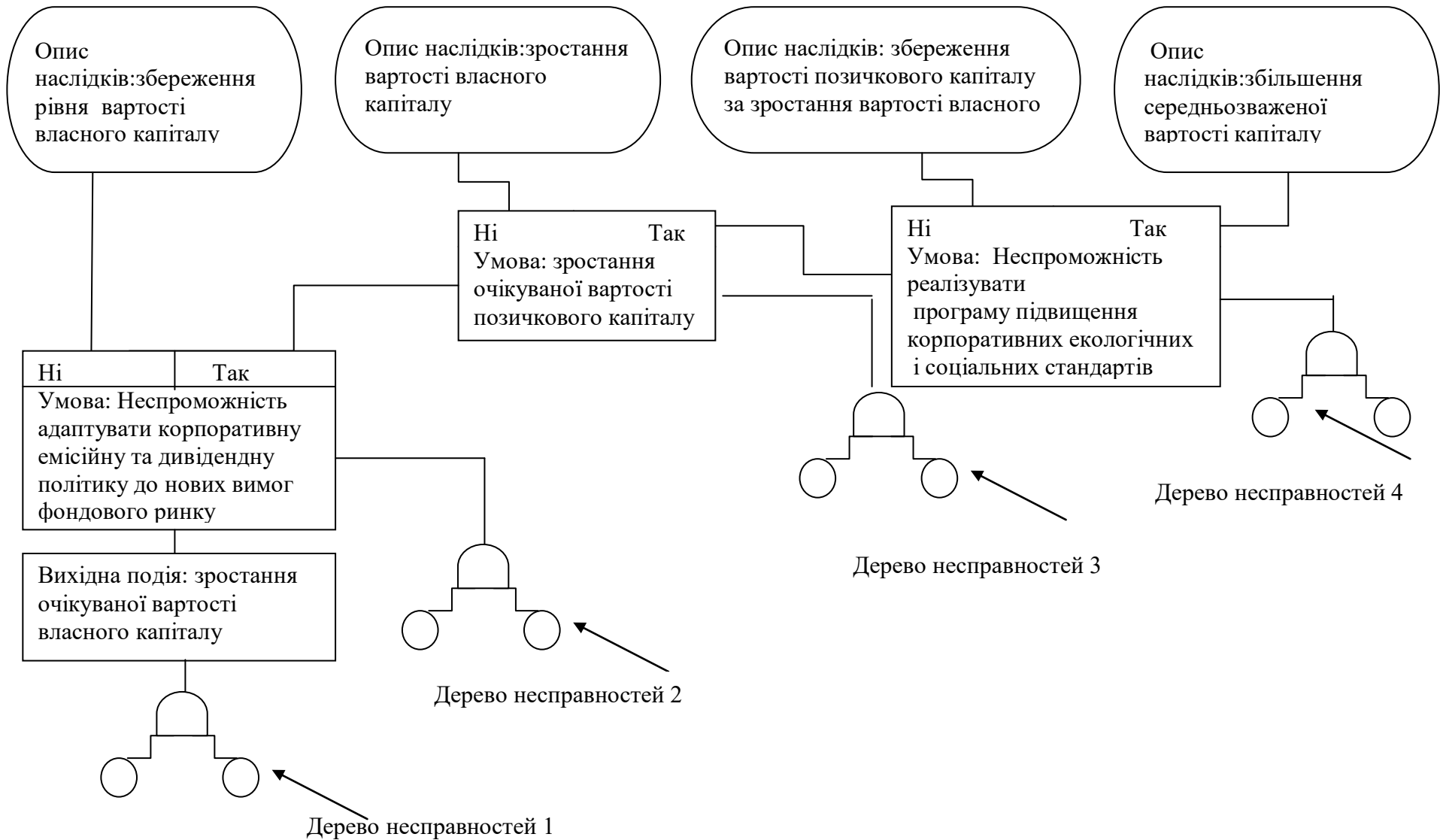


Рис. 5.3. Причинно – наслідковий аналіз в умовах дії інвестиційного та кредитного механізмів сталого розвитку

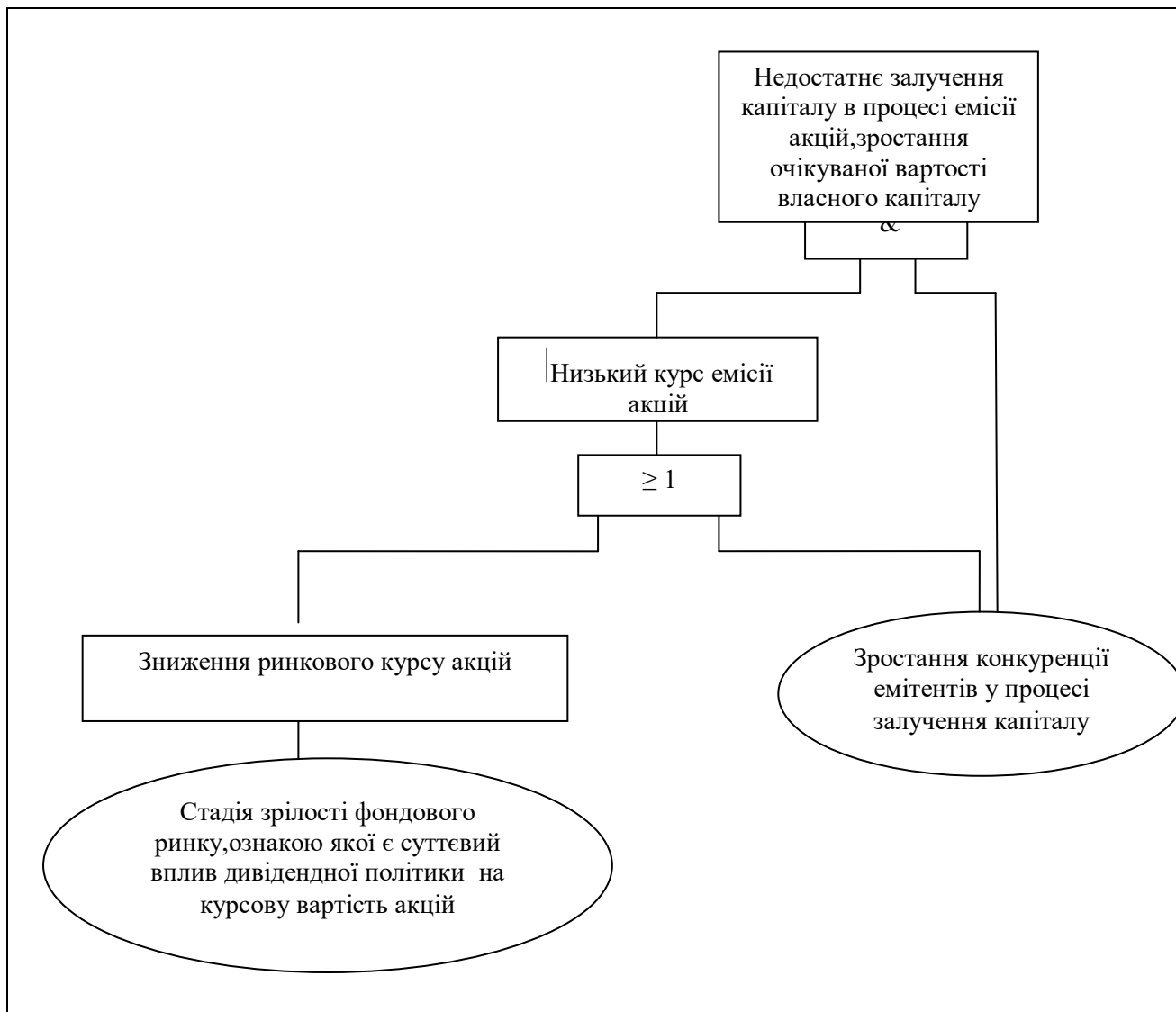


Рис. 5.3.А. Дерево несправностей 1: дія інвестиційного механізму сталого розвитку за умови низьких корпоративних стандартів.

Наступною небезпекою в умовах формування інвестиційного та кредитного механізмів корпоративного сталого розвитку може бути зростання вартості позикового капіталу. Аналіз її причин надано на рис. 5.3.В. Якщо хоча б одна з причин відсутня, а програма відновлення інвестиційної привабливості емітента засобами емісійної та дивідендної політик виявилась неефективною, то єдиним негативним наслідком буде зростання вартості власного капіталу. Для усунення небезпеки зростання вартості позикового капіталу необхідно реалізувати програму заходів щодо підвищення екологічних і соціальних корпоративних стандартів. Можливі причини її неефективності надані на рис. 5.3.Г.

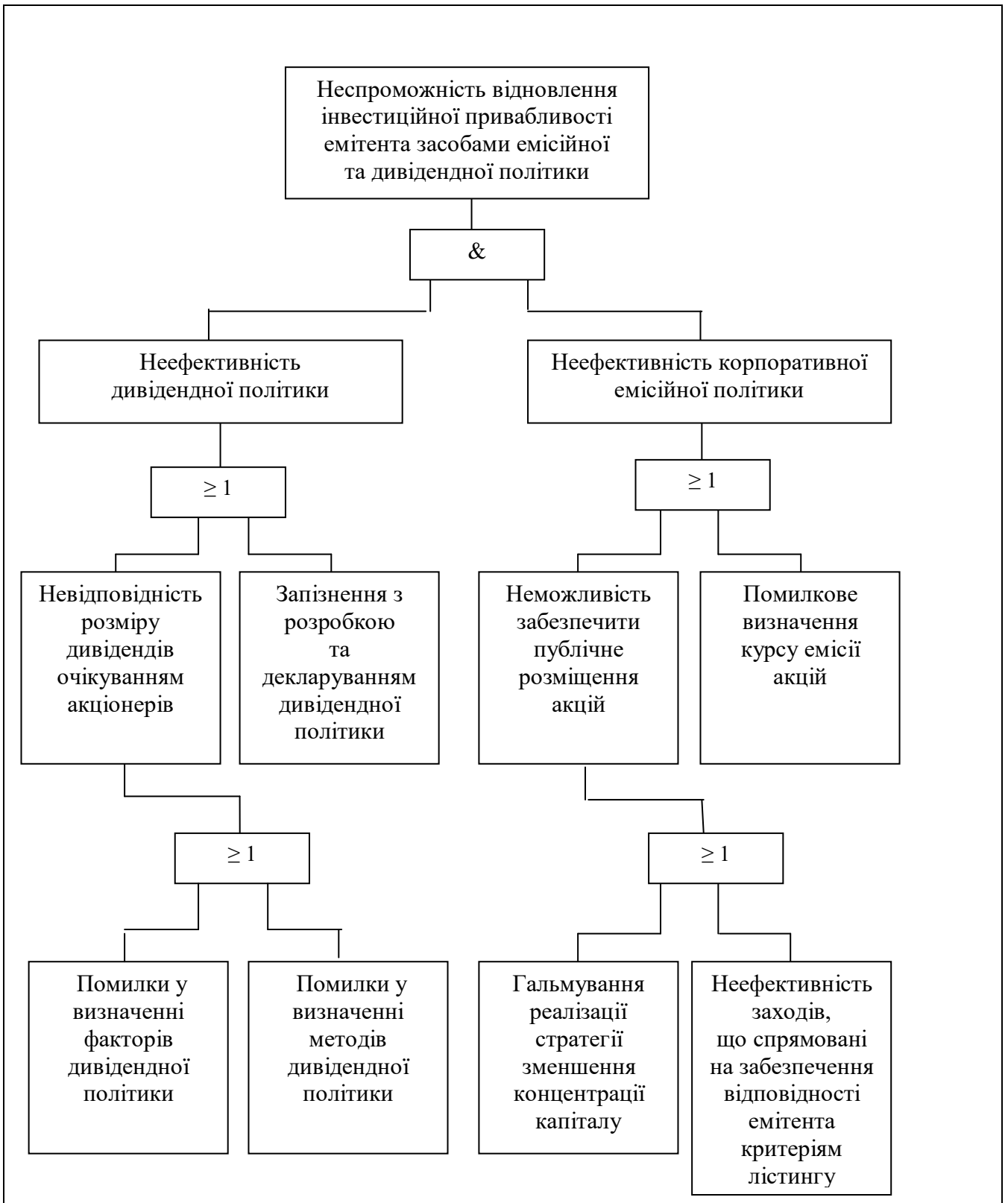


Рис. 5.3.Б. Дерево несправностей 2: неспроможність відновлення інвестиційної привабливості емітента засобами емісійної та дивідендної політик

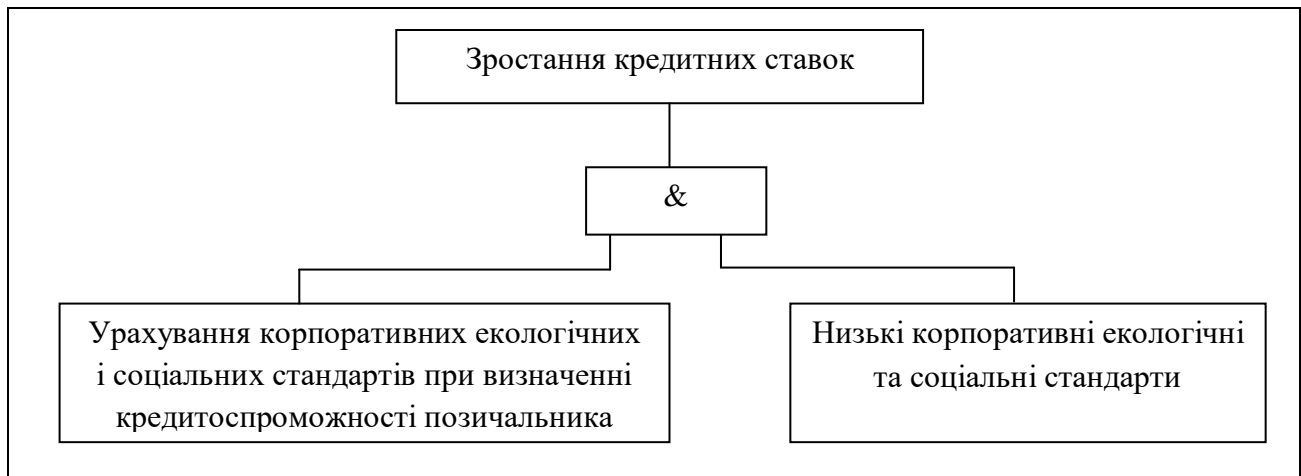


Рис.5.3 В. Дерево несправностей 3: дія кредитного механізму сталого розвитку за умови низьких корпоративних стандартів.

Для ідентифікації ризиків, пов'язаних з формуванням фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та оцінки їх наслідків, важливе значення має методика аналізу причинно-наслідкових зв'язків (*Cause and effect analysis*). Попри схожість за назвою з попереднім методом, вона призначена для вирішення принципово інших задач. Згідно з визначенням, що міститься в Стандарті ІЕС 31010:2009, аналіз причинно-наслідкових зв'язків – це структурований метод, який застосовується для визначення можливих причин небажаної проблеми або події. Методика аналізу передбачає систематизацію в узагальнені категорії факторів, що обумовлюють певну небезпеку або знижують ймовірність її настання, з метою формування комплексу гіпотез причинно-наслідкових зв'язків для подальшого розгляду та перевірки.

Результати аналізу переважно надаються у вигляді діаграми Ісікави («рибної кістки»). На рис. 5.4. показано діаграму Ісікави, яка відображає причинно-наслідкові взаємозв'язки, через які відбувається вплив системи фінансових механізмів сталого розвитку на зниження корпоративної стійкості та/або втрату можливостей її зростання публічним акціонерним товариством з низьким рівнем екологічних і соціальних стандартів, а також недосконалою дивідендною та емісійною політикою. Ця діаграма є основою для розробки ефективної стратегії адаптації підприємства до змін умов господарювання. У

блоках діаграми відображені основні категорії причин, що можуть негативно вплинути на корпоративну стійкість підприємства. Вони збігаються з видами фінансових механізмів сталого розвитку.



Рис. 5.3. Г. Дерево несправностей 4: неефективність програми підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів

Причини та складові причин визначаються експертним шляхом за методикою опитування з використанням запитань «Чому?» або «Чим це обумовлено?». Так, у таку категорію, як «Податковий механізм корпоративного

сталого розвитку» увійшли причини: «збільшення податкового навантаження» та «збільшення штрафних санкцій за забруднення довкілля». Складовими першої причини є зростання екологічного податку та запровадження ЕТПР. Друга причина має складовою посилення реакції інституціонального середовища на забруднення довкілля, що утруднює ухилення від визнання штрафних санкцій та їх оплати. На діаграмі Ісікави не визначаються заходи запобігання ризику та його ймовірність. Аналіз причинно-наслідкових зв'язків застосовується на початковій стадії оцінки небезпек, зокрема під час «мозкового штурму» та надає інформацію для подальшої оцінки рівня ризику та розробки запобіжних заходів. Варто підкреслити, що метод може використовуватися й для підприємств з високим рівнем корпоративних екологічних і соціальних стандартів. Тоді зазначені на діаграмі фінансові механізми спричиняють позитивний вплив на корпоративну стійкість, створюючи для підприємства не ризику, а шанси розвитку.

Аналіз діаграми «краватка-метелик» (*Bow tie analysis*) застосовується, коли ризику вже ідентифіковано для оцінки їх ймовірності та рівня. У певному сенсі цей метод можна розглядати як поєднання «дерева» несправностей для аналізу причин небезпеки та дерева подій для оцінки її наслідків. Проте, на відміну від цих способів оцінювання ризиків діаграма «краватка-метелик» акцентує увагу на факторах, що опосередковують причинно-наслідкові зв'язки, тобто чинниках, які посилюють ймовірність і масштаб небезпеки та запобіжних управлінських заходах. Побудова діаграми починається з визначення ризику, який описується в її центральному вузлі. Ймовірність наслідків оцінюється експертним методом на основі аналізу «дерева» несправностей та «дерева» подій, за наявності інформації, достатньої для одержання достовірних результатів. Найбільш істотним недоліком методу є неможливість відображення факторів, вплив яких обумовлюється їх спільною дією. Як було показано вище, ця задача вирішується застосуванням методів *FTA* та причинно-наслідкового аналізу. На рис. 5.5 показано використання діаграми для аналізу ризиків страхового механізму сталого розвитку.



Рис. 5.4. Діаграма Ісікави («рибної кістки») для аналізу впливу системи фінансових механізмів сталого розвитку.
 Джерело: розроблено автором

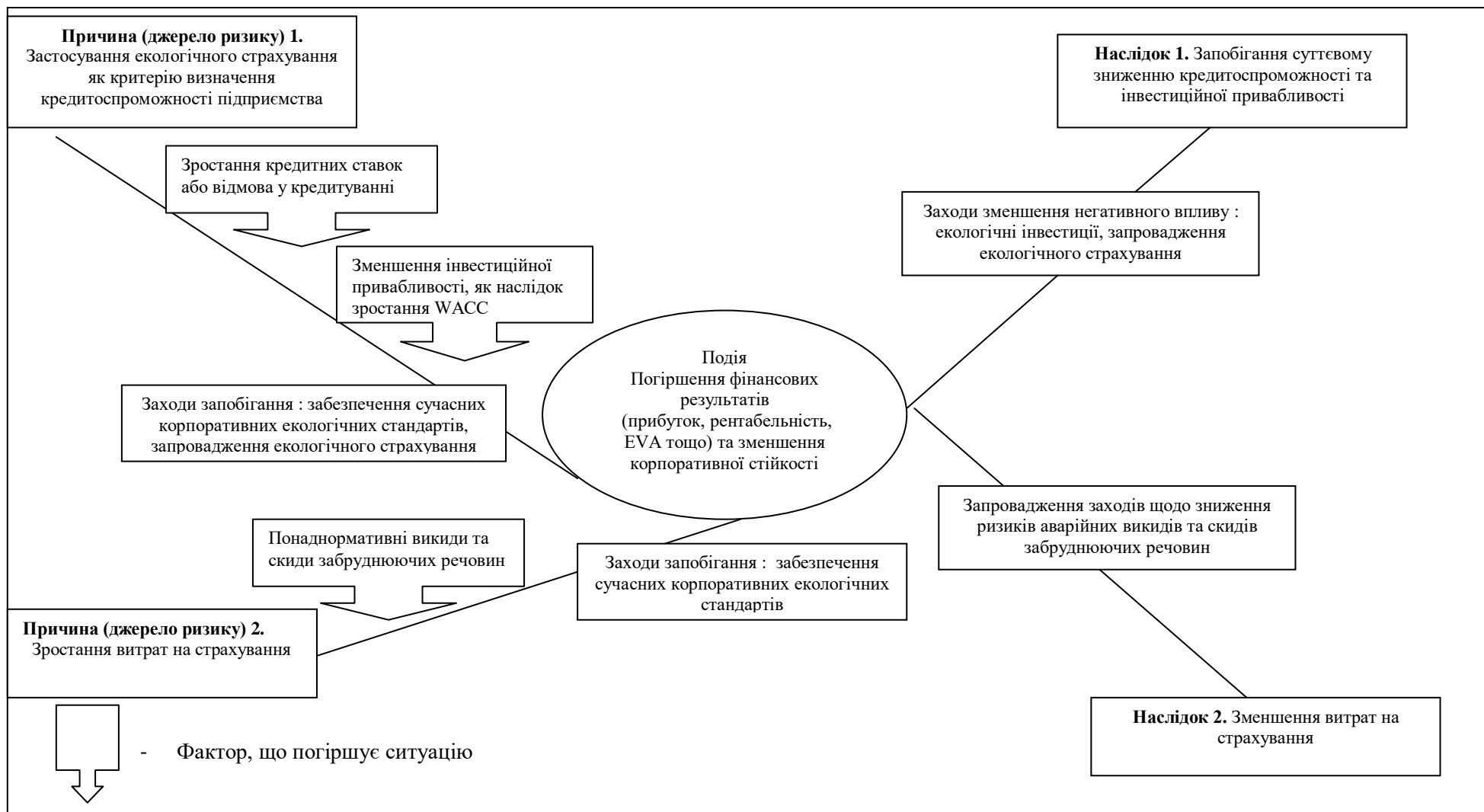


Рис. 5.5. Приклад діаграми «краватка - метелик» для наслідків поширення екологічного страхування.

Як і в попередніх прикладах об'єктом аналізу є підприємство з низькими екологічними та соціальними корпоративними стандартами. Вузловою подією є погіршення фінансових результатів (прибуток, рентабельність, *EVA* тощо) та, як наслідок, зменшення корпоративної стійкості. Причинами цієї небезпеки (джерелами ризику) є застосування в якості критерію визначення кредитоспроможності підприємства екологічного страхування та відповідне зростання витрат. Факторами, що обумовлюють негативний ефект першої причини, є зростання кредитних ставок або відмова у кредитуванні та зменшення інвестиційної привабливості як наслідок зростання *WACC*. Вплив другого джерела ризику на корпоративну стійкість посилюється через понаднормативні викиди та скиди забруднюючих речовин. Важливою складовою діаграми «краватка-метелик» є заходи запобігання ризикам і зменшення їх негативного впливу. Це забезпечення сучасних корпоративних стандартів, шляхом здійснення екологічних інвестицій, запровадження екологічного страхування та програм зниження небезпек аварійних викидів і скидів забруднюючих речовин. Користувачі діаграми фактично одержують «дорожню» карту із зазначенням потенційних небезпек та варіантів досягнення бажаних результатів.

Матриця наслідків та ймовірностей (*Consequence / probability matrix*) є засобом об'єднання якісної та кількісної оцінок наслідків та ймовірностей для ранжування ризику, його джерел і оцінки його рівню. На її основі визначаються прийнятні ризики та виявляються найбільші небезпеки, які вимагають поглибленого аналізу та першочергової розробки заходів щодо їх запобігання. Методика складання матриці має враховувати рівень агресивності корпоративних стратегій. На першому етапі застосування методики необхідно описати можливі наслідки певної небезпеки та якісно оцінити їх негативний ефект шляхом присвоєння певного рангу. Небезпека першого рангу має найбільш руйнівні наслідки для суб'єкта господарювання. В табл. 5.2 показані наслідки запровадження інвестиційного механізму корпоративного сталого

розвитку із зазначенням рангів відповідної небезпеки, а в табл. 5.2 А надано опис матриці критеріїв ймовірності.

В табл. 5.2 показано, що наслідки запровадження інвестиційного механізму для публічного акціонерного товариства з неоптимальною дивідендною та емісійною політикою (зменшення ринкового курсу акцій, збільшення очікуваної вартості власного та позичкового капіталу та неспроможність провести емісію акцій у плановому обсязі) одержали градацію відповідно до трьох класів небезпек. Із табл. 5.2. А слідує, що найбільш ймовірним наслідком присвоєно ранг А, а практично неможливим – Е. Далі, згідно методики побудови матриці, експертним шляхом вирішується задача визначення відповідностей між рангами наслідків та ймовірностей. Її результати для оцінювання ризиків запровадження інвестиційного механізму корпоративного сталого розвитку показано в табл. 5.2 В. Як видно з таблиці, найбільш небезпечними наслідками, що вимагають особливої уваги в процесі розробки управлінських рішень щодо запобігання ризикам є ті, яким присвоєно ранг V.

Інші методи, що містяться в Стандарті ІЕС 31010:2009, можуть розглядатися як допоміжні методики оцінювання ризиків, пов'язаних з формуванням фінансових механізмів сталого розвитку. До них належать: Дослідження небезпеки та операбельності (*HAZOP*); Структурована методика «Що, якщо...?» (*SWIFT*); Аналіз сценаріїв (*Scenario analysis*); Аналіз впливу на бізнес (*BIA*); Індекси ризику (*Risk indices*); Багатокритеріальний аналіз рішень (*MCDA*). Методика *HAZOP* передбачає послідовні опитування групи експертів різного профілю щодо потенційних перешкод досягнення певних цілей організації з використанням запитань, що включають комплекс оціночних слів, таких як «занадто пізно», «занадто рано», «невірній напрямок або дія» тощо. Об'єктами дослідження небезпеки та операбельності можуть зокрема бути вимоги до кожної частини процесу адаптації підприємства до змін у системі фінансових механізмів, причини та наслідки відхилень від запланованих термінів реалізації запобіжних заходів, потенційна реакція стейкхолдерів на корпоративні стратегічні рішення або на їх відсутність.

Таблиця 5.2

Наслідки запровадження інвестиційного механізму корпоративного сталого розвитку

Ранг	Зменшення ринкового курсу акцій	Збільшення очікуваної вартості власного капіталу	Невиконання індикативного плану щодо збільшення власного капіталу через неспроможність провести емісію акцій у плановому обсязі	Збільшення очікуваної вартості позичкового капіталу через незадовільну структуру капіталу і зниження ліквідності
1	більш ніж на 10%	більш ніж на 5%	більш ніж на 20%	більш ніж на 5%
2	на 5 – 10%	на 4– 5%	на 10 – 20%	на 4– 5%
3	на 1 – 5%	на 1 – 3%	на 5 – 10%	на 1 – 3%

Таблиця 5.2. А

Матриця критеріїв ймовірності (згідно ISO/IEC 31010)

Ранг	Критерій
А - ймовірно	З високою ймовірністю має відбутися протягом року
В - можливо	Може відбутися протягом року
С - малоймовірно	Ймовірність настання протягом року невисока
Д - рідко	Може трапитися лише за одночасної дії несприятливих факторів
Е - неймовірно	Ймовірність настання майже відсутня

Матриця ранжирування ризиків (згідно ISO/IEC 31010)

Ранг ймовірності	Е	II	I	I
	D	III	II	I
	C	IV	III	II
	B	V	IV	III
	A	V	V	IV
		1	2	3
		Ранг наслідків		

На аналогічних засадах побудовано і структуровану методику «Що, якщо...?» (*SWIFT*). Метою її застосування є визначення в процесі експертних обговорень можливого розвитку подій, їх причин і результатів. Запитання, що міститься в назві методу доповнюється різними словосполученнями для скерування процесу обговорення проблем у заздалегідь визначеному напрямку. Аналіз сценаріїв (*Scenario analysis*) уявляє собою процес розробки моделей опису потенційних варіантів виникнення небезпек, несвоєчасної або неповної реалізації запобіжних заходів і відповідних наслідків. Експертами, переважно, відпрацьовуються оптимістичний, песимістичний та очікуваний (найбільш ймовірний) сценарії. Результати аналізу можуть бути покладені в основу подальшої розробки стратегій адаптації організації до формування фінансових механізмів сталого розвитку.

Аналіз впливу на бізнес (*BIA*) є структурованою методикою опитувань з метою визначення напрямів і особливостей дії потенційних небезпек, а також часу та ресурсів, необхідних для відновлення контрольних показників. У контексті ризиків, що досліджуються, метод може застосовуватися в процесі встановлення критичності впливу змін умов господарювання на фінансові результати організації, а також в процесі оцінки достатності ресурсного потенціалу для реалізації заходів адаптації та стратегії запобігання небезпекам, які виникатимуть у ході подальшого вдосконалення механізмів сталого розвитку. Індeksi ризику (*Risk indices*) – це спосіб бальної оцінки небезпек з метою порівняння їх рівня та ранжування на основі порядкових шкал.

Бали, присвоєні кожному компоненту ризику (наприклад, його ймовірності, наслідкам і посилюючим чинникам), об'єднуються для одержання комплексного індексу відповідної небезпеки. Індeksi ризику доцільно застосовувати в методиках FTA та ETA, що були розглянуті вище. Крім того, вони є природною складовою багатокритеріального аналізу рішень (MCDA).

Останній метод використовується з метою одержання узагальненої оцінки проблем і варіантів їх вирішення. Його комплексними етапами є одержання результатів оцінок за різними критеріями, визначення значимості кожного з них шляхом присвоєння йому певної ваги та розрахунок зваженої суми або зваженого добутку попередніх оцінок. Підходи та методики, що містяться в Стандарті ІЕС 31010:2009, класифіковані Достовірна оцінка ризиків, пов'язаних з формуванням фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та неефективністю заходів адаптації до цього процесу, на основі застосування комплексу взаємодоповнюючих методів, дозволить уточнити, а у певних випадках і суттєво скорегувати уявлення про фактичний рівень корпоративної стійкості.

5.2. Оптимізація фінансової ресурсної стійкості в контексті концепції сталого розвитку.

Як було зазначено в параграфі 5.1, обґрунтування траєкторії руху цільових фінансових показників є однією з основних задач забезпечення корпоративного сталого розвитку. У сучасній практиці ці показники визначаються здебільшого на основі критерію економічного прибутку (підрозділ 3.2). Оптимізація таких їхніх складових як чистий операційний прибуток після оподаткування, обсяг і рентабельність інвестицій є комплексною, а не суто фінансовою проблемою. В контексті корпоративних фінансів необхідно звернути увагу, передусім, на управління факторами, що визначають середньозважену вартість капіталу (WACC).

Крім коефіцієнту, що характеризує ставку податку на прибуток, усі складові WACC (формула 3.3) можуть і мають бути об'єктами фінансового менеджменту. На очікувану вартість власного й позичкового капіталу головним чином впливає ефективність системи управління ризиками. При цьому фактори кредитоспроможності підприємства не лише визначають ризики кредиторів і вартість позичкового капіталу, але в значній мірі формують позабіржову оцінку динаміки вартості власного капіталу. Згідно положення НБУ «Про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями» [242] кредитоспроможність позичальника – юридичної особи залежить від значень показників фінансової ресурсної стійкості (далі за текстом – фінансової стійкості), прибутковості, ліквідності та ефективності використання оборотних активів. Серед них центральне місце посідають індикатори фінансової стійкості та прибутковості, адже, на відміну від них, ліквідність відображає поточний, а не стратегічний аспект фінансової діяльності організації, а ефективність використання оборотних активів залежить від ступеня покриття запасів власним оборотним капіталом і корелює з показниками рентабельності. Варто зазначити, що така складова WACC, як структура капіталу, також належить до характеристик фінансової стійкості.

Дослідження теоретичних і практичних аспектів застосування показників фінансової стійкості дає можливість оптимізувати їх структуру та способи розрахунку. Розрізняють методи оцінки фінансової стійкості на основі абсолютних і часткових показників. Перший передбачає розрахунки забезпечення запасів і витрат власними та позиченими коштами [51; 52; 83; 368]. У залежності від ступеня такої забезпеченості розрізняють чотири типи фінансової стійкості підприємства, а саме абсолютну, нормальну, передкризовий (нестійкий, критичний) фінансовий стан та кризовий фінансовий стан. Відносно абсолютної фінансової стійкості у фахівців не багато розбіжностей у поглядах. Стійкість визнається абсолютною, переважно,

якщо власного оборотного капіталу достатньо для забезпечення запасів і витрат. Критерієм нормальної стійкості вважають забезпеченість запасів власними оборотними коштами та довгостроковими зобов'язаннями і забезпеченням. Фінансовий стан визнають нестійким, передкризовим, або критичним, коли для забезпечення запасів і витрат використовуються окрім власного оборотного капіталу та довгострокових позикових джерел, також і короткострокові кредити банків. Нарешті, коли для забезпечення запасів і витрат не вистачає зазначених джерел, фінансовий стан вважають кризовим, тобто підприємство знаходиться на межі банкрутства. На думку А.Д. Шеремета и Р.С. Сайфуліна нестійкий фінансовий стан є припустимим, якщо величина короткострокових кредитів і позик, залучених для формування запасів і витрат не перевищує сумарної вартості найбільш ліквідної їх частини, а саме виробничих запасів та готової продукції [83].

Власний оборотний капітал для цілей визначення фінансової стійкості переважно розраховують як різницю між власним капіталом та необоротними активами. Проте існує інший підхід [59], згідно якому для визначення власних оборотних коштів від оборотних активів вираховують поточні зобов'язання (Варто зазначити, що результати, отримані за кожним методом, можна вважати сумою власного оборотного капіталу з певними зауваженнями. За першим методом не враховується частка основних засобів, профінансованих за рахунок довгострокових зобов'язань. За другим – не береться до уваги те, що довгострокові кредити можуть бути джерелом забезпечення окремих оборотних активів. Немає єдності у поглядах і щодо кількості та формул розрахунків часткових показників фінансової стійкості. Кількість часткових показників у різних системах оцінки фінансової стійкості коливається від 2 до 22 [21, с. 324; 52, с. 195 – 197; 59, с. 92 – 95; 369]. Найбільш короткий перелік показників фінансової стійкості містився в «Положенні про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків» затвердженого постановою правління НБУ від 06.07. 2000р.

№279, яке було чинним до 2013 року. Згідно з цим документом фінансова стійкість позичальника визначалася коефіцієнтом маневреності власних коштів, що характеризує ступінь мобільності використання власних коштів та коефіцієнтом незалежності що визначає ступінь фінансового ризику. М.С.Абрютіна і А.В. Грачов зауважують, що коли число коефіцієнтів перевищує сім, контроль над ними легко втрачається [64, с.31].

Попри всю різноманітність, часткові показники фінансової стійкості можуть бути виділені у певні класифікаційні групи. Передусім, слід зазначити, що у всіх методиках фінансового аналізу присутні показники, які характеризують розподіл джерел фінансування (вертикальну структуру капіталу) та критерії, визначені інтегральним методом. Структура джерел фінансування оцінюється індикаторами залежності підприємства від кредитів та позик у цілому та від довгострокових і короткострокових зобов'язань окремо. Загальна ступень залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування в спеціальній літературі, крім коефіцієнта фінансової незалежності або автономії (характеризується співвідношенням власного капіталу та вартості всіх активів), оцінюється також коефіцієнтами концентрації позикового капіталу або боргу (показує його частку в сукупному капіталі підприємства) та фінансової залежності (обернено пропорційний коефіцієнту автономії) [370, с.94]. Варто зазначити, що для розрахунку будь-якого іншого показника загальної залежності підприємства від зовнішніх джерел фінансування, достатньо даних про суми його позикового і сукупного капіталу та величину короткострокових або довгострокових зобов'язань і забезпечень. Сума коефіцієнтів концентрації позикового та власного капіталу (автономії) становить одиницю. Добуток коефіцієнтів заборгованості та автономії дає коефіцієнт концентрації позикового капіталу. Таким чином, усі чотири коефіцієнти характеризують одну сторону фінансової стійкості підприємства, а саме його залежність від зовнішніх джерел фінансування. Отже не заперечуючи доцільність використання багатьох показників у процесі поглибленого економічного

аналізу, можна зробити висновок, що для вирішення задач стратегічного планування фінансової стійкості достатньо принаймні одного коефіцієнта з групи індикаторів залежності суб'єкта господарювання від довгострокових і короткострокових джерел фінансування.

За інтегрального методу показники фінансової стійкості визначаються або співвідношеннями активів та джерел їх формування, або порівнянням окремих пасивів, після їх корегування на величину капіталу, залученого для фінансування необоротних активів. Так чи інакше фінансова стійкість за інтегрального підходу відображається взаємозв'язками між складовими капіталу та активу балансу [370, с.94–95]. Серед показників фінансової стійкості, які визначаються інтегрованим методом, у всіх методиках аналізу містяться коефіцієнти фінансової маневреності. Проте стосовно алгоритму їх розрахунку існують різні погляди [370, с.94]. Попри всі розбіжності у розрахунках, показники фінансової маневреності відображають або співвідношення між власними оборотними коштами та власним капіталом (іноді з урахуванням довгострокових пасивів), або частку запасів у власному оборотному капіталі.

Те, що фінансова стійкість може бути адекватно оцінена лише шляхом спільного використання часткових показників, які характеризують вертикальну структуру капіталу і забезпечення активів відповідними пасивами є загально визнаним фактом. Зокрема, це знайшло відображення у відомих «золотих правилах». Так, правило вертикальної структури капіталу встановлює певне співвідношення власних і позичкових джерел фінансування. Золоте правило балансу вимагає дотримання двох умов [327, с.492]:

$$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові кредити і позики}}{\text{Необоротні активи}} \geq 1;$$

$$\frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові кредити і позики}}{\text{Необоротні активи} + \text{Довгострокові оборотні активи}} \geq 1$$

Коефіцієнт маневреності власних коштів може бути перетворений наступним чином:

$$\begin{aligned} K_M &= \frac{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові кредити і позики} - \text{Необоротні активи}}{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові кредити і позики}} \\ &= 1 - \frac{\text{Необоротні активи}}{\text{Власний капітал} + \text{Довгострокові кредити і позики}} \end{aligned}$$

Отже золоте правило балансу відображає саме маневреність власних коштів:

$$\frac{1}{1 - K_M} \geq 1$$

Безумовно, дотримання золотих правил балансу та вертикальної структури капіталу є певною гарантією забезпечення фінансової стійкості лише, якщо існують можливості збереження досягнутого рівня кредитування. Проте, невідповідність фінансової діяльності зазначеним критеріям протягом тривалого періоду унеможливорює не тільки залучення нових кредитів, але і погашення одержаних. Теж саме стосується і золотого правила фінансування, яке відображає умови дотримання ліквідності. З огляду на те, що коефіцієнти маневреності в багатьох методиках фінансового аналізу доповнюються низкою відносних показників типу фінансової стійкості, постає питання оцінки їх взаємозалежності та доцільності спільного використання у стратегічному плануванні.

По перше, звернемо увагу, що коефіцієнт інвестування є обернено пропорційним індексу постійного активу; коефіцієнти покриття матеріальних запасів і забезпеченості запасів, так само як і коефіцієнти забезпеченості оборотних активів та оборотного капіталу, відрізняються лише способом розрахунку величини власних оборотних коштів, що міститься у чисельниках їх формул. Отже із кожної пари цих показників вочевидь є недоцільним застосування принаймні одного. По друге, коефіцієнти забезпеченості власними оборотними коштами і маневреності значно менш інформативні, ніж показники, що оцінюють ступень покриття запасів або інших активів джерелами фінансування. Так, частка власних оборотних коштів у загальному

їх обсязі або співвідношення з сумою поточних зобов'язань не може слугувати індикатором фінансової стійкості без відповідного порівняння з величиною запасів та інших активів із незначною ліквідністю. Приймати на підставі показника маневреності капіталу рішення щодо зміни структури активів по суті не вірно, адже вона визначається переважно особливостями продукції, виробництва та технологічних процесів. Це звичайно не заперечує доцільність застосування індикаторів маневреності в процесі поглибленого економічного аналізу. По третє, коефіцієнт концентрації власного капіталу майже не відображає тип фінансової стійкості, оскільки, на відміну від деяких інших показників, не дає відповіді на пріоритетне питання забезпеченості необоротних активів та запасів власними джерелами. Отже, з-поміж відносних показників, що визначаються на базі інтегрованого підходу, самостійну та важливу роль у оцінці типу фінансової стійкості мають коефіцієнти, які характеризують забезпеченість запасів власним капіталом, довгостроковими пасивами, короткостроковими кредитами банків та поточною заборгованістю за довгостроковими зобов'язаннями.

Розглянуту методика оцінки фінансової стійкості підприємств на базі абсолютних критеріїв та часткових показників, які характеризують вертикальну структуру капіталу, його маневреність та тип фінансової стійкості, можна вважати класичною. В різних варіаціях вона присутня у більшості джерел з економічного аналізу. Проте деякі автори пропонують додаткові коефіцієнти, а саме реальної вартості основних засобів і запасів у майні підприємства (валюти балансу) [52, с.196; 59, с.94 – 95; 21, с.316], нагромадження амортизації (накопичення зносу) [52, с.197; 59, с.94 – 95; 21, с.316], придатності основних засобів [52, с.197] та мобільності [59, с. 95]. Всі вони розраховуються на основі оцінки структури активів і характеризують частку необоротних активів і запасів або амортизаційних нарахувань.

Оптимальні значення коефіцієнтів мобільності та реальної вартості основних засобів і запасів у валюті балансу визначаються не тільки галузевою

специфікою, але й особливостями продукції та технологічних процесів, що застосовуються на підприємстві. Крім того, оптимізація значень цих коефіцієнтів, яка відбувається через поповнення майна виробничого призначення, реалізацію неліквідів тощо, не означає забезпечення фінансової стійкості, а лише свідчить про формування для цього відповідних умов. Дійсно, інвестиції у виробничі потужності в перспективі сприяють зростанню фінансової стійкості, опосередковано через збільшення прибутку та власного капіталу, але напряду вона залежить від структури використаних на такі цілі джерел. Таким чином, ці показники характеризують опосередковані інструменти впливу на фінансову стійкість, а не її рівень. Інший характер зв'язку із фінансовою стійкістю підприємства мають показники накопичення амортизації та придатності основних засобів. Вони визначають ступень зносу цих необоротних активів. Невитрачені суми амортизації сприяють штучному завищенню показників забезпечення запасів власними джерелами, позаяк у розрахунках зменшується сума необоротних активів. Проте оновлення основних засобів за рахунок накопиченої амортизації призводить до істотного зниження значень вказаних коефіцієнтів, що, начебто, свідчить про погіршення фінансової стійкості. Отже, для об'єктивної оцінки фінансової стійкості суб'єкта господарювання, необхідно безпосередньо корегувати коефіцієнти забезпечення запасів власними джерелами, або аналогічні за природою показники, на суми нарахування та використання амортизації основних засобів та нематеріальних активів. З цією метою, достатньо відслідковувати зміни одного показника, тобто коефіцієнта нагромадження амортизації або придатності основних засобів, адже їх сума дорівнюється одиниці.

У системі показників фінансової стійкості логічними виглядають критерії оцінки її запасу [21, с. 333 – 334; 52, с.191; 59, с. 98]. Так, В.О. Подольська і О.В. Яриш оцінюють запас стійкості фінансового стану у днях, як відношення надлишку власного оборотного капіталу та інших відповідних джерел для формування запасів у розрахунку на рік до чистого доходу від реалізації

продукції [52, с.191]. Також за допомогою даних форми №2 ці автори пропонують визначати коефіцієнт покриття відсотка, який свідчить про потенційну можливість погасити позику [52, с.197]. Зазначимо, що ці показники оцінюють не рівень фінансової стійкості підприємства, а можливості його збереження, підвищення або, навпаки, погіршення. Саме у такому сенсі вони можуть застосовуватися в процесі фінансового планування.

Наприкінці огляду систем критеріальної оцінки фінансової стійкості підприємства звернемо увагу на досить нехарактерний для них показник заборгованості акціонерам [1141, с.331]. Він визначається відношенням загальної заборгованості перед ними до суми активів. Звичайно його можна розглядати в площині тривіальної деталізації зобов'язань. Проте, цей показник характеризує аспект фінансової стійкості, що досі залишається поза увагою та є дуже важливим для сталого розвитку суб'єкта господарювання. Дотримання прав акціонерів, зокрема своєчасне виконання відповідних зобов'язань товариства, є ознакою забезпечення стійкості разом з певним рівнем маневреності власного капіталу та незалежності від зовнішніх джерел фінансування. Втім, оцінка цієї сторони стійкості підприємства потребує більш масштабного критерію.

Аналіз методичних підходів до оцінки фінансової стійкості підприємств дозволив виділити з існуючих критеріїв пріоритетні. Проте передчасно робити висновок про доцільність їх використання в системі стратегічного управління. Треба довести або спростувати тезу, що ці критерії адекватно визначають тип та рівень фінансової стійкості. З цією метою були проаналізовані дані офіційної звітності відкритих акціонерних товариств, по яких впроваджено справу про банкрутство [370]. Як виявилось, низка цих товариств має тип нормальної стійкості або продемонстрували його обвальне погіршення всього за один-два роки. Враховуючи, що фінансова стійкість характеризує платоспроможність у довгостроковій перспективі, доречно було б очікувати кризові ознаки фінансового стану цих підприємств ще до моменту істотного погіршення

ліквідності. Натомість дослідження виявило зовсім протилежні приклади. Все це свідчить про те, що визначення типу фінансової стійкості за допомогою абсолютних показників далеко не завжди дає достовірні результати та може дезорієнтувати як інвесторів, так і менеджмент підприємства. Аналіз балансів акціонерних товариств дозволив знайти причини, за якими класичний метод оцінки фінансової стійкості не спрацьовує.

Дослідження показало, що запаси за ступенем ліквідності, особливо в умовах економічної кризи, часто є не гіршими за дебіторську заборгованість та деякі інші оборотні активи [370, с. 98]. Порядок визначення типу стійкості за допомогою абсолютних показників не враховує ще одну особливість фінансування окремих суб'єктів господарювання, а саме залучення довгострокових кредитів у обсягах, що перевищують розмір власного капіталу. Нарешті, на тип фінансової стійкості, за умов значної дебіторської заборгованості або наявності інших невисоколіквідних активів (окрім запасів), не впливає частка поточних зобов'язань, непов'язаних з кредитами банків. Варто підкреслити також, що за умови пересічного запасу фінансової стійкості та зменшення прибутку або негативних змін у структурі активів, низка частка довгострокових зобов'язань стрімко призводить до передкризового фінансового стану, а за незначного короткострокового банківського кредитування – до кризового. Це не лише доводить, що робити висновок про тип фінансової стійкості виключно на підставі абсолютних показників, принаймні без урахування значень коефіцієнта заборгованості не можна, але примушує критично поставитися до алгоритму розрахунку коефіцієнтів забезпеченості або покриття запасів.

По перше, знаменник відповідних формул мусить містити також інші оборотні активи, які є для певного підприємства низько ліквідними. Переважно це стосується частини дебіторської заборгованості. Звичайно, об'єктивну оцінку ступеня ліквідності активів можна одержати лише на базі первинної документації підприємства. Отже тільки його фінансова служба спроможна

прийняти вірне рішення щодо доцільності додавання до запасів, у знаменнику формул коефіцієнтів покриття, тих або інших оборотних активів. Сказане окреслює сферу застосування модифікованих таким чином показників. Це – стратегічне управління фінансовою стійкістю, але, звичайно, не визначення банками кредитоспроможності клієнтів

По друге, характерне для багатьох українських підприємств від’ємне значення величини власних оборотних коштів, унеможлиблює застосування коефіцієнтів забезпеченості або покриття запасів у традиційному вимірі в системі управління фінансовою стійкістю підприємств. Так, реалізація неліквідних запасів сировини та матеріалів, за цих умов, призведе до зменшення знаменника у формулах розрахунку даних коефіцієнтів та їх величина зменшиться (наприклад, з – 0,25 до – 0,5). Таким чином, складається парадоксальне враження про нібито погіршення фінансової стійкості суб’єкта господарювання. Зазначимо, що дослідження виявило і підприємства з нульовими запасами за даними балансу [370]. Для них класичний алгоритм розрахунку коефіцієнтів покриття взагалі втрачає сенс. Підсумовуючи сказане, можна зробити висновок про доцільність використання у системі стратегічного управління замість коефіцієнтів забезпеченості запасів інших показників, що характеризують ступень покриття необоротних та малоліквідних активів власним капіталом та довгостроковими пасивами:

$$K_{\Pi}^I = \frac{BK}{HA + З + НЛА},$$

$$K_{\Pi}^{II} = \frac{BK + ДК}{HA + З + НЛА},$$

де K_{Π}^I – коефіцієнт покриття низьколіквідних активів власним капіталом;

K_{II}^{Π} – коефіцієнт покриття низьколіквідних активів власним капіталом та довгостроковими кредитами; ВК – власний капітал; НА – необоротні активи; З – запаси; НЛА – низьколіквідні оборотні активи (з врахуванням специфіки підприємства); ДК – довгострокові кредити.

Певним недоліком показників, які характеризують вертикальну та горизонтальну структуру капіталу є те, що вони не повністю враховують ефективність стратегій, спрямованих на підвищення фінансової стійкості. Однакові значення цих індикаторів на підприємствах можуть бути забезпечені шляхом запровадження заходів, що призводять до різного рівня витрат на обслуговування довгострокових і поточних зобов'язань. Переважно, це стосується наступних стратегічних рішень: а) вибір валюти кредитування; б) реалізація інвестиційних програм, що відповідають критеріям пільгового кредитування; в) використання джерел позикових коштів, альтернативних банківським кредитам. Органічно взаємопов'язаний процес управління фінансовою стійкістю та вартістю капіталу роз'єднується класичною системою критеріїв оцінки [371, с. 50]..

Кроком на шляху природного поєднання зазначених характеристик фінансового стану підприємства є застосування показника середньозваженої вартості капіталу (*WACC*). Використання *WACC* в системі фінансового управління орієнтує підприємство на вибір стратегій мінімізації очікуваної вартості капіталу, як власного так і позикового, та оптимізацію його структури. Такі стратегії є складовою механізму зростання економічної та маркетингової доданої вартості (*EVA*, *MVA*). Значення *WACC* безпосередньо впливають на показники *EVA* та *MVA*, позаяк містяться в їхніх розрахункових формулах. Відтак через *WACC* здійснюється зв'язок між коефіцієнтом заборгованості, що характеризує фінансову стійкість, вартістю капіталу та цільовим критерієм діяльності суб'єктів господарювання. Звідси постає питання, чи може задача оптимізації фінансової стійкості або, принаймні, вертикальної структури капіталу, бути формалізована шляхом мінімізації *WACC*? Позитивна відповідь означала б достатність використання показнику *WACC* хоча б для забезпечення

фінансової незалежності підприємства. Проте проблематика фінансової стійкості не вписується у таку спрощену схему.

По перше, слід зазначити, що коефіцієнт заборгованості в структурі *WACC*, як у чисельнику, так і у знаменнику містить далеко не всі зобов'язання підприємства. В класичному варіанті до структури капіталу не включається короткостроковий борг [221, с. 454 – 458]. У вітчизняній практиці зазвичай до довгострокових додають короткострокові зобов'язання за банківськими та комерційними кредитами. Для численної групи підприємств, що знаходяться у кризовому стані, за допомогою показника *WACC* неможливо відслідковувати зміни у структурі капіталу, адже для фінансування запасів не вистачає зазначених джерел. У свою чергу, коефіцієнт фінансової незалежності враховує всі види зобов'язань. Для прийняття рішень щодо оптимізації рівня кредиторської заборгованості за товари, роботи, послуги, розміру поточних зобов'язань за розрахунками та інших складових позикового капіталу, вартість залучення яких не прогнозується, необхідно використовувати показники фінансової незалежності, заборгованості або покриття. Навіть цей факт свідчить про те, що показник *WACC* не характеризує всі аспекти фінансової стійкості суб'єкта господарювання.

По друге, мінімізація *WACC* не завжди є надійним шляхом визначення оптимальної структури капіталу у зв'язку з проблемою виміру. Вона притаманна і країнам з розвинутим фондовим ринком і налагодженою системою корпоративного управління та стосується розрахунку очікуваної ставки вартості власного капіталу будь-яким методом. Дуже важко отримати вихідні дані у моделі *CAPM*, передбачити темп росту вартості акції та оцінити специфічні ризики підприємства [221, с. 462 – 471].]. Ще складнішою виглядає ця проблема в реаліях корпоративного сектору вітчизняної економіки з переважно прихованою формою виплати дивідендів та відсутністю ринкового курсу акцій більшості емітентів.

По третє, застосування формалізованих способів радше дозволяє окреслити певні обмеження структури капіталу, ніж знайти її оптимальне значення. Низка

факторів, що істотно впливають на визначення структури капіталу може та мусить бути врахована лише в процесі логічного аналізу особливостей зовнішнього середовища та діяльності суб'єкту господарювання. До цих факторів належать: галузеві особливості, зокрема тривалість операційного циклу; рівень стабільності збуту та прибутковості; ступень диверсифікованості активів; темпи зростання фірми; вплив кредиторів, зокрема їх участь у капіталі організації; ситуація на ринку запозичень; шанси та ризики ведення бізнесу тощо.

На решті наведемо не останній за важливістю аргумент. Досягнення індикативного значення *WACC* або коефіцієнта вартості частки боргу в капіталі не гарантує забезпечення запланованого рівня фінансової незалежності підприємства. Відхилення можуть відбутися, з одного боку, шляхом зменшення очікуваної ставки вартості позикового капіталу в обсягах більших за передбачені планом в умовах незадовільної структури капіталу (зокрема, за об'єктивних причин, наприклад, зменшення кредитних ставок внаслідок загального оздоровлення фінансової ситуації в країні). З іншого боку, навпаки, за рахунок скорочення зовнішніх запозичень при одночасному зростанні вартості позикового капіталу. Таким чином, можна зробити наступні висновки:

- у показнику *WACC* органічно поєднуються параметри фінансової незалежності та вартості капіталу підприємства, у свою чергу, коефіцієнт вартості частки боргу в капіталі виконує аналогічну функцію щодо зобов'язань суб'єкта господарювання;
- вертикальна структура капіталу, за якої показник *WACC* приймає мінімальне значення не завжди є оптимальною;
- дотримання індикативного (базового) значення *WACC* не гарантує, само по собі, забезпечення бажаного рівня фінансової стійкості;
- орієнтація системи управління фінансової стійкості на критерій *WACC* є доцільною за умови його використання в комплексі з показниками структури капіталу та очікуваної вартості зобов'язань.

Зважаючи на різну масштабність *WACC*, коефіцієнту вартості частки боргу в капіталі та інших перелічених індикаторів, а також наявність взаємозв'язків між ними, логічним виглядає їх структуризація в формі ієрархічної багаторівневої системної моделі. Звичайно, управління структурою капіталу та фінансовою стійкістю є тільки фрагментом цієї системної моделі, яка повинна орієнтувати на досягнення місії (генеральної мети) організації. Забезпечення індикативної величини *WACC* природно уявляє собою задачу, підпорядковану цілям вищого ієрархічного рівню, наприклад, максимізації *EVA* або *MVA*. З іншого боку, середньозважена вартість капіталу є інтегральним показником, який формується під впливом різноманітних факторів, і має важливі складові.

Отже всі ключові параметри фінансової стійкості повинні знайти відображення у відповідних показниках нижнього рівня «дерева цілей». Кількість цих показників повинна бути мінімально необхідною, аби запобігти дезорієнтації менеджменту підприємств та неконтрольованим процесам відхилень від запланованих пропорцій розвитку. Якщо коливання фінансової стійкості не знаходять адекватного відображення у показниках певного рівня дерева цілей, останні повинні бути або змінені, або доповнені іншими. Якщо середньозважена вартість капіталу, за певних причин, не розраховується суб'єктом господарювання, на її ієрархічному рівні доцільно використовувати коефіцієнт вартості частки боргу в капіталі, адже він є складовою *WACC*, яка безпосередньо характеризує фінансову стійкість, і має зручний алгоритм розрахунку.

Декомпозиція складової *WACC*, пов'язаної з позиковим капіталом, на підцілі забезпечення очікуваної ставки його вартості та оптимального рівня заборгованості об'єктивно впливає з алгоритму розрахунку. З іншого боку, фінансова стійкість характеризується також коефіцієнтами покриття низьколіквідних активів власним капіталом та довгостроковими кредитами. Виникає питання щодо їх місця в «дереві цілей». Коефіцієнти заборгованості та покриття низьколіквідних активів відповідними джерелами фінансування характеризують різні сторони фінансової стійкості суб'єкта господарювання, а

саме незалежність від зовнішніх джерел і маневреність капіталу. Це проявляється у тому, як вони реагують на ті чи інші інструменти управління капіталом. Наприклад, підприємство збільшило суму позикового капіталу та придбало за рахунок цих коштів цінні папери. Коефіцієнт покриття низьколіквідних активів власним капіталом, жодним чином, на це не відреагує. Значення коефіцієнта покриття довгостроковими пасивами зміниться лише у випадку залучення з указаною метою кредитів відповідного терміну. Лише в коефіцієнті заборгованості (або фінансової незалежності) таке управлінське рішення одержить адекватне відображення.

Аналогічний висновок можна зробити і відносно зростання суми зобов'язань перед постачальниками та споживачами внаслідок, наприклад, підвищення дебіторської заборгованості, хоча, за таких обставин погіршення фінансової стійкості є очевидним. До речі, у такому разі, і величина *WACC* зазнає змін тільки через можливе зростання ставок вартості капіталу, але не його структури, бо зобов'язання за розрахунками із споживачами та постачальниками, за певними виключеннями, не враховуються у цьому показникові. Натомість, будь-які зрушення у співвідношенні суми довгострокових пасивів і вартості необоротних активів та запасів не впливають безпосередньо на коефіцієнт заборгованості. Вони, у повній мірі, оцінюються коефіцієнтами покриття низьколіквідних активів відповідними джерелами фінансування.

Ці критерії фінансової стійкості знаходяться у взаємозв'язку та взаємодії. Зрушення у вертикальній структурі капіталу з часом призводять до змін коефіцієнтів покриття. У свою чергу, реалізація непотрібних для виробництва запасів сировини і матеріалів, прискорення збуту готової продукції, зменшення сумнівної дебіторської заборгованості призводять до вивільнення оборотних коштів, що створює умови для зменшення кредиторської заборгованості та, відповідно, зростання фінансової незалежності підприємства. Разом з тим, ступень покриття низьколіквідних активів довгостроковими пасивами, як характеристика фінансових ризиків, пов'язаних з маневреністю капіталу,

впливає на стабільність прибутку, похідні зміни у вертикальній структурі капіталу, отже й на величину *WACC*.

Таким чином, можна зробити висновок щодо необхідності спільного використання в системі управління фінансової стійкості, на одному ієрархічному рівні, ставки вартості позикового капіталу, коефіцієнтів заборгованості й покриття низьколіквідних активів довгостроковими кредитами та (або) власним капіталом. Ієрархію цілей управління фінансовою стійкістю наведено в [371, с.51]. Оптимальний рівень фінансової стійкості мусить забезпечувати максимальну доходність за мінімальних ризиків. Це обумовлює особливості процесу планування. Він не може бути зведений до визначення мінімальної величини *WACC*, ефекту фінансового левериджу, відповідної структури капіталу та вартості його складових. Рішення щодо індикативних значень показників або припустимих інтервалів їх зміни мусить прийматися також з урахуванням досягнутого рівня, фінансових можливостей його поліпшення, факторів зовнішнього і внутрішнього середовища організації, які були перелічені вище, та цільового типу фінансової стійкості, що характеризується коефіцієнтами покриття низьколіквідних запасів власним капіталом і довгостроковими кредитами.

В результаті такого поєднання формалізованих методів і логічних обґрунтувань та досвіду фінансових менеджерів можуть бути встановлені індикативні значення (інтервали) *WACC*, вартості позичкового капіталу та коефіцієнтів заборгованості й покриття. Процедури оптимізації структури капіталу різними розрахунковими методами достатньо освітлені в економічній літературі. Проте потребує з'ясування механізм комплексного підходу до визначення індикативних значень показників у запропонованій моделі управління фінансовою стійкістю підприємства. За певних ставок вартості капіталу та високої частки низьколіквідних активів, його структура, розрахована за критерієм мінімального *WACC* або шляхом управління величиною ефекту фінансового левериджу, не буде відповідати типу

нормальної фінансової стійкості. Звичайно за таких умов вона не може вважатися оптимальною.

Аналогічний висновок можна зробити також у випадку, коли структура капіталу, визначена вказаними методами, характеризується такими значеннями коефіцієнта незалежності або похідного від нього коефіцієнта заборгованості, які не відповідають прийнятим нормативам. Банки розглядають ці показники в якості критеріїв віднесення позичальників до певних груп ризику, отже, за цих обставин, варто очікувати погіршення умов кредитування. Таким чином, показники наступного за WACC ієрархічного рівня, а саме коефіцієнти заборгованості та покриття, слід не тільки розглядати в контексті конкретизації дій щодо забезпечення цілі вищого рівня, але й застосовувати як системні обмеження. Іншими словами, мінімізація WACC мусить відбуватися у межах, що відповідають індикативному рівню фінансової стійкості. Процес перспективного планування відповідних показників доцільно проводити у наступній послідовності (рис. 5.6).

На основі прогнозованої величини потреби в капіталі, за допомогою методів мінімізації WACC або управління величиною ефекту фінансового левериджу, дається попередня оцінка оптимальної структури капіталу. Далі вона корегується додаванням усіх, зазначених вище складових капіталу, які не включаються у показник WACC, з врахуванням очікуваного ефекту від впровадження заходів щодо оптимізації їх величини та раціоналізації співвідношення активів. Після завершення цього етапу в наявності всі дані для конкретизації визначеної структури капіталу у відповідних значеннях коефіцієнтів заборгованості і покриття низьколікідних активів довгостроковими кредитами та (або) власним капіталом. Порівнюючи їх з аналогічними показниками звітного періоду і нормативними значеннями, та зважаючи на рівень їх пріоритетності та наявні можливості, особа, яка приймає рішення (ОПР), обирає стратегію забезпечення абсолютного або нормального типу фінансової стійкості. В окремих випадках може йтися про стратегію переходу від кризового до нестійкого фінансового стану.

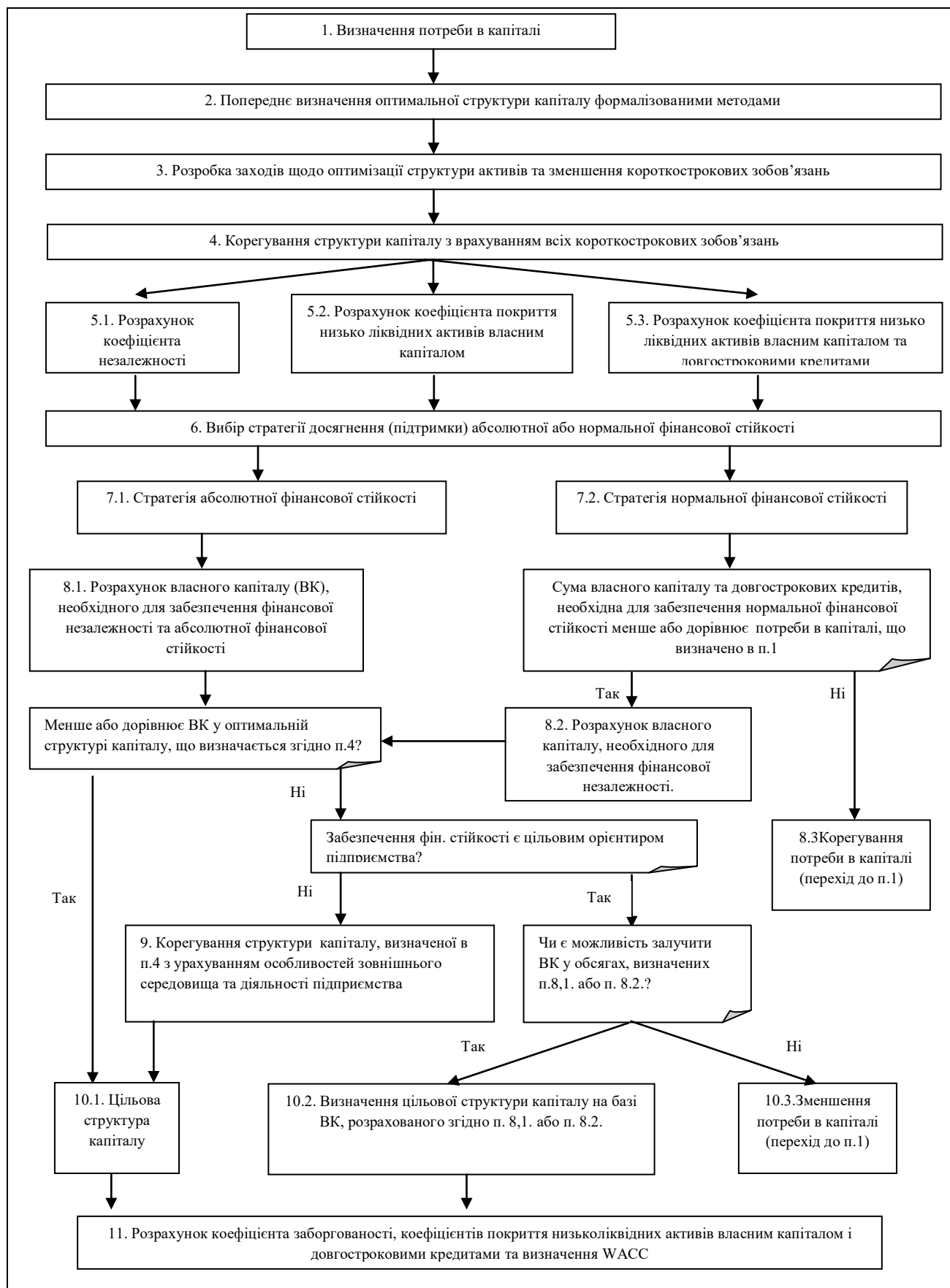


Рис. 5.6. Алгоритм планування показників фінансової стійкості.

В залежності від обраної стратегії пропонується різний алгоритм подальшого уточнення структури капіталу та показників фінансової стійкості у перспективному плані. В разі орієнтації на стратегію досягнення (дотримання) абсолютної фінансової стійкості необхідно виконати розрахунки мінімальної суми власного капіталу двома методами. За першим як добуток значення коефіцієнта покриття низьколіквідних активів власним капіталом, що відповідає такому типу стійкості, та вартості низьколіквідних активів. За другим – через граничну величину коефіцієнта фінансової незалежності. Остання, може становити 0,5 або, зважаючи на правило вертикальної структури капіталу, відповідати середньому галузевому рівню. Кожен метод дає можливість виділити із суми потреби в капіталі величину його власної складової, що мінімально необхідна для задоволення вимог забезпечення або фінансової незалежності, або абсолютної фінансової стійкості. Отже для подальших розрахунків слід узяти результат із максимальним значенням:

$$\max \begin{cases} BK_1 = K_n^I \times (НА + З + НЛА) \\ BK_2 = \text{Lim} \frac{BK}{K} \times K, \end{cases} \quad (5.1)$$

де BK_1, BK_2 – мінімально необхідні суми власного капіталу відповідно до першого та другого методів розрахунку;

$\text{Lim} \frac{BK}{K}$ – граничне значення коефіцієнта фінансової незалежності;

K_{n1} – значення коефіцієнта покриття низьколіквідних активів власним капіталом, що відповідає типу абсолютної фінансової стійкості;

K – загальний капітал підприємства.

У разі вибору стратегії забезпечення нормального типу фінансової стійкості, слід розрахувати, крім величини BK_2 , також і мінімально необхідну суму власного капіталу та довгострокових зобов'язань ($BK+ДК$), виходячи із значення коефіцієнта покриття активів, що відповідає цьому типу стійкості та вартості низьколіквідних активів:

$$\max \begin{cases} BK + DK = K_{\Pi}^{\text{II}} \times (HA + Z + HLA) \\ BK_2 = \text{Lim} \frac{BK}{K} \times K, \end{cases} \quad (5.2)$$

де K_{Π}^{II} – значення коефіцієнта покриття низьколіквідних активів власним капіталом та довгостроковими зобов'язаннями, який відповідає типу нормальної фінансової стійкості.

Якщо мінімальна величина BK, потрібна для реалізації стратегії досягнення абсолютної фінансової стійкості, менше або дорівнює вартості власного капіталу, визначеної в результаті оптимізації структури джерел фінансування, останню можна розглядати як цільову, попередньо скорегувавши її, в разі необхідності, з огляду на особливості зовнішнього середовища та діяльності суб'єкту господарювання. Для стратегії забезпечення нормальної фінансової стійкості у порівнянні треба використовувати замість формули (5.1) формулу (5.2). На основі такої структури капіталу слід далі розрахувати планові значення коефіцієнтів заборгованості та покриття низьколіквідних активів. У разі протилежного результату порівняння сум власного капіталу, одержаних зазначеними методами, з метою забезпечення фінансової стійкості підприємства, потрібно орієнтуватись на іншу структуру джерел фінансування.

Вона мусить визначатися не шляхом мінімізації WACC або застосування інших формалізованих процедур, а на основі величини власного капіталу, що відповідає граничним значенням коефіцієнтів заборгованості (або незалежності) та покриття активів. За неможливості залучити таку суму власного капіталу, треба розглянути варіанти зменшення загальної величини джерел фінансування за рахунок скорочення кредитів і позик. Обравши стратегію нормальної фінансової стійкості, треба також порівняти мінімально необхідну для її забезпечення суму власного капіталу та довгострокових зобов'язань із сумою відповідних показників, що характеризують оптимальну

структуру капіталу, одержану за допомогою формалізованих методів на першому етапі планування. Результатом такої ітерації є відповідь на питання щодо доцільності збільшення довгострокових кредитів у складі позикового капіталу. Зважаючи на те, що попередня оцінка оптимальної структури капіталу здійснюється в умовах невизначеності щодо очікуваної вартості джерел фінансування та величини нерозподіленого прибутку, на цій стадії планування доцільно формувати інтервал припустимих значень. Обмеження, що обумовлені задачею забезпечення фінансової стійкості, як видно із наведених формул, диктують, за встановленої потреби в активах та їх складових, однозначні рішення щодо величин власного капіталу та довгострокових кредитів.

Отже, викладений вище процес порівняння показників, розрахованих на базі коефіцієнтів фінансової незалежності й покриття активів, з одного боку, та структури капіталу з іншого, дозволяє максимально звузити інтервал її припустимих значень або, навіть, жорстко детермінувати цільовий орієнтир. Варто підкреслити, що запропонований алгоритм планування показників є лише інструментом забезпечення цілей. Вибір завжди залишається за менеджерами або власниками. Звичайно за певних обставин, ОПР може на деяких стадіях життєвого циклу підприємства вважати прийнятним застосування агресивних стратегій розвитку, нехтуючи ризиками втрати фінансової стійкості. Декомпозиція цілі верхнього ієрархічного рівня управління фінансовою стійкістю підприємства вимагає постановки наступної задачі – консолідації одержаних складових. Коректність її вирішення визначає об'єктивність оцінки відхилень фактичних результатів від установлених індикативів. Вище було зазначено, що показники очікуваної вартості позикового капіталу, фінансової незалежності та коефіцієнти покриття слід розглядати в системі планування як обмеження, необхідні для забезпечення фінансової стійкості. Відтак постає питання, щодо доцільності та припустимості їх поліпшення вище індикативних значень. На нього можна було

б дати позитивну відповідь, якби між цілями різних ієрархічних рівнів не існувало протиріч.

Проте логічний аналіз впливу управлінських рішень та факторів середовища функціонування підприємства призводить до інших висновків. Так орієнтація на зростання коефіцієнта фінансової незалежності понад запланованого рівня може призвести до відхилень від оптимальної структури капіталу. Надмірна, з точки зору ефективності виробництва, реалізація низьколіквідних активів поліпшує коефіцієнти покриття, але знижує прибуток і сприяє підвищенню економічних ризиків. Зменшення очікуваної вартості позикового капіталу за рахунок нераціональних рішень у виборі валюти кредитування ймовірно негативно відіб'ється в майбутньому, через курсову різницю, на вартості кредитних ресурсів. У всіх перелічених випадках наслідком є погіршення значення WACC. Отже поліпшення показників нижнього ієрархічного рівня понад установлених індикативних значень доцільно лише за умови сприяння досягненню цілі верхнього рівня.

На етапі аналізу відхилень фактичних результатів від плану, важливого значення набуває задача корегування показників фінансової стійкості з врахуванням впливу наступних чинників: кон'юнктура ринку кредитних ресурсів; амортизаційна політика; динаміка значень нерозподіленого прибутку.

Перший чинник об'єктивно обумовлює інтервали коливань очікуваної вартості позикового капіталу. В їх межах значення цього показника визначаються ризиком галузі і підприємства та є об'єктом управлінських рішень. Звичайно, зрушення кон'юнктури ринку кредитних ресурсів є підставою для корегування планових показників з метою отримання достовірних висновків щодо впровадження та ефективності заходів, спрямованих на зменшення вартості капіталу.

Коефіцієнти покриття необхідно корегувати у разі зміни методів нарахування амортизації та термінів її використання на оновлення основних засобів. Ця вимога об'єктивно обумовлюється структурою цих коефіцієнтів та унеможливорює орієнтацію менеджменту підприємств на підвищення їх значень

шляхом необґрунтованого зростання сум накопиченої амортизації. Відхилення величини нерозподіленого прибутку від планових значень призводять до зміни вартості капіталу та його складових, а відтак і коефіцієнтів фінансової незалежності й покриття. Вони відбуваються внаслідок дії об'єктивних чинників, а також впровадження технологічних, організаційних та інших заходів, спрямованих на досягнення окремої мети – підвищення прибутковості, котра за своєю економічною природою не може бути підпорядкованою цілі забезпечення певного рівня вартості капіталу або фінансової стійкості.

Для досягнення останньої мусить розроблятися специфічний комплекс управлінських рішень, орієнтованих на оптимізацію структури пасивів і активів, формування зваженої емісійної політики, використання ефективних джерел позикових коштів і зниження фінансових ризиків. Коригування показників стійкості підприємства з врахуванням динаміки нерозподіленого прибутку дозволяє зробити достовірну оцінку результативності зазначених рішень. У разі істотного впливу на планові показники зрушень кон'юнктури ринку кредитних ресурсів, трансформацій амортизаційної політики та змін прибутковості суб'єкту господарювання виникає необхідність перегляду стратегії забезпечення його фінансової стійкості.

5.3. Вибір оптимальної стратегії корпоративного сталого розвитку.

Корпоративний сталий розвиток, як процес збалансованих кількісних та якісних змін значень економічних, екологічних і соціальних показників діяльності підприємства, що відбуваються з певним ступенем ризику втрати корпоративної стійкості під впливом факторів зовнішнього та внутрішнього середовища, може бути забезпечений лише на основі стратегічного підходу. За класичною дефініцією А. Чандлера стратегія – це «визначення основних довготермінових цілей і задач підприємства та затвердження курсу дій, розподіл ресурсів, необхідних для досягнення цих цілей [372, с. 13]. Невизначеність середовища суб'єкта господарювання об'єктивно обумовлює

необхідність розробки альтернативних стратегій розвитку, наявність ефективної методики вибору оптимального варіанту та застосування альтернативного курсу дій, спрямованих на досягнення довготермінових цілей у разі істотних змін умов функціонування.

Наймовірніші комбінації факторів зовнішнього та внутрішнього середовища складають прогнози сценарії трансформації умов господарювання, зокрема під впливом формування фінансових механізмів сталого розвитку. Кожному сценарію відповідає своя корпоративна стратегія. Вибір оптимальної стратегії досягається на основі певного компромісу між цільовими установками на конкурентне зростання та мінімізацію ризиків. Стратегія збалансованого розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах має забезпечити довготермінову траєкторію руху цільових фінансових показників у межах відхилень, що не загрожують втратою здатності організації до саморегулювання. Отже кожна альтернативна стратегія є зорієнтованою на певні, далеко не завжди однакові, траєкторії руху значень фінансових критеріїв за різного балансу запланованих результатів у трьох вимірах корпоративного сталого розвитку.

Як вже зазначалося вище, у практиці стратегічного планування в якості цільових використовуються показники, що характеризують вартість компанії. Здебільшого вони побудовані на базі економічного прибутку (*EVA*, *MVA*, *CVA*, *SVA*). Формування такої їх складової як середньозважена вартість капіталу в процесі системної взаємодії з управлінням фінансовою ресурсною стійкістю розкрито в підрозділі 5.2. За певного рівня ризику, інші складові, а саме прибуток (дохід), обсяг інвестицій тощо, знаходяться у взаємозалежності із цільовими індикаторами корпоративного сталого розвитку в кожному його вимірі.

За відсутності дієвих фінансових механізмів сталого розвитку та відповідного інституціонального середовища екологічні й соціальні показники є похідними від фінансових цілей. Проте, в процесі формування цих механізмів даний висновок втрачає ознаки закономірності. Рівень ризиків, пов'язаних зі

зміною фінансових механізмів (підрозділ 5.1) дедалі зростає, трансформація факторів інституціонального середовища змінює уявлення про прийнятність традиційних екологічних і соціальних корпоративних стандартів. Реалізація концепції корпоративного сталого розвитку, за таких умов, поступово оптимізує відносини зі стейкхолдерами, сприяє зростанню іміджу та ділової репутації організації, приваблює висококваліфікований персонал, забезпечує економне використання енергоресурсів, зниження витрат та відповідні конкурентні переваги, зокрема відкриває перспективні ринки, які характеризуються високими екологічними та соціальними вимогами. У стратегічному плані це підвищує ймовірність зростання капіталізації суб'єкта господарювання та його інвестиційної привабливості. Таким чином, варіанти балансу між значеннями економічних, екологічних і соціальних показників стають вихідними даними для формування альтернативних стратегій розвитку організації.

Рішення щодо балансу між економічними, екологічними і соціальними показниками для кожної альтернативної стратегії (певного прогнозу змін середовища організації) має відповідати цільовим, здебільшого максимальним, значенням вартості бізнесу. В разі істотних розбіжностей між балансом, який відповідає цільовим фінансовим індикаторам та тим, що диктується прийнятними екологічними та соціальними стандартами, задача потребує комплексного вирішення з урахуванням фактору невизначеності середовища організації. Першим кроком у такій ситуації має стати формування додаткової стратегії, зорієнтованої на іншу траєкторію цільових фінансових показників. Кожна альтернативна стратегія створюється на базі певної комбінації інституціональних факторів, ґрунтується на динамічному балансі економічних, екологічних і соціальних індикаторів і має, за цих умов, одну траєкторію руху цільових фінансових показників. Отже остаточний вибір оптимальної стратегії в умовах невизначеності змін зовнішнього середовища водночас розв'язує задачу встановлення вказаної траєкторії та балансу корпоративного розвитку в трьох його вимірах.

Оптимальна стратегія корпоративного сталого розвитку може бути визначена лише на основі системного підходу до управління ризиками в системі, яку утворюють організація та її стейкхолдери. Це означає, передусім, необхідність моделювання стану та трансформацій (під впливом формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку) взаємозв'язків і взаємодії між суб'єктом господарювання та його акціонерами, працівниками, державними та місцевими органами влади, банками, інвесторами, страховими компаніями, постачальниками, споживачами, конкурентами, засобами масової інформації, некомерційними організаціями (НКО) і громадянами. Така модель може бути побудована за допомогою математичного апарату теорії статистичних ігор з природою.

Оптимальна інвестиційна стратегія обирається особою, що приймає рішення (ОПР), із множини можливих варіантів (стратегій) підприємства $A=(a_1, a_2, \dots, a_m)$. Варіанти стратегій розробляються виходячи з результатів маркетингових досліджень, фінансово-економічного аналізу, розуміння задач суб'єкта господарювання та суспільних потреб. Множина стратегій складається з варіантів, кожен з яких передбачає такий баланс значень економічних, екологічних і соціальних показників, що забезпечує оптимальну траєкторію руху фінансових показників за певного стану природи $B=(v_1, v_2, \dots, v_n)$, або іншу цільову траєкторію, обрану для аналізу ОПР. Стани природи уявляють собою прогнозовані комбінації певних умов господарювання, наприклад, цін, податкових і кредитних ставок, штрафних санкцій, у тому числі за порушення в екологічній та соціальній сферах, судових витрат, збитків внаслідок погіршення ділової репутації тощо. У свою чергу такі комбінації умов господарювання створюються під впливом процесів формування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку та змін в інституціональному середовищі. Суб'єкти фінансових механізмів сталого розвитку та інші стейкхолдери не є гравцями, що мають протилежний інтересу суб'єкта господарювання, вони впливають на формування таких станів природи, при яких вибір на користь соціальних та екологічних інвестицій стає виправданим.

Результат (ефект) i -ої стратегії за j -ого стану природи (C_{ij}) відображається цільовими фінансовими індикаторами, що обґрунтовані вище (EVA , MVA , CVA , SVA). За визначенням, результат стратегії не може характеризуватися лише значенням цільового фінансового показника на плановий рік. Необхідно окреслити стратегічну траєкторію руху фінансових показників. Отже для стратегій має бути зроблено прогноз значень результатів на кінець кожного року перспективного плану за всіма станами природи. Звичайно, за такої постановки проблеми, з високою ймовірністю можна очікувати суперечливі висновки щодо оптимальної стратегії, адже ефект формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку проявляється здебільшого в середньостроковій перспективі. Тому для формалізації задачі доцільно визначитися з пріоритетним результатом i -ої стратегії за j -ого стану природи. В аспекті стратегічного бачення розвитку організації це має бути значення цільового фінансового показника на кінцеву дату перспективного плану (3 – 5 років). Обґрунтування оптимальної стратегії передбачає також аналіз прийнятності проміжних точок траєкторії руху фінансових показників по роках планового періоду. Висновки з такого аналізу залежать, певною мірою, від цільових установок організації. Для подолання суперечностей між стратегічними та тактичними цілями організації доцільно скористатися методологічним підходом, заснованим на застосуванні стратегій парадоксу [373].

Рішення щодо вибору оптимальної стратегії можна приймати на підставі критеріїв Гурвіца, Байеса-Лапласа або Севіджа. Використання критерію Лапласа недоцільно, оскільки припущення про рівноймовірність станів природи не витримує критики. Прогнозування найбільш песимістичного сценарію розвитку подій за критерієм Уолда виправдано лише за наявності ризиків катастрофічних явищ. Критерій Гурвіца дозволяє обирати стратегію, яка знаходиться в інтервалі між надзвичайно песимістичною і найоптимістичнішою. Вибір рішення в цьому випадку визначатиметься значенням показника песимізму (λ), тобто числа, що знаходиться в інтервалі $0 \leq$

$\lambda \leq 1$, де $\lambda = 1$ відповідає найбільшому песимізму, а $\lambda = 0$ – надзвичайному оптимізму. Для кожного можливого рішення необхідно знайти найбільшу та найменшу ефективність, помножити її відповідно на λ і на $1 - \lambda$, а потім обрати те рішення, для якого середньозважена ефективність максимальна:

$$\max_{a_i \in A} [\min_{b_j \in B} C_{ij} + (1 - \lambda) \max_{b_j \in B} C_{ij}],$$

За умов наявності інформації про ймовірність станів природи доцільно використовувати критерій Байеса-Лапласа. Вибір стратегії здійснюється за наступною формулою:

$$\max_{a_i \in A} \sum_{j=1}^n P_j C_{ij},$$

де P_j – ймовірність j -го стану природи;

n – число станів природи.

Застосування критерію Севіджа для визначення оптимальної стратегії передбачає, що ОПР мінімізує свої втрати (жалкування), тобто помилку від прийняття невірної рішення. Таким чином, в першу чергу, розраховуються втрати, окремо для кожного стану природи, а далі в новій матриці жалкувань обирається та стратегія, яка мінімізує максимальні втрати. Значення елементів матриці втрат показують, який збиток понесе суб'єкт господарювання, якщо ОПР не вибере стратегії найкращої для відповідного розвитку подій (стану природи) [374, с.125].

Обґрунтування оптимальної стратегії передбачає також аналіз прийнятності проміжних точок траєкторії руху фінансових показників по роках планового періоду. Висновки з такого аналізу залежать, певною мірою, від цільових установок ОПР. Отже остаточний вибір оптимальної стратегії корпоративного розвитку не може обмежуватися лише формалізованою процедурою. Особливістю моделі є те, що вона передбачає активний вплив стейкхолдерів на

формування станів природи (комбінації чинників), за яких вибір на користь соціальних інвестицій стає економічно вигідним. Це стосується, наприклад, урахування банками екологічних і соціальних корпоративних стандартів у методиках оцінки кредитоспроможності позичальників – юридичних осіб, а страховими компаніями – в пропозиціях послуг, розвиток громадських організацій та підвищення їхньої ролі тощо. З іншого боку, вибір стратегії залежить також від етичних цінностей ОПР (наприклад, через формування стратегій, пріоритетність термінів планування, визначення коефіцієнта песимізму в моделі Гурвіца). Таким чином, запропонована модель відображає у фінансових показниках можливі результати діалогу підприємств із стейкхолдерами. Її застосування суб'єктами господарювання, за умови активізації дій стейкхолдерів, дозволить більш об'єктивно оцінити ризики низьких корпоративних екологічних і соціальних стандартів.

Ефективність використання моделі залежить від успішності формування системи фінансових механізмів збалансованого розвитку та позитивних змін інституціонального середовища. Комбінація чинників сталого розвитку, що визначає в моделі існуючий стан природи та його зміни в найближчий перспективі, не сприяє збалансованості корпоративних стратегій. Економічний вимір виявляється здебільшого пріоритетним. Проте, зважаючи на адаптацію українського законодавства до соціально й екологічно орієнтованих стандартів Європейського союзу, передбачену Угодою про асоціацію, очевидно, що лідери реалізації корпоративних стратегій збалансованого розвитку отримують у перспективі безперечні переваги.

Запровадження запропонованої моделі в практику стратегічного управління вимагає створення відповідного інформаційно-аналітичного забезпечення фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку. Загальнодоступна інформаційна база даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є сучасним і найбільш повним джерелом одержання інформації щодо змісту та фінансових результатів діяльності суб'єктів господарювання в Україні. Тому актуальним є питання наскільки повно і достовірно вона дає

уявлення про рівень корпоративного сталого розвитку та існуючі тенденції. Від відповіді на нього залежить коректність інвестиційних рішень, результатів бенчмаркінгу, дій громадських організацій екологічного та соціального спрямування, надійність захисту інтересів акціонерів. Уніфікація вимог до врахування екологічних і соціальних індикаторів в системі розкриття інформації емітентами цінних паперів є дієвим стимулом корпоративного сталого розвитку. Окрім того, вона сприятиме широкому впровадженню в Україні міжнародної звітності зі сталого розвитку в системі GRI.

Склад, порядок і строки розкриття на фондовому ринку регулярної інформації емітентами цінних паперів регулюється відповідним положенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [375] (далі за текстом – «Положення»). Його дія поширюється як на вітчизняних емітентів цінних паперів, так і на емітентів-нерезидентів, цінні папери яких розміщені та/або допущені до обігу на території України. Вимоги до розкриття інформації, яка стосується екологічної складової корпоративного сталого розвитку, містяться лише у главі 4 розділу III Положення, що встановлює склад річної інформації емітентів цінних паперів, куди включено, зокрема, опис бізнесу емітента. У пункті 1.14 глави 4 зазначається, що ця частина річної інформації розкривається в описовій формі відповідно до розділу XI додатка 38 до цього Положення. У додатку 38 прямо вказується на необхідність «описати екологічні питання, які можуть позначитися на використанні активів підприємства». Проте у Положенні відсутні будь-які вимоги або рекомендації щодо конкретного змісту цієї інформації. Варто звернути увагу на те, що з втратою чинності рішення НКЦПФР № 981 від 22.06.2010р. [376], яке регулювало розкриття інформації емітентами акцій та/або облігацій, що знаходились в лістингу організатора торгівлі зникла, єдина конкретна вимога щодо відображення витрат на екологічні заходи

Дослідження повноти розкриття екологічних питань було проведено на основі річних звітів (за 2007 – 2009 роки) відкритих і публічних акціонерних товариств з переліку ста об'єктів, які є найбільшими забруднювачами довкілля

в Україні. Використаний у дослідженні перелік об'єктів складено станом на 01.10.2008р. Департаментом екологічної безпеки та поводження з небезпечними хімічними речовинами та відходами Міністерства охорони навколишнього природного середовища України. Як показало дослідження, дані про витрати на розробку та реалізацію заходів екологічного характеру навели лише 15 акціонерних товариств, тобто 41,7 % від загального обсягу вибірки. З-поміж них не всі виділили частку капітальних затрат. Інформацію щодо результатів екологічної діяльності (зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин, поліпшення практики поводження з відходами) надали тільки 11 акціонерних товариств, тобто 30,6 % від кількості об'єктів дослідження. Втім деякі підприємства не зазначали наскільки вплинули на зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин саме природоохоронні заходи, а не скорочення обсягів виробництва.

Не всі акціонерні товариства, яким були пред'явлені претензії за фактом наднормативних викидів або скидів забруднюючих речовин, показали це у своїй звітності [377, с. 100]. Лічені підприємства надали інформацію про суми сплачених екологічних зборів. Вісімнадцять акціонерних товариств, тобто 50% від загальної кількості об'єктів дослідження, взагалі обішли стороною описання екологічних питань, які можуть позначитися на використанні активів підприємства, або обмежились фразою про їх відсутність. Три з них указали лише на наявність сертифікату ISO 14001. Разом з тим, чимало підприємств всебічно висвітлюють екологічні питання та власну природоохоронну діяльність.

Відповідно до додатку 38 (розділу 11) Положення емітенти повинні також описати основні ризики діяльності, заходи щодо їх зменшення, а також існуючі проблеми. Результати аналізу повноти розкриття досліджуваними акціонерними товариствами цієї інформації свідчать, що екологічні та соціальні ризики та проблеми майже не зазначаються. Проте, їх об'єктивне існування важко заперечувати з огляду на охарактеризований вище загальний стан забруднення навколишнього середовища та природоохоронної діяльності на

підприємствах, наявність численних претензій екологічних інспекцій за фактом наднормативних викидів або скидів забруднюючих речовин, а також вкрай низькі соціальні стандарти. У певній мірі причиною формального підходу емітентів до опису ризиків і проблем є надто загальний характер вимог до розкриття інформації, що містяться у Положенні.

Вимоги Положення до розкриття річної регулярної інформації з розвитку підприємств у соціальному вимірі стосуються лише питань оплати праці та кадрової політики. Згідно додатку 38 емітент повинен навести дані про чисельність працівників, розмір фонду оплати праці, факти його зміни відносно попереднього року та описати кадрову програму, спрямовану на забезпечення рівня кваліфікації персоналу існуючим операційним потребам підприємства. Окрім того, Положення передбачає оприлюднення річної фінансової звітності. Форма 2 (звіт про фінансові результати) дозволяє аналізувати частку оплати праці в загальних операційних витратах, а форма 3 (звіт про рух грошових коштів) – виплати працівникам заробітної плати, допомоги, винагород. Різниця у повноті розкриття інформації з соціальних питань серед досліджених підприємств спостерігається тільки щодо кадрової політики. Чимало емітентів докладно характеризують її, зазначаючи види, методи і форми, внутрішні положення про професійну підготовку, розвиток та оцінку персоналу, їх відповідність вимогам інтегрованих систем менеджменту (ISO 9001, ISO/TS 16949, ISO 14001, OHSAS 18001), наявність виробничих навчальних центрів тощо. Проте деякі підприємства взагалі не згадують у звітах про кадрову політику.

Відсутність єдиного підходу до розкриття інформації ускладнює оцінку емітентів інвесторами, партнерами, конкурентами, громадськими організаціями, а певним чином, і акціонерами. По окремих підприємствах виникає питання: або вони не ведуть природоохоронну діяльність та не звертають увагу на соціальні показники, або не вважають за потрібне розкривати інформацію? Очевидно, що діюча система вимог до надання

інформації емітентами цінних паперів не в повній мірі відповідає цілям забезпечення корпоративного сталого розвитку.

Користувачам слід надати можливість одержання повної достовірної інформації щодо сум екологічного податку, який сплачується акціонерними товариствами, викидах, скидах і поводженні з відходами, санкціях за забруднення навколишнього середовища та витратах на реалізацію екологічних заходів і результатах їх впровадження, а також про оплату праці персоналу. Така інформація дає уявлення про стартові позиції, ефективність екологічної діяльності або ігнорування її, гостроту соціальних проблем на підприємствах і заходах, спрямованих на їх вирішення. Вона необхідна для визначення ризиків інвесторів, ступеня захисту доходів акціонерів, внутрігалузевих та міжгалузевих порівнянь. Повнота та об'єктивність інформації є дієвим інституціональним фактором сталого розвитку, що формує ставлення бізнесу і громадськості до корпоративної екологічної та соціальної діяльності, стимулює її активізацію, створює умови для впровадження в країні соціально-відповідального інвестування. Важливим питанням є визначення оптимального ступеня конкретизації інформації щодо корпоративного сталого розвитку. Якщо абстрагуватися від обмежень фінансового, технічного та психологічного порядку, слід вважати доцільним орієнтацію на міжнародну звітність у системі *GRI*. Проте ці обмеження мають об'єктивний характер й обумовлюються станом економіки та інституціонального середовища. Їх не можна ігнорувати. Крім того, оприлюднення зазначеної звітності відбувається за суто добровільним рішенням суб'єктів підприємництва та здійснюється переважно крупними корпораціями.

У ході дослідження виявлені лише одиничні приклади систематизованого підходу до розкриття емітентами, відповідно до розділу 11 додатку 38 Положення, інформації щодо основних ризиків їхньої діяльності. Отже логічною виглядає пропозиція їх оцінки за наступним переліком: фінансові, комерційні, виробничі, збутові, транспортні, екологічні, соціальні та інші. Опис екологічних питань, що можуть позначитися на використанні активів

підприємства (розділ 11 додатку 38 Положення), не може вважатися повним та об'єктивним, якщо поза розглядом залишається рівень та результати природоохоронної діяльності. Таким чином, необхідно конкретизувати вимоги щодо змісту такої інформації.

По перше, вона мусить характеризувати забруднення навколишнього середовища в результаті виробничої діяльності суб'єкта господарювання (викиди забруднюючих речовин, у тому числі діоксиду вуглецю у повітря, скидання забруднених зворотних вод у поверхневі водні об'єкти, їхню частку у загальному водовідведенні, кількість утворених, утилізованих, знешкоджених, зокрема спалених відходів I-III класів небезпеки, та питому вагу відходів, розміщених у спеціально відведених місцях чи об'єктах). На основі цих даних і річної фінансової звітності емітентів, інвестори, акціонери, партнери та інші зацікавлені особи можуть аналізувати значення низки екологічних показників, зокрема викиди забруднюючих речовин у повітря, у тому числі діоксиду вуглецю на гривню реалізованої товарної продукції або операційних витрат. По друге, річна регулярна інформація, що стосується опису екологічних проблем, повинна відображати результати природоохоронної діяльності, тобто зменшення викидів і скидів забруднюючих речовин та поліпшення поводження з відходами за рахунок впровадження екологічних заходів, а також наявність або відсутність сертифікату ISO 1401.

На решті, вона має містити фінансові показники, а саме суму екологічного податку, позови про відшкодування збитків і втрат, заподіяних в результаті порушення законодавства про охорону природи, або їх відсутність, а також витрати на охорону навколишнього середовища, у тому числі капітальні інвестиції за напрямками природоохоронної діяльності (охорона атмосферного повітря, очищення зворотних вод, поводження з відходами, захист і реабілітація ґрунту, підземних і поверхневих вод, зниження шумового й вібраційного впливу, збереження біорізноманіття та середовища існування, радіаційна безпека, науково-дослідні роботи природоохоронного спрямування, інші напрями природоохоронної діяльності). Позаяк в результаті дослідження було

встановлено, що вимоги до розкриття інформації про чисельність працівників та оплату їх праці, що містяться в Положенні (розділ 11 додатку 38), не забезпечують повного уявлення про соціальні проблеми на корпоративному рівні, доцільно доповнити їх певними важливими даними, які надаються державним органам статистики. Йдеться про суму заборгованості з виплати заробітної плати або факт її відсутності, а також питому вагу працівників, яким нараховано винагороду за труд у сумі нижче прожиткового мінімуму в загальній кількості тих, хто відпрацював 50% і більше робочого часу. З огляду на занадто високу диференціацію в оплаті праці на вітчизняних підприємствах, порівняно із країнами ЄС, доцільно зазначати її середній рівень для 10% високооплачуваних та 10% низькооплачуваних працівників емітента. Варто підкреслити, що інформація, яка оприлюднюється згідно розділу 11 додатку 38 Положення, разом із даними річної фінансової звітності, дають змогу аналізувати і наступні відносні показники: частку заробітної плати в сумі операційних витрат і відношення середньої заробітної плати на підприємстві до її мінімального рівня, встановленого законодавством.

Гострота екологічних проблем та вкрай низький рівень соціальних стандартів диктує необхідність кардинальних заходів, зокрема в інформаційній сфері, що передбачає внесення відповідних змін у Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів. Проте, навіть ініціативне оприлюднення підприємствами даних згідно з рекомендаціями, що ґрунтуються на проведеному дослідженні, сприятиме підвищенню їхньої інвестиційної привабливості та сталому розвитку.

5.4. Система збалансованих показників сталого розвитку

Корпоративні стратегії, в тому числі фінансові, потребують створення ефективного комплексу засобів їх реалізації, який, передусім, має забезпечити декомпозицію стратегічних цілей, доведення їх до структурних підрозділів підприємства і запровадження надійної системи мотивації та контролю.

Традиційне бачення вирішення цієї задачі полягає у побудові корпоративної вертикалі фінансових показників та застосуванні методів управління ними. Вади такого підходу обумовлюються самою суттю більшості фінансових індикаторів, які з деяким запізненням реагують на зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищах підприємства.

Концепція збалансованої системи показників (*Balanced Scorecard* або *BSC*), розроблена Робертом Капланом і Девідом Нортеном, виявилась, як доводить практика її використання, доволі ефективним інструментом подолання обмеженості класичної методології розробки і реалізації корпоративних стратегій [378]. *BSC* зорієнтована на інтегровані критерії, що характеризують не тільки фінансові перспективи діяльності підприємства, які залишаються пріоритетними, але також якість співпраці з клієнтами, внутрішні бізнес-процеси та навчання й розвиток персоналу [378, с. 18]. Кожна складова (перспектива) *BSC* являє собою значиму для підприємства сферу діяльності та містить відповідні цілі, показники, завдання та ініціативи, що об'єднані причино-наслідковими взаємозв'язками і зорієнтовані на оптимізацію узагальнюючого фінансового індикатора, наприклад економічного прибутку, економічної доданої вартості (*EVA*), акціонерної доданої вартості (*SVA*) тощо.

Важливість виділення в окремі об'єкти стратегічного управління відносин з клієнтами, внутрішніх бізнес-процесів, а також навчання та розвитку обумовлюється тим, що результати діяльності в цих сферах, спочатку відбиваються в значеннях специфічних показників, притаманних цим перспективам *BSC*, і лише з певним часовим лагом, іноді критичним для прийняття стратегічних рішень, знаходять відображення у фінансових індикаторах. Корпоративна *BSC* є основою для побудови збалансованих систем показників для структурних підрозділів підприємства та різних ієрархічних рівнів управління. Ці системи мають бути вертикально і горизонтально інтегровані та зорієнтовані на досягнення стратегічних цілей суб'єкта господарювання.

Попри всі переваги *BSC* очевидно, що іманентного їй системного поєднання фінансових цілей, показників, задач та ініціатив з критеріями досконалості внутрішніх процесів, клієнтських відносин та інфраструктури довгострокового зростання, недостатньо для стратегічного управління корпоративним сталим розвитком. Для цього необхідно перетворити традиційну *BSC* в інтегральну систему забезпечення корпоративної стійкості. У фаховій літературі вона позначається аббревіатурою *SBSC* (*The Sustainability Balanced Scorecard*), що за суттю відповідає терміну «збалансована система показників сталого розвитку». Хоча принципи *SBSC* стали широко обговорюватися лише на початку двадцять першого століття, вже сформувалися певні методологічні підходи до їх побудови, завдяки працям Т. Бекера, М.Боначчі, Т. ван ден Брінка, В. Ваксенбергера, Ф. ван дер Вуйда, Т. Ділліка, М. Епстейна, Л. Риналди, Ф. Фигге, Дж. Хаббарда, А. Т. Тсаліса, Л. Шалтеггера та інших науковців [379 – 389].

У роботах цих авторів обгрунтовані наступні методологічні варіанти перетворення *BSC* у збалансовану систему показників сталого розвитку. Передусім, це інтеграція найважливіших для підприємства екологічних і соціальних критеріїв у чотири стандартні складові *BSC*, або лише в окремі, що тісніше за інших пов'язані з корпоративною стійкістю. За часткового варіанту інтеграції критерії сталого розвитку передусім додаються до двох складових *BSC*, а саме «Внутрішні бізнес - процеси» та «Клієнти». Такий методологічний підхід має вагомі переваги, адже дозволяє зберегти орієнтацію системи управління на досягнення стратегічних фінансових показників і водночас забезпечити довготермінову корпоративну стійкість шляхом унеможливлення трансформації екологічних і соціальних проблем у фінансову площину [390 – 392].

Не всі критерії, що використовуються в міжнародних системах нефінансової звітності (Звіт про прогрес реалізації принципів Глобального договору ООН або Глобальна Ініціатива зі Звітування (*GRI*)) можуть бути інтегровані в класичні складові *BSC*. Йдеться про ті аспекти діяльності підприємства, які не

виражаються фінансовими показниками, не вписуються в маркетингові стратегії та, взагалі, виходять за межі ринкових відносин. Зокрема, це стосується дотримання прав людини в процесі корпоративної діяльності та, відповідно, таких показників звітності в системі *GRI*, як, наприклад, «Відсоток і загальна кількість істотних інвестиційних угод, що включають положення про дотримання прав людини або тих, що пройшли оцінку з огляду на права людини» (*HR 1*) та «Загальна кількість випадків дискримінації і застосовані дії» (*HR 4*).

З огляду на це, другий методологічний підхід до побудови *SBSC* передбачає доповнення системи збалансованих показників п'ятою складовою, яка характеризує корпоративний сталий розвиток у економічному, екологічному та соціальному вимірах. Проте, механічне приєднання цієї складової руйнує логіку внутрісистемних взаємозв'язків *BSC*. Такий висновок обумовлюється не тільки і не стільки присутністю зазначених вище критеріїв позаринкової діяльності, а передусім певною суперечністю між двома підходами до формування стратегічних цілей, один з яких ґрунтується на оптимізації фінансових показників, а інший орієнтує на пропорціональність розвитку в економічному, екологічному та соціальному вимірах. Важливе й те, що екологічні і соціальні цілі, задачі та ініціативи підприємства не рідко генеруються корпоративною політикою задоволення потреб клієнтів і персоналу, а також стратегічною необхідністю розвитку внутрішніх бізнес-процесів.

Тому ця модель *SBSC* одержала розвиток на основі комплексного застосування двох принципів, а саме інтеграції аспектів корпоративної стійкості, які визначають фінансову перспективу організації, в існуючі складові системи збалансованих показників та об'єднання інших в окрему п'яту складову. Таким чином корпоративне управління, з одного боку, не втрачає свого стратегічного спрямування на досягнення визначених фінансових результатів, а з іншого, одержує можливість розповсюдження притаманних

йому методів та інструментів на всі напрями корпоративної соціальної діяльності, що оцінюються показниками міжнародної нефінансової звітності.

Проте, варто зазначити, що в третій моделі *SBSC* складова сталого розвитку не пов'язана системними взаємозв'язками з іншими складовими. Методологічний підхід, застосований для побудови системи збалансованих показників сталого розвитку в Великобританії в рамках проекту СИГМА (*The SIGMA Sustainability Scorecard*), базується на двох базових принципах: пріоритет цілей сталого розвитку над суто фінансовими та орієнтація діяльності підприємства на задоволення потреб стейкхолдерів, а не лише споживачів і постачальників [383]. Відповідно до цих принципів, в моделі СИГМА класичну фінансову перспективу *BSC* замінено на перспективу корпоративного сталого розвитку, а клієнтську складову трансформовано в блок взаємовідносин із зовнішніми стейкхолдерами. Формування перспективи сталого розвитку лежить у площині відповіді на наступні питання: «Як ми розуміємо успіх сталого розвитку нашої організації та його ціль? Які критерії корпоративної соціальної, економічної та екологічної діяльності відповідають цінностям, баченню та місії організації?».

Стратегічні критерії економічної корпоративної діяльності в моделі не збігаються з економічними показниками у нефінансовій звітності. Так в якості відстроченого індикатора використовується Прибуток на інвестований капітал (*ROI*). Корпоративна екологічна діяльність оцінюється через призму ефективності енергозберігаючих технологій, яка визначає обсяги викидів парникових газів у атмосферне повітря. Відстроченим індикатором вважається рівень енергоспоживання, а випереджаючими – ініціативи щодо його підвищення. Вони, в умовах діючого в Євросоюзі механізму стимулювання впровадження енергоефективних технологій сприяють довгостроковому зростанню *ROI*. Отже трансформація фінансової перспективи *BSC* в перспективу сталого розвитку за методологію СИГМА майже не змінює центральної ролі стратегічних фінансових цілей, додаючи до задач корпоративного менеджменту екологічну та соціальну проблематику суб'єкта

господарювання. Зазначимо, що зв'язок соціальних критеріїв з фінансовими не завжди є очевидним. У значній мірі він залежить від сили впливу стейкхолдерів. Цілі, задачі, показники та ініціативи блоку відносин із стейкхолдерами розробляються на основі відповіді на питання: «Яку відповідальність організація приймає на себе щодо стейкхолдерів і як вона повинна взаємодіяти з ними з метою досягнення цілей сталого розвитку?». Аналогічно решту складових моделі SBSC СИГМА також переорієнтовано на цілі сталого розвитку та гармонізацію відносин із стейкхолдерами.

Іншої думки щодо оптимальної ієрархії фінансових, екологічних і соціальних цілей підприємства додержуються автори моделі *RBS (Responsive Business Scorecard)* Т. ван ден Брінк і Ф. ван дер Вуйд, які доповнили традиційну *BSC* п'ятою перспективою «Люди та планета» з метою інтеграції інтересів стейкхолдерів у корпоративну систему прийняття стратегічних рішень [384]. Вони вважають, що в форматі *RBS* ця перспектива повинна стати рівнозначною орієнтації на максимізацію прибутку [384, с.177]. Правда, автори *RBS* погоджуються, що це підходить лише для «амбітних компаній». Очевидно, що поза зрілого інституціонального середовища, застосування такого багатоцільового підходу до визначення стратегії розвитку таїть у собі небезпеку погіршення фінансового стану суб'єктів підприємництва внаслідок реалізації економічно неефективних заходів екологічного або соціального спрямування.

Джозефом Файрстоуном зроблено спробу переглянути концепцію *BSC* на основі структуризації перспектив розвитку підприємства за ознаками видів процесів (операційні, інноваційні, інформаційні) та їхніх результатів [393]. Модель Файрстоуна було адаптовано до задач корпоративного сталого розвитку Х. Хаддерсом [388]. Він кардинально змінив класичні перспективи *BSC*, крім фінансової, додавши екологічну, соціальну та економічну складові, які у свою чергу, орієнтуються окремо на зовнішніх та внутрішніх стейкхолдерів. Зазначимо, що додані складові трактуються в контексті міжнародної нефінансової звітності (*GRI*). Тому економічна та фінансова перспективи в цій моделі не ототожнюються. З точки зору практичного

застосування, багатofункціональна, багатocільова та, відповідно, складна система Хаддерса потребує адекватного механізму визначення стратегічного балансу, який не може бути універсальним.

Принципово інший підхід до стратегічного управління сталим розвитком на корпоративному рівні обрано М.Боначчі та Л. Ріналді [385]. Не заперечуючи важливість комплексного стратегічного бачення фінансових цілей підприємства, взаємовідносин зі споживачами, шляхів удосконалення внутрішніх бізнес-процесів і зростання кваліфікації персоналу, вони зосередились на методичних аспектах управління збалансованим розвитком компанії в економічному, екологічному та соціальному вимірах. В основу запропонованої графічної моделі М.Боначчі та Л. Ріналді поклали наступну тезу: «розвиток вважається сталим, лише якщо його покращення в будь-якому із зазначених вимірів не погіршує показники, досягнуті на кожному з двох інших напрямів» [385, с. 464]. Модель передбачає двокроковий процес аналізу факторів корпоративної стійкості. На першому кроці визначаються напрями економічної, екологічної та соціальної діяльності, на яких досягнуті зміни, що відповідають інтересам стейкхолдерів та навпаки. Їх оцінка здійснюється шляхом порівняння досягнутих результатів із значеннями показників, які встановлені стратегічними планами та диктуються мінімальними вимогами чинного законодавства. На другому кроці аналізуються взаємозв'язки між стратегічними рішеннями щодо кожного з напрямів розвитку та інтересами стейкхолдерів.

Різноманіття конфігурацій системи збалансованих показників сталого розвитку об'єктивно ставить питання щодо критеріїв вибору оптимального варіанту. Т. Бекером, Т. Ділликом, К. - У. Гміндером і К. Хокертсом обґрунтовано зв'язок типу *SBSC* з наступними стратегіями корпоративного сталого розвитку: буферною, вартісною, стратегією диференціації та сталого ринкового розвитку [379]. На їхню думку, застосування зазначених стратегій обумовлюється певними особливостями ринкового середовища та рівнем сталого розвитку, досягнутим компанією. Необхідність реалізації буферної

стратегії виникає, коли підприємство стикається з новими екологічними або соціальними вимогами законодавства та/або стейкхолдерів, ігнорування яких унеможлиблює збереження належної йому частки ринку. Вартісна стратегія спрямована на одержання максимального фінансового результату через впровадження сучасних технологій економії енергоспоживання, мінімізації утворення відходів і підвищення корпоративних соціальних стандартів. Вона є доцільною, якщо досягнення екологічних і соціальних цілей підприємства можливе економічно ефективним шляхом. На деяких ринках, що знаходяться у фазі зрілості, де рівень конкуренції є високим, а товари взаємозамінними, доцільним є застосування стратегії диференціації, тобто використання в якості конкурентної переваги певних екологічних характеристик товару або корпоративних соціальних ініціатив. Ця стратегія стала, останнім часом, доволі популярною в розвинутих країнах на ринку сільськогосподарських товарів, де маркетингове позиціонування як виробника екологічно чистої продукції забезпечує чималі фінансові переваги. Прикладом соціальних ініціатив може служити розробка нових косметологічних засобів без випробувань на тваринах.

Перелічені стратегії передбачають часткову інтеграцію окремих аспектів сталого розвитку в традиційні перспективи *BSC*. Принципово інший підхід до побудови *SBSC* обумовлюється імплементацією стратегії сталого ринкового розвитку. Йдеться про включення додаткової п'ятої перспективи, що відображає його екологічні та соціальні аспекти. Це обумовлюється тим, що вказана стратегія обирається галузевими або регіональними лідерами корпоративного сталого розвитку та має на меті розширення діючих або створення нових ринків екологічних товарів, а також продуктів, що виробляються у соціально-відповідальний спосіб. Таке рішення стає необхідним на певному етапі екологізації виробництва та підвищення соціальних стандартів, коли виявляється, що подальший корпоративний розвиток у цьому вимірі, в межах існуючого ринку з його пріоритетами та потребами, втрачає привабливість з фінансової точки зору. Тоді для підвищення економічної ефективності використання накопиченого ноу-хау в

сфері забезпечення корпоративної стійкості компанії – лідери розробляють стратегії впливу на споживачів, бізнес-середовище, формування галузевих стандартів і, навіть, законодавчої бази, спрямовані на посилення вимог до соціальної відповідальності виробників і зростання попиту на їхні товари, роботи та послуги.

Спробуємо з'ясувати наскільки наведений вище методологічний підхід до визначення оптимальної конфігурації *SBSC* на основі врахування лише маркетингових чинників є надійним, універсальним і пригідним для застосування в реаліях сучасної української економіки. Передусім, привертає увагу висока ймовірність одночасного існування причин для вибору як буферної, так і вартісної стратегії корпоративного сталого розвитку. Для українських експортерів сьогодні актуальним є запровадження міжнародних стандартів екологічного менеджменту з метою збереження доступу на європейський ринок, а для основних регіональних забруднювачів – задоволення вимог екологічної інспекції, а в окремих областях – і місцевих органів влади. Це є вагомими аргументами на користь буферної стратегії. Проте, факт включення у виробничі плани модернізації технологічних процесів, яка може мати різні екологічні наслідки, дає імпульс розробки вартісної стратегії корпоративного сталого розвитку. Таким чином, як правило, доцільно говорити про комплексне застосування підприємством цих двох стратегій. Зазначимо, що навіть Податковий кодекс України до прийняття Закону № 71- VIII від 28.12. 2014р. [171] містив стимули запровадження як буферної так і вартісної стратегії [394].

По-друге, ринкові умови, що визначають за Бекером вибір стратегій розвитку та, відповідно, тип *SBSC*, є результатом дії системи фінансових механізмів та інституціонального середовища. Саме вона формує і змінює у часі законодавчі вимоги, корпоративні стандарти, рівень сприйняття бізнесом принципів соціальної відповідальності, форми діалогу зі стейкхолдерами. Розуміння вектору реформування цілей державного регулювання та своєчасне прогнозування розвитку недержавних фінансових механізмів уможливорює

адаптацію корпоративних стратегій до змін умов господарювання. Отже система збалансованих показників сталого розвитку мусить відповідати типу діючих фінансових механізмів та стадіям їхнього розвитку. У такий спосіб знімається певна статичність, яка характерна до існуючих поглядів на оптимальну конфігурацію SBSC. У розділі 1 обґрунтовано, що система фінансових механізмів може бути побудована на основі наступних концепцій: неокласичної економіки (бізнес-центризму); сталого розвитку (переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства); перспективи сталого розвитку. Принципові відміни цих концептуальних підходів обумовлюють відповідно три типи фінансових механізмів. Сьогодні в стратегічному аспекті для України актуальною є поетапна трансформація окремих стимулів екологічності виробництва та підвищення корпоративних соціальних стандартів, побудованих за принципом бізнес-центризму, в цілісну систему фінансових механізмів сталого розвитку.

У теперішній час, фінансові можливості вітчизняних суб'єктів підприємництва дуже обмежені, частка збиткових підприємств у промисловості стабільно перевищує 30%, заходи з охорони довкілля економічно не ефективні, а ступень організованості та активності стейкхолдерів вкрай незначний. Тому окремі екологічні та соціальні орієнтири корпоративного розвитку є лише побічними цілями або наслідками реалізації інвестицій у енергозбереження, виробництво поновлювальних джерел енергії чи комплексну модернізацію виробництва. На першому етапі реформування, за допомогою механізмів державного регулювання, передусім податкового, має бути заданий вектор сталого розвитку, тобто планове або, принаймні, прогнозоване посилення вимог до екологічних параметрів виробництва і продукції, корпоративних стандартів, а також збільшення ставок екологічного податку за відповідного зменшення єдиного соціального внеску. Це є необхідною передумовою корпоративного сталого розвитку.

Другий етап передбачає включення недержавних фінансових механізмів, інвестиційного, страхового та кредитного. В результаті рівень корпоративної

стійкості повинен стати пріоритетним критерієм кредитоспроможності підприємств, а також важливою характеристикою їхньої інвестиційної привабливості. На решті, на третьому етапі, мають відбутися якісні зміни ролі стейкхолдерів у формуванні корпоративних стратегій, завдяки зростанню організованості та впливу профспілок, міноритарних акціонерів, організацій споживачів, екологічного руху, місцевих громад тощо. Це означатиме створення основи системи фінансових механізмів сталого розвитку. Ефективність внутрішнього фінансового механізму характеризується його відповідністю механізму зовнішньому та рівню зрілості інституціонального середовища.

Позаяк формування системи фінансових механізмів сталого розвитку на всіх етапах відбувається на основі концепції бізнес-центризму, фінансові цілі стратегічного управління залишаються головними. Втім на кожному етапі посилюється акцент на довготермінових результатах. Отже, включення в систему збалансованих показників п'ятої перспективи, до остаточного формування фінансових механізмів сталого розвитку, є передчасним. Достатнім і доцільним є поступове наповнення класичних складових *BSC* новими цілями, задачами та показниками. В умовах сьогодення, підприємство, що має наміри використати стимули екологічної діяльності та підвищення корпоративних соціальних стандартів, передбачені чинним законодавством України для оптимізації фінансових показників, має передусім істотно переглянути зміст такої складової *BSC*, як «Внутрішні бізнес-процеси». Необхідно ставити не загальну задачу удосконалення технологій та методів управління для задоволення клієнтів підприємства та досягнення його фінансових цілей, а формулювати завдання за окремими напрямками діяльності. Одним з таких напрямів може бути впровадження енергозберігаючих технологій, виробництво енергоефективного обладнання та генерація енергії з використанням альтернативних видів палива. Доцільність виділення цієї діяльності із загального комплексу заходів з удосконалення технологічних процесів, зорієнтованих на досягнення встановлених

фінансових цілей, пояснюється довгостроковою тенденцією зростання вартості енергетичних ресурсів та наявністю тимчасових податкових стимулів їх економії. Для експортерів актуальним напрямком удосконалення бізнес-процесів є впровадження міжнародних стандартів екологічного менеджменту серії 14001, адже це уможливорює діяльність на ринках розвинених країн, а також реалізація технологічних і організаційних заходів підвищення продуктивності праці та, відповідно, підвищення заробітної плати. У певних ситуаціях цей блок *BSC* мусить включати завдання з підвищення екологічності технологічних процесів з метою запобігання санкцій з боку контролюючих органів та регіональних органів влади.

Зміст перспективи *BSC* «Навчання та кар'єрне зростання» має передбачати цілі, завдання, показники та ініціативи щодо оволодіння персоналом новими бізнес-процесами, які впроваджуються відповідно до вибраних корпоративних стратегій. Що стосується клієнтської перспективи, то сьогодні вона має певні причини для трансформації зазвичай тільки для підприємств, які стикаються з загрозою великих фінансових санкцій або навіть закриття, через понаднормативне забруднення довкілля. Для таких підприємств клієнтську перспективу варто розширити за рахунок цілей, завдань, показників та ініціатив у сфері діалогу з контролюючими та регіональними органами влади. Важливо підкреслити, що зміст всіх складових *SBSC* підпорядковується фінансовим цілям. Ініціативи щодо підвищення екологічності виробництва та корпоративних соціальних стандартів вивіряються на предмет їхньої відповідності фінансовим критеріям. Проте, у порівнянні з традиційною системою збалансованих показників, фінансова перспектива має містити додаткові критерії, які відображають її зв'язок з результатами корпоративного розвитку в екологічному [395] та соціальному вимірах. Такими критеріями можуть бути: частка екологічного податку в операційних витратах; сума санкцій за понадлімітні викиди та скиди забруднюючих речовин; витрати на утилізацію відходів із розрахунку на гривню реалізованої продукції, величина

економічного прибутку від впровадження екологічних і соціальних заходів тощо.

На першому етапі формування системи фінансових механізмів сталого розвитку мусять відбутися зміни у податковому законодавстві, спрямовані на забезпечення окупності «зелених» технологій та зростання корпоративних соціальних стандартів у прийнятні для бізнесу терміни. Рушійною силою таких змін може стати еколого-трудова податкова реформа. Її результативність залежатиме від того, наскільки комплексними будуть супроводжуючі заходи щодо обмеження шляхів ухилення від вимог чинного законодавства в царині охорони довкілля та соціальних стандартів. Як система збалансованих показників сталого розвитку має адаптуватися до зазначених трансформацій фінансового механізму? Позаяк теорія побудови SBSC сьогодні зосереджена на проблемах її конфігурації, кількості складових та формулювання їх цілей, завдань, показників та ініціатив, вона залишає поза увагою це питання. Втім, надзвичайно важливим є методологія формування фінансової ресурсної стратегії організації, яка визначає оптимальні напрямки інвестування. Саме ця методологія зазнає істотних змін на цьому етапі створення системи фінансових механізмів сталого розвитку. Податкова реформа та супроводжуючі її заходи державного регулювання задаючи вектор збільшення ставок екологічного податку, зниження нормативів єдиного соціального внеску та створюючи бар'єри проявам корпоративної соціальної безвідповідальності об'єктивно обумовлюють переніс наголосу з короткострокових на довгострокові критерії оптимізації інвестиційної стратегії організації. Значення показників рентабельності, економічної доданої вартості та інших критеріїв фінансової результативності будуть суттєво коливатися по роках планового періоду в силу змін податкових ставок та прогнозних оцінок ризиків недотримання діючих норм і нормативів. За таких обставин, цілі та завдання в розрізі структурних блоків SBSC доцільно визначати шляхом вибору оптимальної стратегії розвитку, що забезпечує

максимізацію фінансового результату в довготерміновій перспективі, на основі математичного апарату теорії ігор з природою.

Другий і третій етапи формування фінансових механізмів сталого розвитку важко розмежувати у часі. Об'єктивною основою запровадження інвестиційного, кредитного та страхового механізмів є певна організаційна зрілість і активність стейкхолдерів, котра, у свою чергу, зростає і набуває якісно нових форм завдяки функціонуванню зазначених механізмів. У контексті трансформацій *SBSC* характерною рисою другого етапу є включення у фінансову перспективу принципово нових випереджаючих індикаторів, тобто показників, що змінюються впродовж короткого терміну, відображаючи вплив реалізації корпоративних стратегій сталого розвитку та визначаючи ймовірність досягнення, протягом періоду середньострокового планування, цільових значень відстрочених індикаторів, у яких знаходять кількісний вираз корпоративні стратегічні цілі. Через взаємозв'язки відстрочених і випереджаючих індикаторів досягається збалансованість довгострокових та короткострокових цілей *SBSC*. Варіант комбінування стратегічних цілей та показників системи збалансованих показників сталого розвитку показано в табл. 5.3. Серед випереджаючих індикаторів фінансової перспективи зазначені «Інвестиційна привабливість підприємства для соціально-відповідальних інституційних інвесторів» та «Інтегральний показник кредитоспроможності». Це відображає орієнтацію суб'єкта господарювання на досягнення певних екологічних і соціальних корпоративних стандартів, які є вагомими для інституціональних інвесторів під час вибору об'єктів соціального інвестування та кредиторів.

Запровадження недержавних фінансових механізмів сталого розвитку, інвестиційного, страхового та кредитного, спонукатиме підприємства до більш масштабного аналізу відповідності внутрішніх бізнес-процесів стратегічним цілям. Нові критерії інвестиційної привабливості та кредитоспроможності зроблять економічно ефективними ініціативи з підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів, що є незатребуваними сьогодні. Як

наслідок, з'являться нові варіанти корпоративних стратегій та зросте невизначеність зміни умов зовнішнього середовища. Отже, вибір оптимальної стратегії відбуватиметься на основі більш складних прогнозів і розрахунків. Відповідні зміни можуть торкнутися і клієнтської перспективи, яка за впровадження зазначених фінансових механізмів, поступово набуватиме вектору перетворення у перспективу діалогу із зовнішніми стейкхолдерами. З початку вона розповсюджуватиметься на інституційних інвесторів, фінансово-кредитні установи та страхові організації. Проте, коли результативність діалогу зі стейкхолдерами перетвориться на самостійний вагомий фактор визначення корпоративних стратегій, що в термінології цього дослідження названо третім етапом формування фінансових механізмів сталого розвитку, зазначена перспектива *SBSC* має охоплювати також взаємовідносини з громадськими екологічними організаціями, місцевими громадами, об'єднаннями споживачів тощо.

Що стосується цілей, завдань, показників та ініціатив у царині стосунків з персоналом, то вони тяжіють до четвертої перспективи *SBSC* «Навчання та розвиток». Дійсно, збалансованість корпоративного розвитку в трьох його вимірах, як стратегічна мета, вимагає вирішення питань підготовки персоналу на основі забезпечення високих корпоративних соціальних стандартів. Зважаючи на сучасні особливості корпоративного сектору України, зокрема високу концентрацію капіталу, істотні вади дивідендної та емісійної політик, низьку ліквідність фондового ринку, яка вкрай негативно позначається на інтересах передусім дрібних власників акцій, до внутрішніх стейкхолдерів у структурі *SBSC* слід віднести не лише персонал, але й цю категорію акціонерів. Отже, зростання самоорганізації трудових колективів і власників незначних пакетів акцій, а також розповсюдження принципів КСВ в бізнес-середовищі обумовлять доцільність перетворення перспективи навчання та розвитку в корпоративну соціальну перспективу, зорієнтовану на забезпечення високих стандартів кваліфікації персоналу, трудової мотивації, умов і оплати праці та захисту прав акціонерів.

**Можливі стратегічні цілі та показники системи збалансованих показників
сталого розвитку**

Стратегічні цілі	Стратегічні показники	
	Відстрочені індикатори	Випереджаючі індикатори
<p>Перспектива «Фінанси»</p> <p>1. Забезпечити стабільне довготермінове зростання вартості підприємства.</p> <p>2. Забезпечити зростання економічного прибутку від впровадження енергозберігаючих, екологічних і соціальних заходів</p>	<p>1. <i>SVA (або EBO, CFROI, CVA, EVA, MVA).</i></p> <p>2. Частка екологічного податку в операційних витратах</p> <p>3. Сума санкцій за понадлімітні викиди та скиди забруднюючих речовин.</p> <p>4. Витрати на утилізацію відходів із розрахунку на гривню реалізованої продукції.</p>	<p>1. Інвестиційна привабливість підприємства для соціально-відповідальних інституційних інвесторів .</p> <p>2. Інтегральний показник кредитоспроможності.</p> <p>3. Зменшення ризиків виникнення санкцій за порушення природоохоронного законодавства.</p> <p>4. Розрахунковий економічний ефект реалізації планових енергозберігаючих, екологічних і соціальних заходів.</p>
<p>Перспектива «Зовнішні стейкхолдери»</p> <p>1. Задовольнити інтереси споживачів.</p> <p>2. Задовольнити вимогам контролюючих організацій та регіональних органів влади</p> <p>3. Задовольнити інтереси екологічних організацій.</p>	<p>1. Частка ринку.</p> <p>2. Відсутність понадлімітних викидів і скидів забруднюючих речовин.</p> <p>3. Відсутність судових позовів щодо забруднення навколишнього середовища.</p>	<p>1. Усунення причин, що викликають претензії споживачів до якості продукції.</p> <p>2. Додержання термінів постачання товарів.</p> <p>2. Ефективність діалогу з регіональними органами влади, та екологічними організаціями.</p>
<p>Перспектива «Внутрішні бізнес – процеси»</p> <p>1. Запровадити енергоефективні технології.</p> <p>2. Забезпечити екологічність технологічних процесів.</p> <p>3. На основі впровадження сучасних технологій забезпечити продуктивність праці на рівні галузевих лідерів.</p>	<p>1. Енергоємність продукції.</p> <p>2. Дотримання лімітів викидів забруднюючих речовин у атмосферне повітря та скидів у водні об'єкти.</p> <p>3. Показник продуктивності праці.</p>	<p>1. Одержання сертифікату серії ISO 14001.</p> <p>2. Інвестування в запровадження енергоефективних та екологічних технологій.</p> <p>3. Інвестування в технології підвищення продуктивності праці.</p>

<p>Корпоративна соціальна перспектива</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Забезпечити необхідну кваліфікацію персоналу. 2. Забезпечити оволодіння персоналом новими бізнес-процесами. 3. Забезпечити задоволення персоналу умовами праці. 4. Забезпечити мотивацію персоналу. 5. Задовольнити інтереси міноритарних акціонерів. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Показник задоволення працівника. 2. Збереження кадрової бази. 3. Ефективність працівника. 4. Зростання курсу акцій. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Коефіцієнт стратегічного перенавчання. 2. Рівень середньої заробітної плати. 3. Розрахунковий ефект запланованих заходів поліпшення умов праці. 4. Розробка і реалізація дивідендної політики. 5. Розробка і реалізація емісійної політики
---	---	---

Охарактеризовані трансформації класичної системи збалансованих показників (*BSC*) у систему збалансованих показників сталого розвитку (*SBSC*) в рамках концепції бізнес-центризму показані на рис. 5.7. Між стратегічними цілями *SBSC* існують причино-наслідкові зв'язки. Кожна ціль є елементом ланцюжкового процесу досягнення головної стратегічної мети підприємства. Зазначена вище трансформація перспектив системи тягне за собою встановлення нових цілей та, відповідно, виникнення нових залежностей між ними. Проте, доки побудова системи збалансованих показників сталого розвитку відбувається в рамках концепції бізнес-центризму, головна ціль залишається суто фінансовою. Сьогодні вона, як правило, визначається в площині вартості бізнесу.

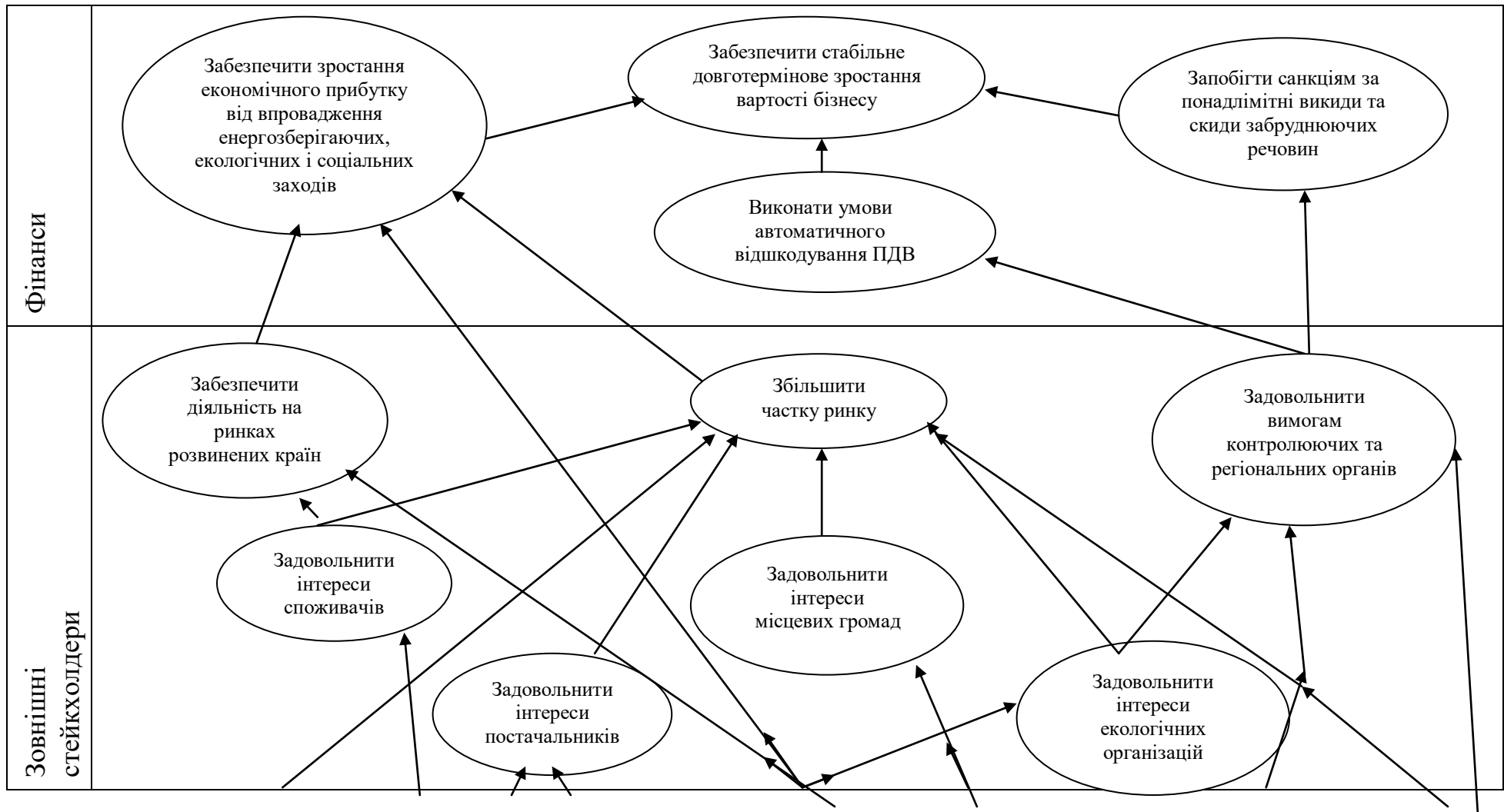
Варіант стратегічної карти *SBSC*, яка відображає комплекс причино-наслідкових зв'язків між цілями організації надано на рис. 5.8. Їх прикладом може слугувати ланцюжок взаємозв'язків між такою ціллю корпоративної соціальної перспективи як «забезпечення мотивації персоналу» та головною метою фінансової перспективи, що полягає у досягненні стабільного довготермінового зростання вартості підприємства. В рамках перспективи внутрішніх бізнес-процесів він опосередковується орієнтацією на ефективний

менеджмент персоналу та впровадження технологій підвищення продуктивності праці та збільшення на цій основі заробітної плати. Відповідна мотивація персоналу необхідна для оволодіння новими технологіями. З іншого боку, результат їх впровадження розкриває можливості для підвищення корпоративних стандартів оплати труда та удосконалення системи матеріального заохочення працівників. У свою чергу, це розширює можливості для побудови взаємовідносин із споживачами продукції та присутності на ринках розвинутих країн, що сприяє досягненню головної цілі трансформованої клієнтської перспективи – збільшення частки ринку. У підсумку реалізація стратегій мотивації працівників, впровадження сучасних бізнес-процесів підвищення продуктивності праці та менеджменту персоналу разом з ефективним діалогом із зовнішніми стейкхолдерами являють собою базу для досягнення цілей фінансової перспективи, а саме одержання економічного прибутку від підвищення корпоративних соціальних стандартів та забезпечення стабільного довготермінового зростання вартості підприємства.

Еволюція фінансових механізмів та інституціонального середовища має закономірно призвести до створення умов реалізації концепції сталого розвитку в повному обсязі, тобто збалансованого, оптимально інтегрованого в економічному, екологічному та соціальному напрямках. Як це позначиться на структурі *SBSC*? Логічно припустити, що її трансформації, обумовлені формуванням та удосконаленням фінансових механізмів сталого розвитку (рис. 5.7.) повинні отримати якісно нового виміру, який відповідає сутності концепції переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства. Цю концепцію побудовано на принципі рівнозначності економічних, екологічних і соціальних стратегічних критеріїв. Отже фінансові цілі вже не розглядаються в якості пріоритетних. Утім, це не означає припустимість стратегічних рішень, які погіршують фінансовий стан суб'єкта підприємництва зараді поліпшення певних екологічних або соціальних показників. Такі рішення суперечать самої суті сталого, тобто збалансованого розвитку.



Рис.5.7. Основні трансформації класичної системи збалансованих показників (BSC) у систему збалансованих показників сталого розвитку (SBSC).



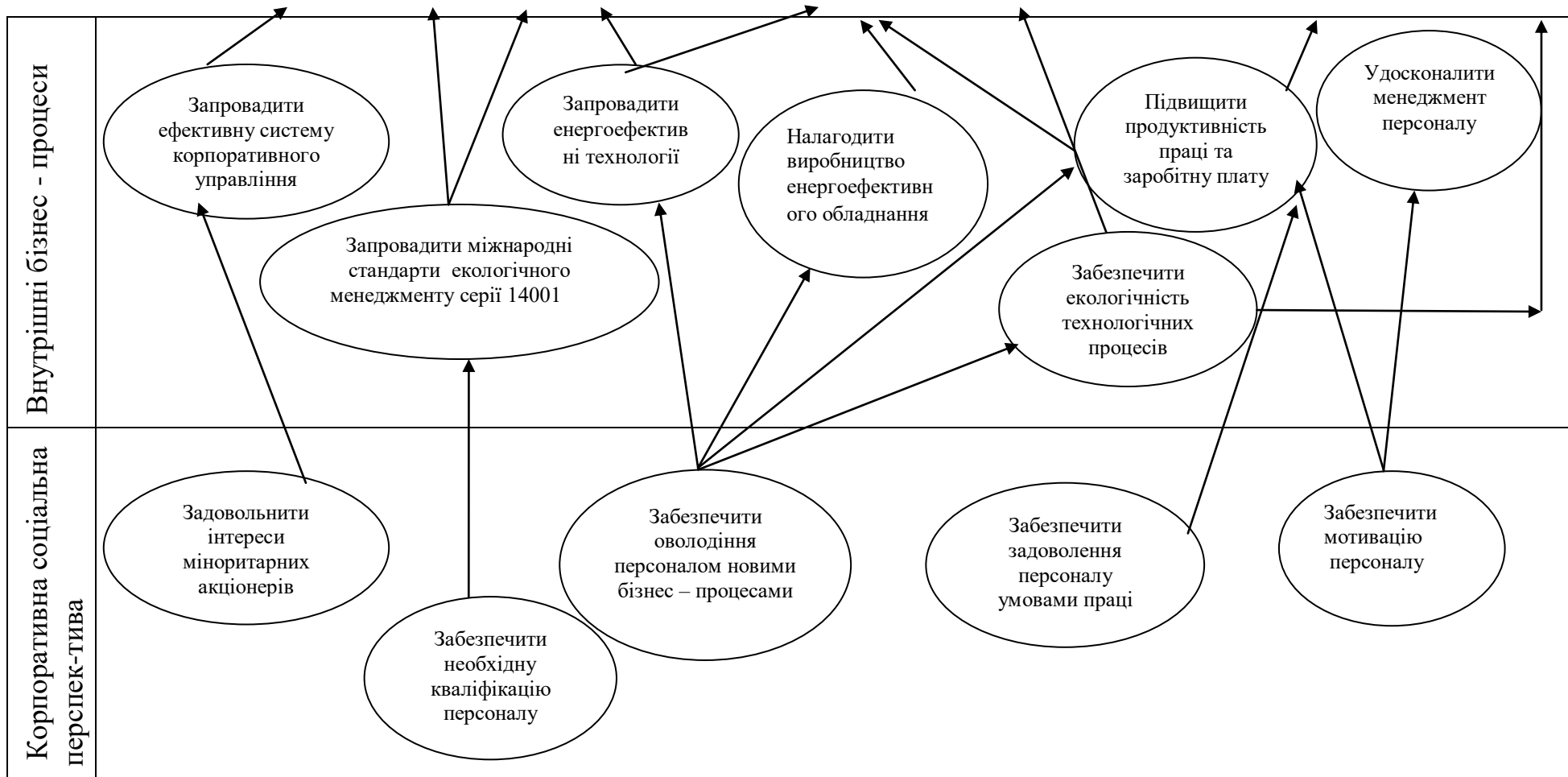


Рис.5.8. Варіант стратегічної карти SBSC

Закономірно постає питання, чи можна орієнтуючись на збалансованість різнопланових цілей, як критерій вибору стратегії, забезпечити водночас оптимальні фінансові результати? Сьогодні це малоімовірно, адже за багатьох причин (низькі ставки екологічного податку, незначний вплив стейкхолдерів на прийняття стратегічних рішень, широкі можливості ухилення від штрафних санкцій тощо) інвестиції, спрямовані на підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів є економічно малоефективними або неефективними взагалі. Реалізувати концепцію переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства можливо лише за кардинально іншого ступеня зрілості фінансових механізмів і глибинних перетворень інституціонального середовища. Інакше кажучи, потрібні такі фінансові механізми та інституціональні фактори сталого розвитку, які спроможні забезпечити органічне поєднання фінансової та корпоративної стійкості. Йдеться про створення умов, за яких невідповідність корпоративних екологічних і соціальних стандартів законодавчим нормам і правилам, прийнятим у бізнес-середовищі, а також вимогам стейкхолдерів, генеруватиме для суб'єкта підприємництва істотні фінансові ризики.

У контексті реалізації зазначеної концепції кожен вимір сталого розвитку доцільно розглядати як окрему перспективу *SBSC*. За змістом ці перспективи мають відповідати стандартам діючої міжнародної фінансової та не фінансової звітності. Проте, механічний переніс, скажімо, показників, що використовуються в системі Глобальної ініціативи зі звітності (*GRI*) в структуру *SBSC* не може вважатися коректним. Частина критеріїв навіть останньої четвертої версії системи Глобальної ініціативи зі звітності (*G4*) [91] носить дескриптивний характер («використані матеріали з розбиттям за масою чи обсягом» (*G 4 – EN 1*); «джерела води, на які значно впливає водозабір організації» (*G 4 – EN 9*); «кількість видів, занесених в Червону Книгу та національний список збереження видів, місця проживання яких перебувають на територіях, що є під впливом діяльності підприємства» (*G 4 – EN 14*) тощо). Частина не задовольняє вимогам до формулювання стратегічних цілей, адже

характеризує не результативність діяльності, а понесені витрати або виконані роботи (наприклад, «загальні витрати та інвестиції на охорону навколишнього середовища» (*G 4 – EN 31*) «відсоток і загальна кількість бізнес-одиниць, проаналізованих за ризиками, пов'язаними з корупцією» (*G 4 – SO 3*). Водночас критерії *GRI* не можуть бути використані для відображення ефективності фінансової перспективи, тому що за визначенням є показниками не фінансової звітності. Більше того, економічний вимір сталого розвитку, за сутністю, ширше економічної категорії індикаторів системи *GRI*. Остання «ілюструє рух капіталу між стейкхолдерами та основні економічні впливи організації на суспільство» [91].

Отже, поза межами цієї категорії залишаються важливіші фінансові аспекти діяльності підприємства, такі як зростання вартості акціонерного капіталу, ефективність його використання, фінансовий стан тощо. Звідси випливає висновок, що економічна складова *SBSC*, побудованої в рамках концепції переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства, має формуватися шляхом збагачення перспективи «Фінанси» характеристиками економічного впливу підприємства на суспільство. Реалізація зазначеної концепції об'єктивно передбачає максимальне врахування всіх впливів суб'єкта господарювання на соціальні системи, частиною яких він є. Це означає необхідність відображення у корпоративній соціальній перспективі всіх аспектів цих впливів, які розкриваються згідно з директивами Глобальної ініціативи зі звітності. Йдеться про організацію праці, дотримання прав людини, взаємовідносини із суспільством та відповідальність за продукцію. Генеральна мета концепції переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства, яка полягає в забезпеченні збалансованості сталого розвитку в трьох його вимірах, обумовлює включення в структуру *SBSC* самостійної екологічної складової.

Вона має містити механізми управління впливами організації на природні системи, тобто відповідні цілі, завдання, показники та ініціативи. Доцільність прив'язки перспектив *SBSC* до окремих вимірів сталого розвитку обумовлюється тим, що концепція переплетіння систем бізнесу, природи та

суспільства відкриває можливості для застосування у повному обсязі принципово іншого, найбільш об'єктивного критерію збалансованості економічних, екологічних і соціальних цілей організації. Занадто ідеалізованим є уявлення, начебто обов'язковою умовою збалансованості є застосування найсучасніших «зелених технологій» та дотримання найвищих для певного регіону або виду економічної діяльності корпоративних соціальних стандартів. Такий рівень корпоративної стійкості для переважної більшості підприємств сьогодні є не тільки нехарактерним, але і недосяжним у короткостроковій перспективі. Отже важливо визначити збалансованість стосовно процесу наближення до цільового рівня корпоративної стійкості.

Апріорі зрозуміло, що реалізація заходів, спрямованих на зниження викидів забруднюючих речовин в атмосферне повітря або на підвищення корпоративних соціальних стандартів, залежить від сум економічного прибутку підприємства та ризиків його функціонування. Чим вище прибуток і менше ризики, тим більше можливості застосування екологічних технологій (за умови їх економічної ефективності), підвищення заробітної плати та запровадження інших соціальних заходів. Кількісні параметри пропорційності вимірів сталого розвитку не так очевидні. Як, скажімо, знайти відповідь на питання: «скільки коштів доцільно витратити на реалізацію енергоефективних технологій, скільки на заходи з підвищення продуктивності праці, а скільки на стимулювання збуту?» Іншими словами, як розподілити інвестиції капітального характеру, як сформулювати фінансову ресурсну стратегію? Підходи до вибору стратегій корпоративного розвитку завжди визначаються ступенем зрілості фінансових механізмів та інституціонального середовища.

В рамках концепції неокласичної економіки (бізнес-центризму) та перехідної моделі збалансованість розглядається скрізь призму максимізації фінансових результатів підприємства. Такий висновок випливає із самої сутності цієї концепції, притаманної сучасному етапу розвитку української економіки. Як зазначалось вище, при цьому доцільно використовувати апарат теорії ігор з природою, що дозволяє здійснювати вибір оптимальної стратегії за

умов невизначеності змін зовнішнього середовища. Отже розуміння збалансованості в межах зазначеної концепції є, у певному сенсі, суб'єктивним, залежним від якості формування інвестиційних стратегій, від ставлення менеджменту до екологічних і соціальних проблем та від точності передбачення змін у зовнішньому середовищі організації, зокрема трансформацій системи фінансових механізмів.

Досвід країн ЄС свідчить, що формування фінансових механізмів сталого розвитку поступово підвищує значення діалогу зі стейкхолдерами для прийняття на корпоративному рівні стратегічних рішень щодо екологічних і соціальних інвестицій. Це відбувається через вплив фінансових важелів та інструментів як на суб'єкти підприємництва, так і на інституціональне середовище. На сучасному етапі соціально-економічного розвитку України діалог зі стейкхолдерами або носить формальний характер, або відсутній взагалі. Така ситуація обумовлюється слабкістю впливу стейкхолдерів на фінансові результати підприємств. Певним виключенням є лише роль мажоритарних акціонерів. На стадії зрілості податкового, кредитного, інвестиційного, бюджетного та страхового механізмів, а також інституціонального середовища, консенсус між підприємством і стейкхолдерами має перетворитись у критерій визначення балансу між стратегічними вимірами корпоративного сталого розвитку. Звичайно, така трансформація не може відбутися стрибкоподібно. Більш того, вона не може реалізуватися одночасно для всіх підприємств, навіть одного виду економічної діяльності. Йдеться про результат тривалого процесу формування та удосконалення фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку.

Важливо зазначити, що було б помилково протиставляти зазначені критерії збалансованості корпоративного сталого розвитку. Звичайно сьогодні, стратегії, обрані на основі застосування критерію максимізації довгострокових фінансових результатів, як правило, не задовольняють вимогам деяких груп стейкхолдерів, наприклад екологічних організацій. Проте, це пояснюється причинами, які мають тимчасовий характер, а саме незадовільними

економічними показниками діяльності підприємств, недосконалістю фінансових механізмів, незрілістю інституціонального середовища та відсутністю практики діалогу із стейкхолдерами. Поліпшення загальноекономічної кон'юнктури та фінансового стану суб'єктів господарювання, створення системи стимулів корпоративної екологічної та соціальної діяльності, розповсюдження принципів КСВ у бізнес-середовищі, розвиток самоорганізації стейкхолдерів і методів проведення діалогу з ними – все це чинники взаємного наближення критеріїв збалансованості. Консенсус із стейкхолдерами щодо темпів підвищення корпоративних екологічних і соціальних стандартів та, відповідно, пропорцій розподілу інвестицій, по суті, не є можливим, якщо він суперечить цілям забезпечення максимальної вартості бізнесу. Проте факт його досягнення є більш об'єктивною ознакою збалансованості трьох вимірів корпоративного сталого розвитку, адже йдеться про висновок, узгоджений кількома суб'єктами. Коли фінансові механізми та інституціональне середовище відповідатимуть умовам реалізації концепції переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства, саме діалог зі стейкхолдерами формуватиме пропорції корпоративного сталого розвитку. Отже в ідеалі на цьому етапі зникає потреба у використанні перспективи *SBSC*, що характеризує відносини зі стейкхолдерами. Вона перетворюється на критерій збалансованості цілей економічної, екологічної та соціальної перспектив.

Поза межами цих перспектив залишаються тільки стратегічні цілі в галузі управління внутрішніми процесами. Таким чином, збалансована система показників сталого розвитку, що відповідає концепції переплетіння систем бізнесу, природи та суспільства, може бути зображена у вигляді піраміди з трикутником в основі, тобто тетраедра (рис. 5.9). Бокові грані піраміди в такому варіанті *SBSC* слід розглядати як цільові перспективи сталого розвитку в трьох його вимірах, збалансовані консенсусом, досягнутим у результаті діалогу зі стейкхолдерами, а основу – як забезпечуючу перспективу, що характеризує необхідне удосконалення внутрішніх бізнес-процесів.

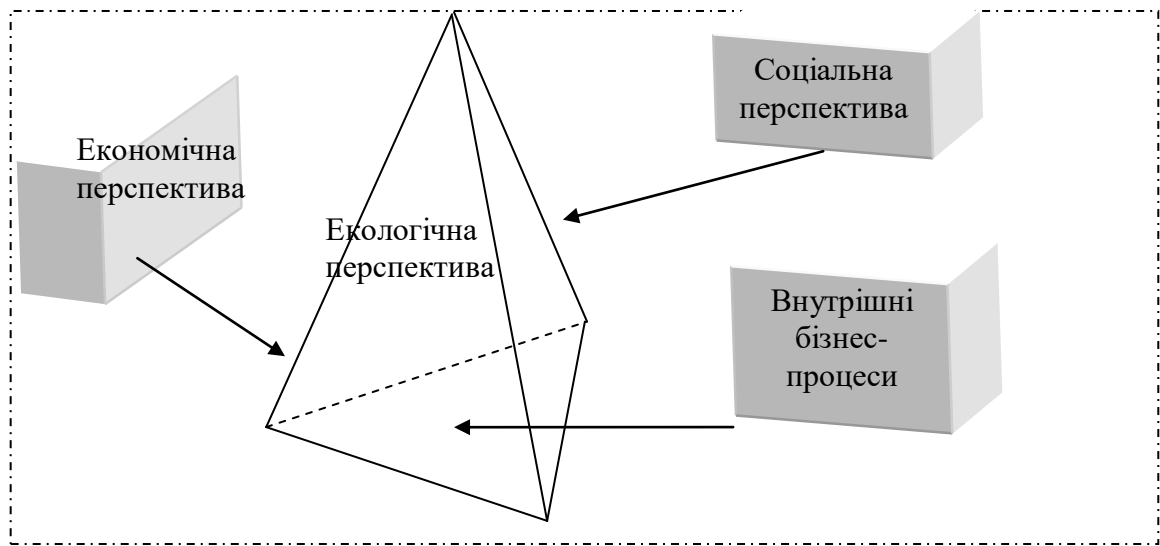


Рис 5.9. Структура SBSC (варіант чотирьох перспектив).

Наведена конфігурація *SBSC* базується на припущенні щодо наявності об'єктивної, неупередженої оцінки збалансованості корпоративного сталого розвитку, яка жодним чином не залежить від форм і методів діалогу зі стейкхолдерами. Проте, таке припущення не завжди є виправданим [107]. Тому доцільним є застосування п'ятої перспективи, яка відображає стратегію побудови відносин із стейкхолдерами. Таким чином, конфігурація *SBSC* трансформується в чотирьохкутну піраміду (рис. 5. 10).

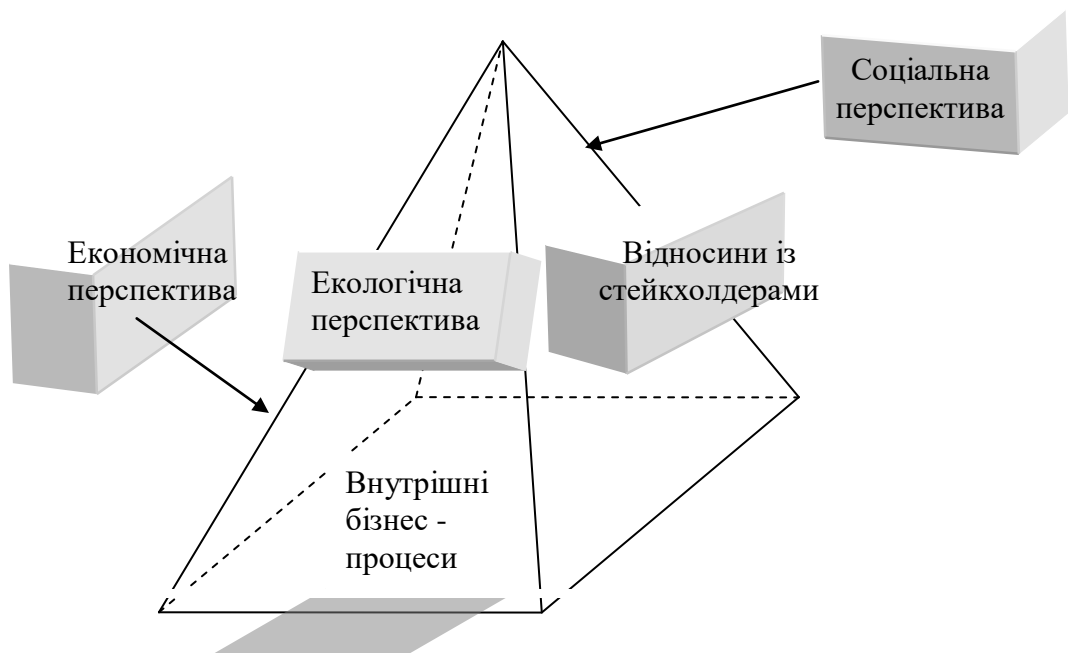


Рис 5.10. Структура SBSC (варіант п'яти перспектив).

Розглянуті у розділі 5 складові процесу створення стратегії забезпечення корпоративної стійкості та основні їхні взаємозв'язки показані на рисунку 5.11. Кожна альтернативна стратегія передбачає певний баланс фінансових, екологічних і соціальних показників. Тому її доцільно розробляти в рамках конфігурації *SBSC*, яка характеризує не лише фінансові цілі організації, але й відносини із зовнішніми стейкхолдерами, корпоративну соціальну перспективу та внутрішні бізнес-процеси сталого розвитку. З огляду на те, що оптимальна траєкторія руху цільових показників досягається під впливом трансформації фінансових механізмів, ідентифікація та оцінка можливих небезпек такої трансформації для окремого суб'єкта господарювання є необхідною передумовою визначення відповідності стратегій припустимому ризику [396, с. 250]. Інші обмеження диктуються необхідністю забезпечення певного рівня середньозваженої вартості капіталу та фінансової ресурсної стійкості.



Рис. 5.11. Процес розробки стратегії забезпечення корпоративної стійкості.

Разом з тим очевидним є й зворотній вплив реалізації стратегічних варіантів корпоративного сталого розвитку на структуру капіталу та ймовірність

виникнення фінансових ризиків. Цільові показники альтернативних стратегій залежать також від основних прогностичних сценаріїв зміни умов господарювання. Таким чином, обґрунтування оптимальної стратегії забезпечення корпоративної стійкості має враховувати системну дію всіх зазначених факторів.

ВИСНОВКИ

У монографії наведене обґрунтування методології вирішення актуальної наукової проблеми формування та функціонування системи фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку, спрямованих на забезпечення корпоративної стійкості й гармонізацію інтересів суспільства та суб'єктів господарювання. Інвестиції в підвищення корпоративних екологічних або соціальних стандартів далеко не завжди є ознаками сталого розвитку підприємства. Такий розвиток має місце лише за умови збалансованості його діяльності в економічному, екологічному та соціальному вимірах.

Передумовою сталого розвитку є забезпечення залежності фінансових результатів підприємств від рівня корпоративних екологічних і соціальних стандартів. Систематизація результатів досліджень цієї залежності дає змогу стверджувати, що вона є нелінійною та опосередковується дією певних інституціональних чинників і фінансових механізмів. Трансформація моделі економічного зростання в збалансований розвиток, який відповідає сучасній еволюції усвідомлення об'єктивних взаємозв'язків між бізнесом, суспільством і екологією, можлива лише за умови реалізації цілісної динамічної системи фінансових механізмів. Її ефективність залежить від комплексу інституціональних факторів. Якісні зрушення в інституціональному середовищі підприємств та формування системи фінансових механізмів сталого розвитку об'єктивно призводять до змін стратегічного бачення цільових фінансових результатів і прийнятного балансу значень економічних, екологічних і соціальних показників.

Взаємодія між фінансовими механізмами корпоративного сталого розвитку має як прямий, так і опосередкований характер. Процеси розподілу й перерозподілу податкових надходжень формують взаємозв'язки між податковим і бюджетним механізмами та визначають ефективність їхньої стимулюючої функції. Законодавчі зміни в царині оподаткування та бюджетних відносин, спрямовані на створення передумов сталого розвитку й реалізацію

стратегій забезпечення корпоративної стійкості (еколого-трудова податкова реформа, фінансування цільових проектів екологічної модернізації підприємств за рахунок сум сплаченого ними екологічного податку, запровадження системи торгівлі квотами на викиди парникових газів, таргетування інфляції тощо) стимулюватимуть відповідні взаємопов'язані трансформації недержавних фінансових механізмів (інвестиційного, кредитного та страхового).

У процесі формування інвестиційного та кредитного механізмів якісно зростатиме попит на страхування екологічних і соціальних ризиків. Розвиток страхового механізму, у свою чергу, впливатиме на інші недержавні фінансові механізми, передусім, через соціально-відповідальне інвестування капіталу страхових компаній та підвищення кредитоспроможності страхувальників екологічних і соціальних ризиків. Ефективність зазначених механізмів корпоративного сталого розвитку критично залежить від вирішення проблем його інвестиційного забезпечення, причини і способи розв'язання яких лежать в площині корпоративної емісійної та дивідендної політики. Зворотній зв'язок недержавних фінансових механізмів з податковим і бюджетним опосередковується системними змінами інституціонального середовища.

Формування фінансових механізмів сталого розвитку надає актуальності проблемі розробки стратегії забезпечення корпоративної стійкості. Її розв'язання передбачає постановку й реалізацію наступних задач: ідентифікація, оцінка та аналіз ризиків, пов'язаних з формуванням системи фінансових механізмів сталого розвитку та управління ними; обґрунтування альтернативних стратегічних траєкторій руху цільових фінансових показників у межах відхилень, що не загрожують втратою підприємством здатності до саморегуляції; забезпечення фінансової ресурсної стійкості; визначення балансу корпоративного розвитку в економічному, екологічному й соціальному вимірах та оптимальної стратегії корпоративної стійкості на базі максимізації значень цільових фінансових показників; декомпозиція стратегічних цілей, доведення їх до структурних підрозділів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ

ДЖЕРЕЛ

1. World Commission on Environment and Development. Our Common Future. – Oxford: Oxford University Press, 1987. – 400 p. – ISBN 019282080X.
2. European Commission. A European Union strategy for sustainable development. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2002. – 119 p. – ISBN 92-894-1676-9.
3. Білорус О. Імперативи сталого розвитку в епоху глобалізації [Електронний ресурс] / О. Білорус, Ю. Мацейко // Економічний часопис – XXI – 2002. – №3. – Режим доступу до журн.: <http://soskin.info/ea/2002/3/20020390.html>
4. Данилишин Б. М. Устойчивое развитие в системе природно-ресурсных ограничений / Б. М. Данилишин, Л. Б. Шостак. – К.: СОПС України НАНУ. – 1999. – 367 с.
5. Elkington J. Enter the Triple Bottom Line / J. Elkington // The Triple Bottom Line: Does it All Add Up? [eds. A. Henriques, J. Richardson] – London: Earthscan Publications Ltd., 2004. –186 p. – ISBN1-84407-015-8.
6. Pava M. L. A Response to «Getting to the Bottom of «Triple Bottom Line» / M.L. Pava // Business Ethics Quarterly . –2007. – Vol. 17(1). – P. 105 –110.
7. Gallo P. Firm Size Matters: An Empirical Investigation of Organizational Size and Ownership on Sustainability-Related Behaviors / P. Gallo, L. Christensen // Business & Society. –2011. – Vol. 50 (2). – P. 315 –349.
8. Козловський С. В. Теоретико – методологічні підходи визначення стійкості економічних систем / С. В. Козловський, В. В. Семененко, Р. Ю. Шевчук // Збірник наукових праць ВНАУ Серія: Економічні науки. – 2012. – №4 (70), Т. 2. – С.106 – 110.
9. Андрійчук О. П. Управління економічною стійкістю підприємства / О. П. Андрійчук, С. А. Бурій // Вісник Хмельницького національного університету– 2011. – №6 , Т. 1. – С.100 – 102.

10. Фещур Р. В. Економічна стійкість підприємства – становлення понятійного базису [Електронний ресурс] / Р. В. Фещур, Х. С. Баранівська // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2010. – № 684: Проблеми економіки та управління. – С. 284 – 290. – Режим доступу: <http://ena.lp.edu.ua:8080/handle/ntb/18804>.
11. Wilson M. Corporate Sustainability: what is it and where does it come from? [Електронний ресурс] / М. Wilson // Ivey Business Journal – Режим доступу до журн.: http://iveybusinessjournal.com/the_post_issue/march-april-2003
12. Financial Times Lexicon. Business Sustainability. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ft.com/>
13. Dow Jones Sustainability Indices. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.sustainability-indices.com/sustainability-assessment/corporate-sustainability.jsp>
14. Dentchev N. A. To What Extent Is Business and Society Literature Idealistic? / N. A. Dentchev // Business & Society. –2019. – Vol. 48 No 1 – P. 10 –38
15. Marcus J. Conceptions of the business – society – nature interface: implications for management scholarship / J. Marcus, E. C. Kurucz , B. A. Colbert B. A. // Business & Society. – 2010. – Vol. 49 (3) – P. 402 –438
16. Gladwin T. N. Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research / T. N. Gladwin, J. J. Kennelly, T. S. Krause // Academy of Management Review. – 1995. – Vol. 20 – P. 874 – 907
17. Gibson R. Specification of sustainability-based environmental assessment decision criteria and implications for determining “significance” in environmental assessment. [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://static.twoday.net/NE1BOKU0607/files/Gibson_Sustainability-EA.pdf.
18. Victor P. A. Managing without growth: slower by design, not disaster / P. A. Victor. – Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2008. – 260 p. – ISBN: 978 1 84844 2054.

19. Porritt J. Capitalism as if the World Matters / J. Porritt. – Earthscan, 2007 – p.360. – ISBN 9781844071937.
20. Рогов Г. К. Теоретична сутність і взаємозв'язок сталого розвитку, корпоративної та фінансової стійкості / Г. К. Рогов // Економіст. – 2015. – №6 – С. 28 – 31.
21. Білик М.Д. Фінансовий аналіз: навч. посібн. / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, Н. Ю. Невмежицька. – К.: Вид-во КНЕУ, 2005. – 592 с. – ISBN 966–574–799–1.
22. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Т.2. (Серия «Библиотека финансового менеджера», Вып. 3) / И.А. Бланк – К. :Ника-Центр, 1999 – 512 с. – ISBN 966-521-140-4.
23. Бутинець Ф. Ф. Економічний аналіз: навч. посібн. / Ф. Ф. Бутинець. – Житомир: ПП «Рута», 2003. – 680 с. – ISBN 966-8059-16-6.
24. Валігура Н. М. Вплив ризиків на фінансову стійкість підприємства / Н. М. Валігура// Вісник Хмельницького національного університету. – 2009. – № 6 - Т. 2. – С.15 – 18.
25. Донченко Т. В. Теоретичні основи формування механізму управління фінансовою стійкістю підприємства / Т. В. Донченко // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 1. – Т.1. – С. 23-27.
26. Ермоленко Г. Г. Теоретические аспекты исследования понятия финансовой устойчивости хозяйствующих субъектов / Г. Г. Ермоленко, Е. И. Копачева // Ученые записки Таврического_национального университета им. В. И. Вернадского. Серия: Экономика и управление. – 2010. – Т. 23 (62). № 1. - С. 68-76.
27. Житний П. Є. Фінансова стійкість підприємства і її вплив на економічну безпеку регіону / П. Є. Житний, В. В. Тищенко // Вісник Східноукраїнського національного університету імені Володимира Даля. – 2012. – № 1 (172). – С. 39-57.

28. Заюкова М. С. Теорія фінансової стійкості підприємства / М. С. Заюкова, О. В. Мороз, Т. М. Кравченко. – Вінниця : УНІВЕРСУМ-Вінниця, 2004. – 156 с.
29. Іваницька О. В. Управління фінансовою стійкістю як складовою економічної політики санації: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 – «Економіка та управління підприємствами» / Іваницька Олена Віталіївна; Нац. техн. ун-т України «Київський політехнічний інститут» – К., 2008. – 20 с.
30. Ізмайлова К. В. Фінансовий аналіз : навч. посібник / К.В. Ізмайлова. – К. : МАУП, 2000. – 152 с. – ISBN 966-608-067-2.
31. Кірейцев Г. Г. Фінансовий менеджмент: підручник / Г. Г. Кірейцев. – 2 –ге вид., перероб. і доп. – К. : ЦУЛ, 2002. – 496 с. ISBN 966 –7570 –91 –6.
32. Коритько Т. Ю. Мониторинг финансовой устойчивости предприятия с учетом его жизненного цикла / Т. Ю. Коритько, В. Н. Держинская // Вісник Донбаської державної машинобудівної академії. – 2008. – № 3(13). – с. 131 – 134.
33. Коробов М. Я. Фінансово-економічний аналіз діяльності підприємств / М.Я. Коробов – К. : Знання, 2000. – 378 с. – ISBN 966-7293-69-6.
34. Костирко Р. О. Фінансовий аналіз / Р. О. Костирко. – Х.: Фактор, 2007. – 784 с. – ISBN978-966-312-691-3.
35. Кравченко Н. М. Сутність фінансової стійкості промислового підприємства / Н. М. Кравченко // Вісник економічної науки України. 2010. – №2 . – С. 61-63
36. Кравчук Г. В. Внутрішні механізми фінансової стабілізації / Г. В. Кравчук // Фінанси України. – 1999. – №8 (44). – С. 128-131
37. Крамаренко Г. О. Фінансовий аналіз і планування / Г. О. Крамаренко. – Київ: Центр навчальної літератури, 2003. – 224 с. – ISBN 966-8253-33-7.
38. Кривицька О. Р. Планування прибутку підприємства при визначенні стратегії його розвитку / О. Р.Кривицька. // Фінанси України. – 2005. – № 3. – С. 138 – 143.

39. Лазня, А. В. Зв'язок поняття "фінансова стабільність" із категоріями економічної науки / А. В. Лазня // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ «УАБС НБУ». – 2012. – Вип. 34. - С. 218 – 225.
40. Лахтіонова Л. А. Поняття фінансової стійкості суб'єктів господарювання / Л. А. Лахтіонова // Бухгалтерський облік, аналіз та аудит в епоху глобальних змін. – К.: КНЕУ, ФПБАУ, 2009. – С. 462-466
41. Лях Л. М. Визначення суті категорії «фінансова стійкість сільськогосподарських підприємств» / Л. М. Лях // Науковий вісник Національного аграрного університету. – К.: Національний аграрний університет, 2000. – С. 216-219.
42. Мамонтова Н. А. Фінансова стійкість акціонерних підприємств і методи її забезпечення (на прикладі підприємств харчової промисловості): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / Мамонтова Наталія Анатоліївна; Ін-т економіки і прогнозування НАН України – К. 2001 – 16с.
43. Мец В. О. Економічний аналіз фінансових результатів і фінансового стану підприємства / В.О. Мец. – К.: КНЕУ, 1999. – 132 с. – ISBN 966 – 574 – 137 – 3.
44. Мних Є. В. Фінансовий аналіз: підручник / Є. В. Мних, Н. С. Барабаш . – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2014. – 536 с. – ISBN 978-966-629-673-6.
45. Наумова Л. Ю. Фінансова стійкість підприємств та її забезпечення в трансформаційній економіці України (на прикладі сільськогосподарських підприємств): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.08. «Гроші, фінанси і кредит» / Наумова Любов Юріївна; ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана» – К. 2008. – 19 с.
46. Орланюк-Малицкая Л. А. «О понятиях и факторах финансовой устойчивости страховых компаний» / Л. А. Орланюк-Малицкая // Вестник Финансовой Академии. – № 1. –1998г. – С. 33- 35.

47. Павловська В. О. Фінансовий аналіз: навчальний посібник / О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, Н. Ю. Невмержицька; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – 2-е вид., без змін. – К.: КНЕУ, 2007. – 592с. – ISBN 966-574-799-1.
48. Пантелєєв В. П. Фінансова стійкість комерційного банку: деякі проблеми її регулювання / В. П. Пантелєєв, С. П. Халява // Вісник НБУ. – 1996. – №2. – С.64–69.
49. Партин Г. О. Особливості впливу основних чинників на фінансову стійкість підприємства в умовах фінансово-економічної кризи / Г. О. Партин, О. В. Дідух // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.8. – С. 275 –279.
50. Плиса В. Й. Стратегія забезпечення фінансової стійкості суб'єктів господарювання в економіці України: [монографія] / В. Й. Плиса, І. І. Приймак. – Львів : ННБК «АТБ» – 2009. – 144 с.
51. Поддєрьогін А. М. , Наумова Л. Ю. Фінансова стійкість підприємств у економіці України: монографія / А. М. Поддєрьогін, Л. Ю. Наумова. – К.: КНЕУ, 2011. – 184с. – ISBN 978-966-483-542-5.
52. Подольська В. О., Яріш О. В. Фінансовий аналіз: навчальний посібник / В. О. Подольська, О. В. Яріш – К.: ЦНЛ, 2007. – 488 с. – ISBN 966-364-360-2.
53. Приймак І. Фінансова стійкість підприємства як об'єкт фінансового менеджменту / І. Приймак, М. Гануляк // Вісник Львів. УН-ТУ. – 2010. – Вип.44. – С . 563-570.
54. Старостенко Г. Г. Фінансовий аналіз / Г. Г. Старостенко, Н. В. Мірко. – ЦНЛ, 2006. – 224 с. – ISBN 966-364-284-Х.
55. Тарасенко Н. В. Економічний аналіз / Н. В. Тарасенко. – Львів: «Новий світ – 2000», 2006. – 280 с. – ISBN: 966-7827-86-0.
56. Фролова Т. О. Фінансовий аналіз / Т. О. Фролова. – К.: Вид-во Європ. ун-ту, 2005. – 252 с. - ISBN 966-301-057-6.
57. Шаблиста, Л. М. Фінансова стійкість підприємства: сутність і методи оцінки / Л. М. Шаблиста // Економіка і прогнозування. – 2006 - №2 – С.46-57.

58. Шелудько Н. До визначення фінансової стійкості комерційного банку / Н. Шелудько // Вісник НБУ. – 2000. – № 3. – С. 40–43.
59. Шеремет О. О. Фінансовий аналіз. Навчальний посібник / О. О. Шеремет. – К.: Кондор, 2005. – 196с.
60. Шірінян Л. В. Визначення фінансової стійкості страхових компаній і підприємств / Л. В. Шірінян // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 70-81.
61. Цал-Цалко Ю. С Фінансовий аналіз: навч. Посібн. / Ю. С. Цал-Цалко, Ю. Ю. Мороз, О. Г. Денисюк. – Житомир: Спілка економістів України, 2009. – 504 с. – ISBN 978-966-8162-51-0.
62. Якушева Н. І. Особливості розрахунку показників фінансової стійкості підприємства / Н. І. Якушева // Вісник Сумського національного аграрного університету. –2007. – № 1. – С.375-380.
63. Ячменева В. М. Характеристика обеспечивающих факторов экономической устойчивости / В. М. Ячменева // Экономика и управление. – 2006 – №6. – С. 112-117.
64. Абрютина М. С. Анализ финансово-экономической деятельности предприятия: 3-е изд., доп.и перераб. / М. С. Абрютина, А. В. Грачев. – М.: Дело и Сервис, 2001. – 265 с. – ISBN 5-8018-0120-0.
65. Артеменко В. Г. Финансовый анализ: учебник для вузов / под ред. В. Г. Артеменко, М. В. Беллэндир. – М. : Дело и сервис, 1999. – 365 с. – ISBN 5-86509-050.
66. Гиляровская Л. Т. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности / Л. Т. Гиляровская, Д. В. Лысенко, Д. А. Ендовицкий. – М.: Проспект, 2006. — 360 с. – ISBN: 5-482-00862-2.
67. Баканов М. И. Теория экономического анализа / М. И. Баканов, А. Д. Шеремет. – М. : Финансы и статистика, 1981. – 218 с.
68. Бочаров В. В. Финансовый анализ / В. В. Бочаров. – Санкт-Петербург: Питер, 2009. – 240 с. – 978-5-469-01726-4.
69. Друри К. Производственный и управленческий учет / К. Друри. – М. : ЮНИТИ, 2005. – 735 с. – ISBN 5-238-00899-6.

70. Хеддервик К. Финансовый и экономический анализ деятельности предприятий / Пер. с англ. Д.П. Лукичева и А.О. Лукичевой; Под ред. Ю.Н. Воропаева. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 192 с. – ISBN 5-279-01523-7.
71. Cernavskis K. Financial Stability of Enterprise as the Main Precondition for Sustainable Development of Economy / K. Cernavskis // Journal of Social Sciencies (Regional Formation and Development Studies), Klaipėda – 2012. – No. 3 (8) – P. 36 – 46.
72. Ермолович Л. Л. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / Л. Л. Ермолович, Л. Г. Сивчик, Г. В. Толкач, И. В. Щитникова. – Мн.: Интерпрессервис; Экоперспектива, 2001. – 576 с. – ISBN 985-6656-03-6.
73. Зайцев Н. Л. Економіка промислового підприємства / Н. Л. Зайцев. – М.: ИНФРАМ, 1996. – 345 с. – ISBN: 5-86225-196-0.
74. М. Н. Крейнина Финансовая устойчивость предприятия: оценка и принятие решений / Крейнина М. Н. // Финансовый менеджмент. – 2001. – №2 – С.3 – 12.
75. León P. Four Pillars of Financial Sustainability. Resources for Success Series [Электронный ресурс] / P. León – The Nature Conservancy, Arlington, Virginia, USA, 2001. – 29 p. – Режим доступа: <http://toolkit.conservationfinance.org/sites/default/files/documents/fundraising/fo-ur-pillars-financial-sustainability-tnc.pdf>
76. Лиференко Г. Н. Финансовый анализ предприятия / Г. Н. Лиференко. – М.: Изд-во «Экзамен», 2005. – 160 с. – ISBN: 5-472-00356-3.
77. Макарьева В. И. Анализ финансово-хозяйственной деятельности организации / В. И. Макарьева, Л. В. Андреева. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 264 с. – ISBN: 5-279 02820-7.
78. Мельник М. В. Финансовый анализ: Система показателей и методика проведения: учеб. пособие / М. В. Мельник. – М.: Экономист, 2006. – 159 с. – ISBN 5-9811813-4-6.

79. Родионова В. М. Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции / В. М. Родионова, М. А. Федотова. – М.: Перспектива, 1995. – 98 с. – ISBN 5-88045-006-6.
80. Рубин Ю. Б. Инвестиционно-финансовый портфель / Ю. Б. Рубин, В. И. Солдаткин. – М.: Соминтэк, 1993. – 749 с. – ISBN 5-7958-0006-6.
81. Савицкая Г. В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия / Г. В. Савицкая. – Минск: ТОВ «Новое знание», 2000. – 688 с. – ISBN 985-6516-04-8.
82. Шенаев А. О. Понятие финансовой устойчивости: ее показатели и условия обеспечения / А. О. Шенаев // Банковские услуги. – 2008. – № 4. – С. 2-7.
83. Шеремет А. Д. Финансы предприятий / А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин. – М.: ИНФРА, 1999. – 343 с. – ISBN 5-86225-577.
84. Гончаренко Е. Н. Анализ основных причин, влияющих на устойчивость развития предприятия / Е. Н. Гончаренко // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. – 2010. – № 3 (11). – С. 5–16.
85. Răscolean I. Patrimonial Analysis of Financial Stability / I. Răscolean. G.C.Slusariuc , I. Drigă // Annals of the University of Petroșani, Economics. – 2011. – Vol. 11(3) – P. 245 – 254.
86. Социально – экономический потенциал устойчивого развития: учебник / Под. ред. проф. Л. Г. Мельника и проф. Л. Хенса. – Суми: ИТД «Университетская книга», 2007. – 1120 с. – ISBN 978 – 966-680-311-8.
87. Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело, 2003. – 520 с. – ISBN 5-7749-0275-7.
88. Трифонова О. В. Розвиток понятійного апарату управління стійким функціонуванням вугільних шахт / О. В. Трифонова // Економіка и управление. – 2012. – № 4 – С.60 –66.
89. Инновационные и классические теории катастроф и экономических кризисов: монография / Н. А. Янковский, Ю. В. Макогон, А. М. Рябчин /

- Под ред. Ю. В. Макогона – Донецк: ДонНУ, 2009. – 331 с. – ISBN 978-966-639-405-0
90. Freeman R. E. Strategic management: A stakeholder approach / Freeman R. E. – Boston: Pitman / Ballinger, 1984. – 276 p. – ISBN 027-301-913-9.
 91. G4 Sustainability Reporting Guedeline . [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.globalreporting.org/reporting/g4/Pages/default.aspx>
 92. Wood D. Corporate social performance revisited / D. Wood // Academy of Management Review. – 1991. – Vol. 16. – P. 691 – 718.
 93. Cellier A. The Effects of Social Ratings on Firm Value / A. Cellier, P. Chollet // Research in International Business and Finance. – 2016. – Vol. 36. – P. 656 – 683.
 94. Lech A. Corporate Social Responsibility and Financial Performance. Theoretical and Empirical Aspects / A. Lech // Comparative Economic Research. – 2015. – Vol. 16, No 3. – P. 49 – 62.
 95. Flammer C. Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach / C. Flammer // Management Science. – 2015. – Vol. 61 (11). – P. 2459 –2568.
 96. Orlitzky M. Corporate social and financial performance: A meta – analysis/ M. Orlitzky, F.L Schmidt, S.L. Rynes // Organization Studies. – 2003. – Vol. 24 (3). – P. 403 – 441.
 97. Allouche J. A meta – analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance / J. Allouche , P. Laroche // Revue de Gestion des Ressources Humaines. – 2005. – Vol. 57 (July – September). – P. 18-41.
 98. Wu M. Corporate social performance, corporate financial performance and firm size:A meta – analysis / M. Wu // Journal of American Academy of Business. – 2006. – Vol. 8(1). – P. 163-171.
 99. Margolis J. D. Do well by doing good? Don’t count on it. Social Responsibility. Special Issue on HBS Centennial / J. D. Margolis, H. A Elfenbein , J. P. Walsh // Harvard Business Review. – 2008. – Vol. 1(86). – P. 19 – 76.

100. Endrikat J. Making Sense of Conflicting Empirical Findings: A Meta-Analytic Review of the Relationship Between Corporate Environmental and Financial Performance / J. Endrikat, E. Guenther , H. Hoppe // *European Management Journal*. – 2014. – Vol. 32, No 5. – P. 735–751.
101. Stam W. Social Capital of Entrepreneurs and Small Firm Performance: A Meta-Analysis of Contextual and Methodological Moderators / W. Stam, S. Arzlanian, T. Elfring // *Journal of Business Venturing*. – 2014. – Vol. 29, issue 1. – P. 152–173.
102. Revelli C. Financial Performance of Socially Responsible Investing (SRI): What Have We Learned? A Meta-Analysis. / C. Revelli, J.-L. Viviani // *Business Ethics: A European Review*. – 2015. – vol. 24, No 2. – P. 158–185.
103. Норман У. Теория интересов, корпоративное управление и государственный менеджмент / Уэйн Норман, Джозеф Хит // *Экономическая политика*. – 2006. – № 4. – С. 73 – 97.
104. Preston L. E., O’Bannon D. P. The corporate social- financial performance relationship. A typology and analysis / L.E. Preston, D. P. O’Bannon // *Business and Society*. – 1997. – Vol. 36 (4). – P. 419-429.
105. Kraft K. Strategy, social responsibility and implementation / K. Kraft, J. Hage // *Journal of Business Ethics*. – 1990. – Vol. 9 (1). – P. 11-19.
106. Jones R. Signaling positive corporate social performance: An event study of family - friendly firms / R. Jones, A. Murrell // *Business and Society*. – 2001. – Vol. 40 (1). – P. 59 –78.
107. Barnett M. L. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility / M. L. Barnett // *Academy of Management Review*. – 2007. – Vol. 32. – P. 794 –816.
108. Martin R. L. The virtue matrix: calculating the return on corporate responsibility / Roger L. Martin // *Harvard Business Review*. – 2002. – Vol. 80, issue 3. – P. 68 – 75.

109. Bowman E. H. A Strategic Posture Towards Corporate Social Responsibility / E. H. Bowman, M. Haire // California Management Review. – 1975. – Winter. – P. 48 – 58.
110. Mintzberg H. The Case for Corporate Social Responsibility / H. Mintzberg // The Journal of Business Strategy. – 1983. – Fall, Vol. 4, issue 4. – P. 3 –15.
111. Griffin J. J., Mahon J. F. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research / J. J. Griffin, J. F. Mahon // Business and Society. – 1997. – Vol.3, No 1 March. P. 5 –331.
112. Mangos N., O'Brien P. Investigating Social Responsibility Reporting Practices of Global Australian firms and how those Practices enhance Economic Success [Электронный ресурс] / N. Mangos, P. O'Brien // Second World Congress of Business, Economics and Ethics July 19 – 23, 2000 – Режим доступа: <http://www.nd.edu/-isbee/papers/Mangos.doc>.
113. Brammer S., Millington A. Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance / S. Brammer, A. Millington // Strategic Management Journal. – 2008. – Vol. 29 – P. 1325 – 1343.
114. Barnett M. L. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance / M. L. Barnett, R. M. Salomon // Strategic Management Journal. – 2006. – Vol. 27. – P. 1101 – 1122.
115. Гизатуллин А.В. Корпоративное управление, социальная ответственность и финансовая эффективность компании / А. В. Гизатуллин // Российский журнал менеджмента. – 2007. – Том 5, №1. – С. 35 – 66.
116. Busch T., Hoffmann V. How Hot Is Your Bottom Line? Linking Carbon and Financial Performance / T. Busch, V. Hoffmann // Business and Society. – 2011. – Vol. 50 (2). – P. 233 – 265.
117. Campbell. J. L. Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility/ J. L. Campbell // Academy of Management Review. – 2007. – Vol. 32 (3). – P. 946 – 967.

118. Godfrey P. C., Hatch N. W. Toward a General Theory of CSRs. The Roles of Beneficence, Profitability, Insurance and Industry Heterogeneity / P. C. Godfrey, N. W. Hatch // *Business and Society*. – 2010. – Vol. 49 (2). – P. 316 – 344.
119. The Global Competitiveness Report 2015–2016 [Електронний ресурс] / World Economic Forum – Режим доступу: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf
120. Corruption Perceptions Index 2015 [Електронний ресурс] / Transparency International. – Режим доступу: <http://www.transparency.org/cpi2015>
121. Рогов Г. К. Механізм формування фінансових результатів корпоративної соціальної діяльності / Г. К. Рогов // *Економіст*. – 2009. – №6. – С. 49 – 53.
122. Doing Business 2015 Going Beyond Efficiency [Електронний ресурс] / A World Bank Group – Режим доступу: <http://www.doingbusiness.org>
123. Lankoski L. Differential economic impacts of corporate responsibility issues / L. Lankoski // *Business and Society*. – 2009. – Vol. 48 (2). – P. 206 – 224.
124. Carrol A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance / A. B. Carrol // *Academy of Management Review*. – 1979. – Vol. (4). – P. 497 – 505.
125. McWilliams A. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective / A. McWilliams, D. Siegel // *Academy of Management Review*. – 2001. – Vol. 26. – P. 117 – 127.
126. Аранчій В. Фінанси підприємств: Навчальний посібник / В. Аранчій. – К.: ВД «Професіонал», 2004. – 304с. – ISBN 966-85562-9-1.
127. Артус М. М. Фінансовий механізм в умовах ринкової економіки / М. М. Артус // *Фінанси України*. – 2005 – №5. – С.54 – 59.
128. Базилевич В. Д. Державні фінанси: Навч. посіб./ В. Д. Базилевич, Л. О. Баластрик; За заг. ред. В. Д. Базилевич. – 2-е вид., доп. і перероб. – К.: Атіка, 2004. – 368 с. – ISBN 966-326-000-9.
129. Балабанов А. И. Финансы. / А. И. Балабанов, И. Т. Балабанов. – СПб.: Питер, 2000. – 192с. – ISBN 5-272-00042-0.

130. Буряковский В. В. Финансы предприятий. Учебник / В.В. Буряковский. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 158 с.
131. Финансы. Учебник для вузов/ Дробозина Л. А., Поляк Г. Б., Константинова Ю. Н. [та ін] ; за ред. Л. А. Дробозиной. – М.: ЮНИТИ, 2001. – 527 с. – ISBN 5-238-00067-7.
132. Венгер В. В. Фінанси: навч. пос. [для студ. Вищ. Навч. зал.] / В. В. Венгер. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 432с. – ISBN 978-966-364-802-6.
133. Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія): Навч.посібник. – 2-ге вид., доп. і перероб. / В. М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с. –ISBN 966-574-285-X.
134. Романенко О. Р. Фінанси: Підручник. 4-те вид. / О. Р. Романенко. – К.: Центр навчальної літератури, 2009. – 312с. – ISBN 978-966-364-788-3.
135. Єпіфанов А. О. Обґрунтування фінансового механізму підприємства / А.О. Єпіфанов, В.П. Москаленко, О. В. Шипунова // Фінанси України. – 2004. – № 1. – С.3-13.
136. Фінанси: Навч. посіб. / В. С. Загорський, О. Д. Вовчак, І. Г. Благун, І. Р. Чуй. – 2-ге вид., стер. – К.: Знання, 2008. – 247 с. – ISBN 978-966-346-416-9.
137. Фінанси підприємств: Навч. посібник / за ред. Г. Г. Кірейцева. – 2-ге вид., перероб. та доп. – Київ: Центр учб. л-ри, 2002. – 268 с. – ISBN 966-683-024-8.
138. Ковалев В. В. Финансовый анализ: методы и процедуры / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 560с. – ISBN 5-279-02354.
139. Ковалюк О. М. Методологічні основи фінансового механізму О. М. Ковалюк // Фінанси України. – 2003. – №4. – С. 51 –59.
140. Колесова И.В. Теоретическая концептуализация понятия «финансовый механизм» / И. В. Колесова // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. –2007. – № 606. – С. 179-185.
141. Фінанси підприємств: підручник / Поддєрьогін А. М., Білик М. Д., Буряк Л. Д. [та ін] ; за ред. А. М . Поддєрьогіна. – Восьме вид., перераб. та доп. – К.:КНЕУ, 2013. – 519с. – ISBN 978-966-483-627-9.

142. Левандівський О. Т. Фінансовий механізм у відтворенні природних ресурсів [Електронний ресурс] / О. Т. Левандівський // Інноваційна економіка. Всеукраїнський науково-виробничий журнал. – Режим доступу: www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/inek/2010_2/214.pdf
143. Ломачинька І. А. Теоретико-методологічні основи механізму збалансування фінансів підприємств / І. А. Ломачинська // Вісник Одеського національного університету. Економіка. – 2009. – том 14, вип. 15. – С. 71-83.
144. Савченко К. В. Подходы к усовершенствованию финансового механизма управления экологически ориентированным инновационным развитием / К. В. Савченко // Финансы и кредит. – 2010. – № 20(404). – С. 25 – 31.
145. Львовчкін С. В. Фінансовий механізм макроекономічного регулювання / С. В. Львовчкін // Фінанси України. – 2000. – №12. – С.25 –26.
146. Рибак С. О. Таксономія дефініцій фінансової сфери / С. О. Рибак, Л. Л. Лазебник // Економічна теорія. – 2007. – № 2. – С. 34-45.
147. Рогов Г. К. Фінансові механізми трансформації економічного зростання у сталий розвиток / Г. К. Рогов // Економіст. – 2012. – №6 – С. 25 – 27.
148. Податковий кодекс України №2755 - VI зі змінами та допов. в редакції від 01.08.2016 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>
149. Парсонс Т. О структуре социального действия / Т. Парсонс. – М.: Академический Проект, 2000. – 880 с. – ISBN 5-8291-0016-9.
150. Bertalanffy L. von. General system theory: A critical review / L. von. Bertalanffy // General. Systems. – 1962. – Vol.7. – P.1-20.
151. Воробей В. Нефінансова звітність: інструмент соціально відповідального бізнесу / В. Воробей, І. Журавська; за заг. ред. Ю. Щербініної. – К.: Представництво ООН в Україні, 2010. – 84 с.
152. Про використання води в Україні та регіонах у 2014 році: статистичний бюлетень / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

153. Довкілля України за 2014 рік: статистичний збірник; ред. О.М. Прокопенко / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
154. Показники досягнення цілей у галузі розвитку, сформульованих у декларації тисячоліття / Офіційний сайт Організації об'єднаних націй [Електронний ресурс] – <http://mdgs.un.org/unsd/mdg/Data.aspx>
155. Викиди забруднюючих речовин та парникових газів у атмосферне повітря від стаціонарних джерел забруднення у 2014 році (остаточні дані): статистичний бюлетень / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
156. Цілі розвитку тисячоліття. Україна: 2000 – 2015: національна доповідь / Програма розвитку ООН в Україні [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.idss.org.ua/monografii/2015%20MDG%20Ukr%20Report%20DRAFT.pdf>
157. Доходи та витрати населення за 2013 рік за регіонами України: статистичний збірник [ред. І. М. Нікітіна]. – К: Державна служба статистики України, 2015. – 106с.
158. Рогов Г. К. Проблематика сталого розвитку в площині державних та корпоративних інтересів / Г. К. Рогов // Зб. наук. праць НУК. – 2012. – №3 – 4– С. 90 –95.
159. Праця України у 2014 році: статистичний збірник / Державна служба статистики України. – К: ТОВ Видавництво «Консультант», 2015. – 280с.
160. Minimum wages / Eurostat [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tps00155>
161. Розподіл кількості працівників за розмірами заробітної плати, нарахованої за грудень 2013 року: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
162. Системні вади ринку праці України та пріоритети його реформування: аналітична доповідь / О. М. Пищуліна, О. П. Коваль, О. О. Кочемировська ;

- за ред.: Я. А. Жаліло . – Київ : Нац. ін-т стратегічних досліджень (НІСД), 2010. – 47 с.
163. Україна у цифрах 2014: статистичний збірник [ред. І. М. Жук]. – К: Державна служба статистики України, 2015. – 239с.
164. Витрати на робочу силу за 2014 рік: статистичний бюлетень. – К: Державна служба статистики України, 2015. – 65с.
165. Загальнодоступна інформаційна база даних НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.stockmarket.gov.ua/>.
166. Рогов Г. К. Фактори та фінансові результати корпоративної екологічної діяльності / Г. К. Рогов // Фінанси України. – 2011. – №11 – С. 92– 103.
167. Динаміка зміни кредитних ставок для юридичних осіб в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://finance.ua/ua/>
168. Рогов Г. К. Дискримінантна модель корпоративної екологічної діяльності/ Г. К. Рогов, В. М. Павелко // Вісник НУК. – 2013. – №3 – С. 419 – 424.
169. Про внесення зміни у додаток 1 до Порядку встановлення нормативів збору за забруднення навколишнього природного середовища і стягнення цього збору та визнання таким, що втратив чинність, пункту 2 постанови Кабінету Міністрів України від 28 березня 2003 р.: постанова Кабінету міністрів України №1423 від 18.10. 2006 // Офіційний вісник України. – 2006. – № 42. – Ст. 2803, код акту 37603/2006. – С. 21.
170. Про доповнення додатка 1 до Порядку встановлення нормативів збору за забруднення навколишнього природного середовища і стягнення цього збору: постанова Кабінету міністрів України №1317 від 14.11. 2007 // Офіційний вісник України. – 2007. – № 87. – Ст. 3193, код акту 41494/2007. – С. 9.
171. Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо податкової реформи: Закон України від 28.12. 2014р. № 71 – VIII // Відомості Верховної Ради (ВВР) – 2015. – № 7 – 8, ст.55.

172. Витрати на охорону навколишнього природного середовища та екологічні платежі у 2010 році: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
173. Витрати на охорону навколишнього природного середовища та екологічний податок у 2011 році: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
174. Витрати на охорону навколишнього природного середовища та екологічні платежі у 2012 році: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
175. Витрати на охорону навколишнього природного середовища та екологічні платежі у 2013 році: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
176. Витрати на охорону навколишнього природного середовища та екологічні платежі у 2014 році: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
177. Індеси цін виробників за 2015 рік: статистичний збірник [ред. І. М. Жук]. – К: Державна служба статистики України, 2016. – 156с.
178. Обсяг реалізованої промислової продукції за січень–грудень 2011 року та індекс обороту (реалізації) в Україні: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
179. Викиди забруднюючих речовин та парникових газів у атмосферу від стаціонарних джерел за 2011 рік: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
180. Рогов Г. К. Ефективність стимулюючої функції екологічного податку / Г. К. Рогов // Часопис економічних реформ. Науково-виробничий журнал. – 2012. – № 4 (8) – С. 43 – 49.

181. Довкілля України: статистичний збірник 2010 [ред. Н.С. Власенко] – К.: Державна служба статистики України, 2011. – 205 с.
182. Виробництво промислової продукції за видами в Україні за січень – грудень 2011 року: статистичний бюллетень / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
183. Викиди забруднюючих речовин та парникових газів у атмосферу від стаціонарних джерел за 2010 рік: експрес-випуск / Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
184. Статистичний щорічник України за 2010 рік [ред. О. Г. Осауленко]. – К.: ТОВ «Август Трейд», 2011. – 559 с.
185. Зменшення викидів у тепловій електроенергетиці України через виконання вимог Європейського енергетичного співтовариства. Зелена книга / Міжнародний центр перспективних досліджень [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ua-energy.org/upload/files/Green%20book_TES_ICPS.pdf
186. Іванов Ю. Б. Сучасне оподаткування: мотиваційний аспект / Ю. Б. Іванов, О. Л. Єськов. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2007. – 328 с. – ISBN 978-966-392-084-9.
187. Аналіз факторів, які впливають на динаміку автоматичного бюджетного відшкодування податку на додану вартість / Державна фіскальна служба України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://sfs.gov.ua/diyalnist-vidshkoduvannya-pdchv/analiz-faktoriv--yaki-vpliva/>
188. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2003. – №№ 40 – 44. – Ст. 356.
189. A Roadmap for moving to a competitive low carbon economy in 2050 / European Commission [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52011DC0112>
190. The Political Economy of Environmentally Related Taxes. – Paris: OECD Organisation for Economic Cooperation and Development, 2006. – 199 p.

191. Taxation trends in the European Union – Data for the EU Member States, Iceland and Norway. – Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2012 – 269 p.
192. Definition of environmental tax published: press release [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.hm-treasury.gov.uk/press_60_12.htm
193. Taxation trends in the European Union – Data for the EU Member States, Iceland and Norway. – Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2014 – 308 p.
194. Статистичний щорічник України за 2014 рік [ред. І. М. Жук]. – К.: Держаналітінформ, 2015. – 585 с.
195. Nominal tax rates of environmentally related taxes for selected countries OECD [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www2.oecd.org/ecoinst/queries/index.htm>
196. Taxation trends in the European Union – Data for the EU Member States, Iceland and Norway. 2015 edition. – Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2015 – 150 p.
197. Reducing greenhouse gas emissions and facilitating the transition to a green economy. May 2013 / Republic of South Africa National Treasury [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.treasury.gov.za/public%20comments/Carbon%20Tax%20Policy%20Paper%202013.pdf>
198. Bovenberg A. L. Environmental Levies and Distortionary Taxation / A. L. Bovenberg, R. A. de Mooij // American Economic Review. – 1994. – Vol. 94(4). – P. 1085-1089.
199. Majocchi A. Greening tax mixes in OECD countries: a preliminary assessment / A Majocchi. – Paris: OECD, 2000. – 30p.
200. Bovenberg A. L. Optimal Taxation, Public Goods and Environmental Policy with Involuntary Unemployment / A. L. Bovenberg, F. van der Ploeg // Journal of Public Economics. – 1996. – Vol. 62. – P. 59 – 83.

201. Jaeger W. K. Carbon taxation when climate affects productivity / W. K. Jaeger // *Land Economics*. – 2002. – Vol. 78(3). – P. 354 – 367.
202. Goodstein E. Labor supply and the double dividend / E. Goodstein // *Ecological Economics*. – 2002. – Vol. 42 (1 – 2). – P. 101 – 106.
203. Manresaa A. Implementing a double dividend: recycling ecotaxes towards lower labour taxes / A. Manresaa, F. Sanchob // *Energy Policy*. – 2005. – Vol. 42 (1 – 2). – P. 1577 – 1585.
204. World of Work Report 2009: The Global Jobs Crisis and Beyond / International Institute for Labour Studies. – Geneva: ILO, 2009. – 121p.
205. González-Eguino M. From Shadow to Green: Linking Environmental Fiscal Reforms and the Informal Economy / M. González-Eguino, A. Markandya, M. Escapa // *Energy Economics*. – 2013. – Vol. 40, Supplement 1. – P. S108 – S118.
206. Slemrod J. Cheating Ourselves: The Economics of Tax Evasion / J. Slemrod // *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association. – 2007. – Vol. 21 (1). – P. 25 – 48.
207. Directive 2004/101/EC of the European Parliament and of the Council of 27 October 2004 amending Directive 2003/87/EC establishing a scheme for greenhouse gas emission allowance trading within the Community, in respect of the Kyoto Protocol's project mechanismsText with EEA relevance. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT>
208. Веклич О. О. Удосконалення системи екологічного оподаткування. / О.О. Веклич // *Фінанси України*. – 2001. – №2 . – С. 3-11.
209. Маслюківська О. П. Зарубіжний досвід проведення еколого-трудової податкової реформи / О. П. Маслюківська // *Фінансова система України: зб. наук. праць*. – Острог: Видавництво «Національний університет «Острозька Академія». – 2007. – Вип. 9. – Ч.1. – С.204-217.
210. Маслюківська О. П. Використання податку на двоокис вуглецю як інструмент енергозбереження в Україні / О. П. Маслюківська // *Економіка*

- природокористування і охорони довкілля: зб. наук. праць / РВПС України НАН України. – К.: РВПС України НАН України, 2007. – С. 174-180.
211. Маслюківська, О. П. Фіскальний потенціал надходжень до бюджету від введення податку на двоокис вуглецю / О.П. Маслюківська // Фінансова система України: зб. наук. праць. – Острого: Видавництво «Національний університет «Острозька Академія». – 2008. – Вип. 9. – Ч.1. – С. 148-156.
212. Маслюківська, О. П. Аналіз залежності між динамікою розвитку промислового сектору та екологічним оподаткуванням в Україні / О. П. Маслюківська // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії: зб. наук. праць. – 2008. – Вип. 1(10): Економічні науки. – С. 188-198.
213. Веклич О. О. Оцінювання фіскального потенціалу податку на двоокис вуглецю при змінній базі та ставці оподаткування / О. О. Веклич, О. П. Маслюківська // Фінанси України.–2008.– №6.–С. 63 – 69.
214. Маслюківська О. П. Фінансування системи пенсійного забезпечення за рахунок проведення еколого-трудова податкової реформи / О. П. Маслюківська // Фінансова система України: зб. наук. праць. – Острого : Видавництво «Національний університет «Острозька Академія». – 2009. – Вип. 11. – С. 368-375.
215. Лабенко О. М. Дотримання принципу справедливості оподаткування при реалізації екологічної функції податків / О.М.Лабенко // Зб. наук. праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки) . – 2012. – №2(18), Том 6. – С. 73 – 79.
216. Дюканова, О. В. Економіко-математичне моделювання скорочення викидів CO₂ в Україні [Електронний ресурс] / О. В. Дюканова // Електронне фахове видання «Ефективна економіка». – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=732>
217. Modelling an ETR for Europe / [Barker T., Lutz C., Meyer B. et al.] // Environmental Tax Reform (ETR) A Policy for Green Growth / [ed. P. Ekins, S. Speck]. – Oxford University Press, 2011. – P. 204 – 237.

218. Налоговая политика: методология, теория и практика: моногр. / В. П. Вишневский, О. В. Виецкая, О. Н. Гаркушенко, Ю. А. Мазур, Е. В. Соколовская, В. Д. Чекина; под общ. ред. В. П. Вишневского / НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2011. – 527 с. – ISBN 978-966-02-6147-1.
219. Fullerton D. Environmental investment and policy with distortionary taxes and endogenous growth / D. Fullerton, S.-R. Kim / NBER: NBER working paper series. – 2006. – March. – № 12070. – 26 p.
220. Stewart G. B The Quest for Value: A Guide for Senior Managers / G. B. Stewart. – N. Y.: HarperCollins Publishers, 1999. – 800 p. – ISBN 978-0887304187.
221. Бригхэм. Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт. – СПб.: Питер, 2009. – 960 с. – ISBN 5-94723-537-1.
222. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors: The New Standard for Business Performance / Rappaport A. – N.Y. : The Free Press, 1998. – 224p. – ISBN 0-68484-410-9.
223. Lo K. The Ohlson Model: Contribution to Valuation Theory, Limitations, and Empirical Applications / K. Lo, T. Lys // Journal of Accounting, Auditing and Finance. – 2000. – Vol. 15. – P. 337 – 360.
224. Hand J. R. M. The Pricing of Dividends in Equity Valuation / J. R. M. Hand, W. R. Landsman // Journal of Business Finance & Accounting. – 2000. – Vol. 32 (3 – 4). – P. 435 — 469.
225. Ottoson E. Cash Value Added – a new method for measuring financial performance [Электронный ресурс] / E. Ottoson, F. Weissenriede // in Gothenburg Studies in Financial Economics. – Режим доступа: http://www.hm-treasury.gov.uk/press_60_12.htm
226. The Boston Consulting Group on Strategy: Classic Concepts and New Perspectives, 2nd Edition / [ed. C. W. Stern, M. S. Deimler]. – John Wiley & Sons, 2006. – 432 p. – 978-0-471-75722-1.

227. Рогов Г. К. Прогнозування ймовірних стратегій адаптації підприємств до зміни умов оподаткування / Г. К. Рогов // Наука й економіка. Науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету. – 2012. Вип. 4 (28), Т. 1 – С. 134 – 141.
228. Про оплату праці: Закон України № 108/95 – ВР зі змінами та допов. в редакції від 16.01.2016 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/108/95-вр>
229. Про збір та облік єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування: Закон України № 2464-VI зі змінами та допов. в редакції від 12.05.2016 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/2464-17>
230. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо реформування загальнообов'язкового державного соціального страхування та легалізації фонду оплати праці: Закон України від 28.12. 2014р. № 77-VIII // Відомості Верховної Ради (ВВР) – 2015. – № 11, ст.75.
231. Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо забезпечення збалансованості бюджетних надходжень у 2016 році: Закон України від 24.12. 2015р. № 909- VIII // Відомості Верховної Ради (ВВР) – 2016. – № 5, ст.47.
232. Про затвердження Порядку визначення класу професійного ризику виробництва за видами економічної діяльності: постанова Кабінету Міністрів України від 08.02.2012 р. № 237 // Урядовий кур'єр – 18.04.2012. – №70.
233. Cox P. Pension Funds and Corporate Social Performance: An Empirical Analysis / P. Cox, S. Brammer, A. Millington // Business & Society. – 2008. – Vol. 47 (2). – P. 213— 241.
234. Stites J. Organizational Commitment in Manufacturing Employees: Relationships With Corporate Social Performance / J. P. Stites, J. H. Michael // Business & Society. – 2011. – Vol. 50 (1). – P. 50— 70.

235. Про затвердження Порядку використання коштів, передбачених у державному бюджеті для державної підтримки заходів з енергозбереження через механізм здешевлення кредитів: постанова кабінету міністрів України від 13.04.2011 № 439 // Урядовий кур'єр. – 2011. – №78.
236. The Equator Principles III – 2013 / The EP Association Steering Committee [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.equator-principles.com/index.php/ep3>
237. Остафіль О. Комплексна оцінка кредитоспроможності позичальника як інструмент управління кредитним ризиком банку / О. Остафіль, М. Рубаха // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. – Вип.19. – С. 387-396.
238. Прохорова Ю. В. Проблеми оцінки кредитоспроможності позичальника в Україні та шляхи їх подолання / Ю. В. Прохорова, О. А. Калмикова // Экономика и управление. – 2012. – №3. – С. 145 – 147.
239. Гриценко Л. Л. Комплексна експрес-методика оцінки кредитоспроможності підприємств з урахуванням приналежності до виду економічної діяльності [Електронний ресурс] / Л. Л. Гриценко, І. М. Боярко, В. Л. Лиштван // Актуальні проблеми економіки. Науковий економічний журнал. – Київ: Національна академія управління, 2010. – № 7. – С. 206 – 214 – Режим доступу: http://www.uabs.edu.ua/images/stories//docs/K_F/Boiarko_012.pdf.
240. Кравченко В. П. Удосконалення оцінки кредитоспроможності позичальника / В. П. Кравченко, В. І. Кравченко // Наукові праці КНТУ. Економічні науки. – 2010. – вип. 17. – С. 205 – 210.
241. Терещенко О. Нові підходи до оцінки кредитоспроможності позичальників-юридичних осіб / О. Терещенко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 1. – С. 26 – 30.
242. Про затвердження Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями: постанова Правління Національного банку

- України №23 від 25.01.2012. // Офіційний вісник України. – 2012. – № 16. – Ст. 595, код акту 60529/2012. – С. 192.
243. Rose P. S. Bank Management & Financial Services / P. S. Rose, S. C. Hudgins. — McGraw-Hill, 2005. — 782 p. – ISBN 0072861630.
244. Рогов Г. К. Корпоративна стійкість та кредитоспроможність підприємств [Електронний ресурс] / Г. К. Рогов, К. Д. Базиленко // Вісник НУК. – 2014. – №4. – Режим доступу: <https://sites.google.com/a/nuos.edu.ua/science/>
245. PSI. Principles for Sustainable Insurance / UNEP Finance Initiative [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://www.unepfi.org/psi>
246. The global state of sustainable insurance. Understanding and integrating environmental, social and governance factors in insurance. – AUNEP Finance Initiative, 2009 – 88p.
247. Insurance Europe Statistics N°50: European Insurance in Figures, December 2014 / Insurance Europe [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.biztositasizemle.hu/files/201501/statisticsno50europeaninsuranceinfigures.pdf>
248. Cox P. Is Corporate Social Performance a Criterion in the Overseas Investment Strategy of US Pension Plans? / P. Cox, M. Schneider // Business & Society. – 2010. – Volume 49, No 2. – P. 252 – 289.
249. Про страхування: Закон України N 86/96-ВР зі змінами та допов. в редакції від 01.04.2016 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/85/96-вр>
250. Статистика страхового ринку України / Нацкомфінпослуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу: – <http://nfp.gov.ua/content/konsolidovani-zvitni-dani.html>
251. The Environmental Liability Directive (2004/35/EC). [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri = CELEX:02004L0035-20130718>

252. Financial Security in Environmental Liability Directive, Final Report. / European Commission, DG ENV. [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://ec.europa.eu/environment/legal/liability/pdf/eld_report.pdf
253. Про загальнообов'язкове державне соціальне страхування: Закон України № 1105 - XIV від 23.09.99. В редакції Закону № 77-VIII від 28.12.2014. Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2015, № 11, ст. 75.
254. Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування: Закон України № 1058 - IV зі змінами та допов. в редакції від 12.05.2016 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1058-15>
255. Про затвердження Порядку і правил проведення обов'язкового страхування цивільної відповідальності інвестора, в тому числі за шкоду, заподіяну довкіллю, здоров'ю людей, за угодою про розподіл продукції, якщо інше не передбачено такою угодою: постанова Кабінету міністрів України №981 від 13.11.2013. // Офіційний вісник України. – 2014. – № 11. – Ст. 362, код акту 71339/2014. – С. 34.
256. Про затвердження Порядку і правил проведення обов'язкового страхування майнових ризиків під час промислової розробки родовищ нафти і газу у випадках, передбачених Законом України «Про нафту і газ»: постанова Кабінету міністрів України №979 від 13.11.2013. // Офіційний вісник України. – 2014. – № 11. – Ст. 360, код акту 71337/2014. – С. 7.
257. Про затвердження Порядку і правил проведення обов'язкового страхування майнових ризиків користувача надр під час дослідно-промислового і промислового видобування та використання газу (метану) вугільних родовищ: постанова Кабінету міністрів України № 980 від 13.11.2013. // Офіційний вісник України. – 2014. – № 11. – Ст. 361, код акту 71338/2014. – С. 21.
258. Про затвердження характеристики та класифікаційних ознак видів добровільного страхування: розпорядження державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України № 565 зі змінами та допов.

в редакції від 13.08.2013 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу:

<http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1119-10>

259. Рогов Г. К. Страховий механізм забезпечення корпоративної стійкості / Г. К. Рогов // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка» – 2015. – Вип. 2 (46) – С. 320 – 325.
260. Сааджан И. А. Тарифы при страховании экологических рисков: подходы, схемы, обусловленность / И. А. Сааджан // Економічні інновації. – 2011. – Вип. 44. – С. 239 – 246.
261. The role of the insurance industry in environmental policy in the Nordic countries / [S. Ahvenharju, Y. Gilbert, J. Illman, J. Lunabba]. – Oslo: Nordic Innovation, 2011. – 64 p.
262. Monti A. Environmental Risks and Insurance. A comparative analysis of the role of insurance in the management of environment – related risks. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/1939368.pdf>
263. Баранова В. Проблеми пенсійної реформи в Україні / В. Баранова // Науковий вісник Одеського національного економічного університету. – 2014. – № 10. – С. 15 – 25.
264. Булана О. О. Бюджетно-податкові механізми стимулювання посткризової активізації підприємницької діяльності / О. О. Булана // Економіка і прогнозування. – 2011. – № 2. – С. 53-62.
265. Гордієнко Є. С. Особливості формування бюджетно-податкового механізму розвитку фінансової бази регіону / Є. С. Гордієнко // Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції – 2013 – №5. – С.13 – 20.
266. Мельничук Г. С. Концептуальні основи формування бюджетно-податкового механізму захисту вітчизняних товаровиробників в Україні / Г. С. Мельничук // Вісник ЖДТУ. Серія: Економічні науки – 2012 – № 4 (62). – С. 377 – 380.
267. Тарангул В. І. Бюджетно-податковий механізм у системі фінансового стимулювання розвитку регіонів / В. І. Тарангул // Науковий вісник

- Національного університету державної податкової служби України (економіка, право) – 2012 – № 4. – С. 74 –81.
268. Артус М. М. Бюджетна система України: навч. посіб. / М. М. Артус, Н. М. Хижа. – К.: вид-во Європ. ун-ту, 2007. – 220 с. – ISBN 966-301-048-7.
269. Кохан І. В. Бюджетний механізм як суспільно-економічна категорія / І. В. Кохан // Формування ринкових відносин в Україні: зб. наук. праць. –Івано-Франківськ: Прикарпат. нац. ун-т ім. Василя Стефаника, Прикарпат. наук.-аналіт. Центр, 2011. – №3. – С. 7 – 11.
270. Бюджетний кодекс України № 2456- VI зі змінами та допов. в редакції від 11.06.2016 р [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>
271. Про внесення змін до Бюджетного кодексу України щодо реформи міжбюджетних відносин: Закон України від 28 грудня 2014 року № 79-VIII // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2015. – № 12, ст.76.
272. Schmidt-Traub G. Financing Sustainable Development: Implementing the SDGs through Effective Investment Strategies and Partnerships. Executive Summary of the Working Paper. 5 May 2015 / G. Schmidt-Traub, J. D. Sachs. – Sustainable development solutions network. A Global initiative for the United Nations. – Режим доступу: <http://unsdsn.org/wp-content/uploads/2015/04/150505-SDSN-FfD-Working-Paper-Executive-summary.pdf>
273. Скляр І. Д. Фінансове забезпечення екологічно сталого розвитку: оцінка результативності / І. Д. Скляр, Ю. М. Шкодкіна // Економічний аналіз: зб. наук. праць. – Тернопіль: Тернопільській національний економічний університет, 2013. – Т. 14, №3 – С.196 – 202.
274. Чугунов І. Я. Бюджетна система в інституційному середовищі суспільства / І. Я. Чугунов, Л. В. Лисяк // Фінанси України – 2009 – №11. – С. 3 – 11.
275. Боярчук Д. Ваш рахунок від держави за 2014 рік [Електронний ресурс] / Д. Боярчук / Проект «Популярна економіка: ціна держави», 2015 – №31. – 24с. - Режим доступу: <http://cost.ua/files/receipt-from-the-state-2014.pdf>

276. Богдан Т. П. Квазіфіскальні операції та їх роль у формуванні бюджетного дефіциту / Т. П. Богдан // Фінанси України – 2011 – №9. – С. 3 – 17.
277. Tchaidez R. Quasi-Fiscal Deficit in Nonfinancial Enterprises [Електронний ресурс] / R. Tchaidez. – International Monetary Fund. – 2007 – 13 р. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0710.pdf>.
278. Коляда Т. А. Джерела фінансування дефіциту бюджету: тенденції у застосуванні та виклики для стабільності державних фінансів України / Т. А. Коляда // Бізнесінформ – 2015 – № 2 – С. 215 – 222.
279. Річний звіт за 2014 рік [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2014 – 212с. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
280. Геєць В. М. Цінова конкурентоспроможність чи цінова стабільність: дуалізм політики економічного зростання / В. М. Геєць // Економіка і прогнозування – 2005 – №4 – С. 9 – 31.
281. Виконання державного бюджету України / Фінансовий портал Мінфін [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://index.minfin.com.ua/budget/>
282. Hammond G. State of the art of inflation targeting [Електронний ресурс] / G. Hammond – Bank of England, 2012. – 47 р. – Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29.pdf>
283. Vredin A. Inflation targeting and financial stability: providing policymakers with relevant information [Електронний ресурс] / A. Vredinю – Bank for International Settlements, 2015 – 39 р. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/work503.pdf>
284. Carlsson M. Market Frictions and Optimal Steady-State Inflation [Електронний ресурс] / M. Carlsson, A. Westermarck // Riksbank Research Paper Series – 2014 – No. 90 – 32р. – Режим доступу: http://www.iza.org/conference_files/wagerigidities_2014/westermarck_a10100.pdf
285. Про внесення змін до Бюджетного кодексу України та деяких інших законодавчих актів України: Закон України від 23 грудня 2010 року № 2856 // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2011. – № 29, ст.272.

286. Про затвердження Порядку використання коштів, передбачених у державному бюджеті для фінансового забезпечення цільових проектів екологічної модернізації підприємств: постанова кабінету міністрів України від 07.08.2013 № 569 // Урядовий кур'єр. – 2013. – №160.
287. Новицька Н. В. Причини і наслідки реформування екологічного податку в Україні / Н. В. Новицька // Науковий вісник Національного університету ДПС України – 2011. – № 1(52) – С. 187 – 194.
288. Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік»: Закон України від 27.03.2014 р. № 1165-VII // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2014. – № 18 – 19, ст.694.
289. Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік»: Закон України від 31.07. 2014р. № 1622- VII // Відомості Верховної Ради (ВВР) – 2014. – № 35, ст.1180.
290. Рогов Г. К. Формування бюджетного механізму корпоративного сталого розвитку / Г. К. Рогов // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка» – 2016. – Вип. 1 (47), Т.1 – С.390 – 395.
291. Довкілля України 2013: статистичний збірник / Державна служба статистики України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
292. Борщ А. Г. Формування емісійної політики в системі управління капіталом акціонерних агропромислових підприємств / А. Г. Борщ, О. Г. Борщ // Агроінком. – 2011. – № 1–3. – С. 59 – 64.
293. Давиденко Н. М. Формування емісійної політики корпоративних підприємств в АПК / Н. М. Давиденко // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія «Економіка і менеджмент». – 2011. – Вип. 5/1. – С. 112–115.
294. Павловська О. В. Емісійна політика підприємства: сутність та проблемні аспекти / О. В. Павловська // Наука й економіка. – 2012.– №3 (27). – С. 29 – 32.

295. Greenwood R. Share issuance and factor timing / R. Greenwood, S. G. Hanson // The Journal of Finance. – 2012. – Vol. 67, No 2. – P. 761–798.
296. Jenter D. Security issue timing: What do managers know, and when do they know it? / D. Jenter, K. Lewellen, J. Warner // The Journal of Finance. – 2011. – Vol. 66. – P. 413–443.
297. McLean D. R. Share issuance and crosssectional returns: International evidence / D. R. McLean, J. Pontiff, A. Watanabe // The Journal of Financial Economics. – 2009. – Vol. 94. – P. 1–17.
298. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України.–2006.– № 31. – С.1126, стаття 268.
299. Gomes A. Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities? [Електронний ресурс] / A. Gomes, G. Phillips // NBER Working Paper. – 2005. – Vol. 11294. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w11294.pdf>
300. Goh J. Private Placement of Common Equity and Earnings Expectations. / J. Goh, M. J. Gombola, H. W. Lee, F. Liu // The Financial Review. – 1999. – Vol. 34. – P.19 – 32.
301. Dewa N. Determinants Influencing the Choice of Equity Private Placement. / N. Dewa, I. Izani // International Research Journal of Finance & Economics. – 2010. – No 39. – P. 15 – 26.
302. Chen S. S. Wealth Effects of Private Equity Placements: Evidence from Singapore. / S. S.Chen, K. W. Ho, C. F. Lee, H. H. G. Yeo // The Financial Review. – 2002. – Vol. 37. – P. 166 –184.
303. Folta T. B. Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements. / T. B. Folta, J. J. Janney // Strategic Management Journal. – 2004. – Vol. 25. – P. 223 – 242.
304. Lee H. W. Firm Characterictics and Seasoned Equity Issuance Method: Private Placement versus Public Offering. / H. W. Lee, C. Kocher // The Journal of Applied Business Research. – 2001. – Vol. 17. – p. 23 – 36.

305. Електронна система комплексного розкриття інформації (ЕСКРІН) емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://escrin.nssmc.gov.ua/>.
306. Hastie T. The Elements of Statistical Learning: Data Mining, Inference, and Prediction. 2nd ed / T. Hastie, R. Tibshirani, J. Friedman. – N. Y.: Springer-Verlag, 2009. – 745 p. – ISBN 978-0-387-84857-0.
307. Про затвердження Порядку погодження набуття юридичною чи фізичною особою істотної участі у професійному учаснику фондового ринку або збільшення її таким чином, що зазначена особа буде прямо чи опосередковано володіти або контролювати 10, 25, 50 і 75 відсотків статутного (складеного) капіталу такого учасника чи права голосу придбаних акцій (часток) в його органах управління: рішення НКЦПФР від 13.03.2012 №394 // Офіційний вісник України. – 2012. – № 36. – С. 365, стаття 1361, код акту 61522/2012.
308. Про акціонерні товариства: Закон України № 514-VI зі змінами та допов. в редакції від 01.05.2016 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
309. Schultz E. Ownership Structure and the public / private equity choice [Електронний ресурс] / E. Schultz, G. J. Twite // Social Science Research Network . – 2015. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=2177454>
310. Chen S. S. The white squire defense: Evidence from private investments in public equity / S. S. Chen, C. Y. Hsu, C. W. Huang // Journal of Banking & Finance.– 2016. – Vol. 64. – P. 16 – 35.
311. Рогов Г. К. Фактори вибору виду розміщення акцій / Г. К. Рогов // Бізнес Інформ. – 2014. – №3 – С. 311 – 316.
312. Рогов Г. К. Державне регулювання корпоративної емісійної та дивідендної політики / Г. К. Рогов // Зб. наук. праць НУК. – 2014. – №2– С. 8–14.
313. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного капіталу: Закон України від

- 14.09.2006 № 133-V // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2006. – №43. – С. 1447, стаття 414.
314. Про внесення змін до деяких законів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи: Закон України від 23.06.2009 № 1533- VI // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2009. – № 52. – С.1880, стаття 763.
315. Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків: Закон України від 15.02.2011 №3024-VI // Відомості Верховної Ради України (ВВР). – 2011. – № 36. – С.1620, стаття 362.
316. Про банки і банківську діяльність: Закон України № 2121–III зі змінами та допов. в редакції від 11.06.2016 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>
317. Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: постанова Національного банку України від 28.08.2001 № 368 // Офіційний вісник України – 2001. – № 40. – С. 83, стаття 1813, код акту 20055/2001.
318. Про затвердження Змін до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: постанова Національного банку України від 17.11.2014 №723 // Офіційний вісник України – 2014. – № 99. – стаття 2921, код акту 75047/2014.
319. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту прав інвесторів: Закон України від 07.04.2015 № 289-VIII // Відомості Верховної Ради України (ВВР) – 2015. – № 25 – С.1331, стаття 188.
320. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: рішення НКЦПФР від 22.11.2012 №1688 // Офіційний вісник України – 2013. – № 100. – С. 417, стаття 4094, код акту 65177/2012.
321. La Porta R. Investor protection and corporate valuation [Електронний ресурс] / R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, R Vishny // Nationale Bureau of economic research. Working paper 7403. – October 1999. – P.27 – Режим доступу: <http://papers.nber.org/papers/W740>

322. Global competitiveness report 2012 – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2012-2013/>
323. Сохацька О. Формування нової парадигми корпоративного управління в глобальному середовищі / О. Сохацька // Вісник Тернопільського державного економічного університету. – 2006. – Вип. 3. – С. 24-40.
324. Рогов Г. К. Фінансові аспекти захисту прав міноритарних акціонерів / Г. К. Рогов // Фінанси України. – 2008. – №1 – С. 86 – 92.
325. Рогов Г. К. Фінансовий аспект формування корпоративної стратегії сталого розвитку / Г. К. Рогов // Сборник научных трудов. Севастополь-Донецк: ДонНУ, РФНИСИ в Донецке. – 2009. – Т. 2 – С. 578 – 582.
326. Brealey R. A. Principles of Corporate Finance. Tenth Edition / R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen. – The McGraw–Hill / Irwin, 2010. –960 p. – ISBN 0077356381.
327. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. Посібник / О. О. Терещенко – К.:КНЕУ, 2003. – 534 с. – ISBN 966-574-441-0.
328. Енциклопедія банківської справи України / Редкол.: В.С. Стельмах (голова) та ін. – К.: Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с. – ISBN 966-7615-21-9.
329. Бланк І.А. Фінансовий менеджмент: навч. посіб. / І.А. Бланк. – видання 2-ге. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2007. –653 с. – ISBN 966-521-257-5
330. Brigham E. F. Financial management theory and practice / Brigham E. F. – Atlantic Publishers & Distri, 1985. – 1128 p. – ISBN 0030716934.
331. Віннікова В. Сутність та зміст дивідендної політики підприємства / В. Віннікова // Вісник ТНЕУ. – 2011. – №4. – С.77 – 83.
332. Gitman L. J. Principles of managerial finance / L. J. Gitman, Ch. J. Zutter. – The Prentice Hall series in finance, 2011. – 944 p. – ISBN 0136119468.
333. Кравченко Ю. Я. Фондовый рынок : Учебное пособие. / Ю.Я. Кравченко. – К.: Дакор, КНТ, 2008. – 733с. – ISBN 978-966-8379-46-8.
334. Кравчук О. М. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: Навч. посіб. / О. М Кравчук, В. П. Лещук. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 504с. – ISBN 978-611-01-0067-0.

335. Топчак М. В. Дивідендна політика як стратегія акціонерного товариства у сфері розподілу прибутку / М. В. Топчак, І. А. Маринич-Львівська // Збірник науково-технічних праць. НЛУУ. – Науковий вісник. – 2005. – вип. 15.5. – С. 355-359.
336. Філіна Г. І. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання. 2-ге вид., перероб. та допов: навч. пос. / Г. І. Філіна. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 320с. – ISBN 966-364-771-5.
337. Харченко Н. В. Аналіз практики дивідендних виплат / Н. В. Харченко // Вісник Полтавської державної аграрної академії. – 2012. – № 1. – С. 148-154.
338. Рішення Конституційного суду України від 30.11.2010 N 22-рп/2010 у справі за конституційним поданням 54 народних депутатів України щодо відповідності Конституції України (конституційності) положень статей 14, 24, 64, пунктів 7-13 розділу VII "Прикінцеві положення" Закону України «Про Державний бюджет України на 2010 рік» // Вісник Конституційного суду України. – 2011. – № 1. – С.5.
339. Ковальова В. Як розподіляється чистий прибуток? [Електронний ресурс]. / В. Ковальова // Урядовий кур'єр, 2 серпня 2013р. – Режим доступу: <http://www.ukurier.gov.ua>
340. Літовська І. М. Дивідендна політика, її суть та становище в Україні [Електронний ресурс]. / І. М. Літовська, Ю. М. Бринь. – Науково-практична конф. Буковинський державний фінансово-економічний університет 2012р. – Режим доступу: <http://intkonf.org/litovska-i-m-brin-yu-m-dividendna-politika-yiyi-sut-ta-stanovische-v-ukrayini/>
341. Жуматий А. Украинская рулетка. Как инвестировать в дивидендные акции / А. Жуматий // Forbes. – 2012. – №4 (26). – С.54 – 55.
342. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річна звітність. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
343. Рогов Г. К. Фактори формування дивідендної політики акціонерних товариств / Г. К. Рогов // Проблеми економіки. – 2014. – №1 – С. 247 – 252.

344. Baker K. Dividend policy in India: new survey evidence / K. Baker, S. Kapoor // *Managerial Finance*. –2015. – Vol. 41, No. 2. – P. 182 – 204.
345. Forti C. Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors / C. Forti, R. F. Schiozer // *Journal of Banking & Finance*. – 2015. – Vol. 56. – P. 1 – 11.
346. Kadioglu E. Market reaction to dividend announcement: Evidence from Turkish stock market / E. Kadioglu, N. Telçeken, N. Öcal // *International Business Research*. – 2015. – Vol. 8 (9). – P. 83 – 94.
347. Manneh M. A. Determinants of corporate dividends policy: Evidence from an emerging economy / M. A. Manneh, K. Naser // *International Journal of Economics and Finance*. –2015. – Vol. 7, No 7. – P. 229 – 239.
348. Yaseen H. Dividend policy of Jordanian Firms: Stability tests and survey results / H. Yaseen, G. Omet, B. A. Khalaf // *International Business Research*. –2015. – Vol. 8, No 8. – P. 72 – 78.
349. Al-Malkawi H.-A. N. Dividend policy: A review of theories and empirical evidence / H.-A. N. Al-Malkawi, M. Rafferty, R. Pillai // *International Bulletin of Business Administration*. –2010. – Vol. 9, No 1. – P. 171 – 200.
350. Ben-David I. Dividend policy decisions / I. Ben-David // *Behavioral Finance* / H. Kent Baker, John R. Nofsinger (eds.). – John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2010. – P. 435 – 451. – ISBN 978-0-470-49911-5
351. Miller M. H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares / M.H. Miller, F. Modigliani // *Journal of Business*. –1961. – Vol. 34, No 4. – P. 411 – 433.
352. Baker M. A catering theory of dividends / M. Baker, J. Wurgler // *Journal of Finance*. –2004. – Vol. 59 (3). – P. 1125 – 1165.
353. Kuzucu N. A survey of managerial perspective on corporate dividend policy: Evidence from Turkish listed firms / N. Kuzucu // *International Journal of Research in Business and Social Science*. –2015. – Vol. 4, No 2. – P. 1 – 19.
354. Chay J.- B. Payout policy and cash-flow uncertainty / J.-B. Chay, J. Suh // *Journal of Financial Economics*. –2008. – Vol. 93, No 1. – P. 88 – 107.

355. DeAngelo H. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the lifecycle theory / H. DeAngelo, L. DeAngelo, R. Stulz // Journal of Financial Economics. –2006. – Vol. 81, No 2. – P. 227 – 254.
356. Akbar S. The Value Relevance of Major Media Advertising Expenditures: Some U.K. Evidence / S Akbar, S. Z. A. Shah, A. W. Stark // International Review of Financial Analysis. – 2011. – Vol. 20. – P. 311-319.
357. Dedman E. Accounting, Intangible Assets, Stock Market Activity, and Measurement and Disclosure Policy. / E. Dedman , S. Mouselli, Y Shen, A. W. Stark // Views From the UK, Abacus. – 2009. – Vol. 45.– P.312–341.
358. Hand J. R. M. The Pricing of Dividends in Equity Valuation / J. R. M. Hand, W. R. Landsman // Journal of Business Finance & Accounting. – 2005. – Vol. 32. – P.435–469.
359. Allen F. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles /F. Allen, A. E. Bernardo, I. Welch // Journal of Finance, American Finance Association. – 2000. – Vol. 55(6). – P. 2499-2536.
360. Barber B. M. All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors / B. M. Barber, T. Odean // Review of Financial Studies. –2008. – Vol. 21, No 2. – P. 785 – 818.
361. Becker B. Local dividend clienteles / B. Becker, Z. Ivkovic, S. Weisbenner // Journal of Finance. –2011. – Vol. 66, No 2. – P. 655 – 683.
362. D’Souza J. Dividend policy responses to deregulation in the electric utility industry / J. D’Souza, J. Jacob, V. F. Willis // International Journal of Business Administration. –2015. – Vol. 6, No 2. – P. 1 – 17.
363. Rozeff M. S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios / M.S. Rozeff // The Journal of Financial Research. –1982. – Vol. 5, No 3. – P. 249 – 259.
364. Зверяков М. І. У пошуках виходу з кризи / М. І. Зверяков // Економіка України: політико-економ. журн. – 2013. – № 8. – С. 4 –21.
365. Международный Стандарт ISO 31000. Первое издание 2009-11-15. Риск Менеджмент – Принципы и руководства [Электронный ресурс] – Режим

доступа:http://www.dvbi.ru/risk_management/library/tabid/213/token/download/ItemId/61

366. IEC 31010:2009 Risk management – Risk assessment techniques [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://www.iso.org/iso/catalogue_detail?csnumber=51073
367. Рогов Г. К. Формування фінансових механізмів корпоративного сталого розвитку: методи оцінки ризиків / Г. К. Рогов // Науковий вісник Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу. Серія: економіка та управління в нафтовій і газовій промисловості. – 2015. – Вип. 2 (12) – С. 126 – 131.
368. Про затвердження Методики інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій: наказ Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій № 22 від 23.02.98 р. // Офіційний вісник України від 16.04. 1998 р., № 13, стор. 211, код акту 5120/1998.
369. Про затвердження Положення про порядок здійснення аналізу фінансового стану підприємств, що підлягають приватизації: Наказ Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України № 49/121 зі змінами та допов. в редакції від 19.02.2013 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0121-01>
370. Рогов Г. К. Оптимізація структури та способів розрахунку показників фінансової стійкості для цілей бізнес-планування / Г. К. Рогов // Наукові праці: науково - метод. журнал ЧДУ ім. Петра Могили. – 2010 – Т.145, Вип. 132 – С. 92 – 100.
371. Рогов Г. К. Показники фінансової стійкості в системі стратегічного управління підприємством / Г. К. Рогов // Економіст. – 2010. – № 7 – С. 50 – 52.
372. Chandler A. D. Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise / A. D. Chandler. – Woshington D. C.: Beard Books, 2003. – 463 p. – ISBN 9781587981982.

373. Tensions in Corporate Sustainability: Towards an Integrative Framework / T. Hahn, J. Pinkse, L. Preuss, F. Figge // *Journal of Business Ethics*. – 2015. – Vol. 127, No 2. – P. 297-316.
374. Рогов Г. К. Фінансова модель корпоративної соціальної відповідальності / Г. К. Рогов // *Зб. наук. праць НУК*. – 2008. – № 3 – С. 122 – 127.
375. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів: рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 2826 від 03.12.2013 р. // *Офіційний вісник України* від 31.12. 2013 р. № 100, стор. 237, стаття 3699, код акту 70937 / 2013.
376. Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі, та Порядку заповнення форм розкриття інформації та змін до них емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.06.2010 р. № 981 // *Офіційний вісник України* від 17.09.2010 р. № 68, стор. 55, стаття 2474, код акту 52707/2010.
377. Рогов Г. К. Система інформаційного забезпечення корпоративного сталого розвитку / Г. К. Рогов // *Зб. наук. праць Черкаського державного технологічного університету* – 2011 – Вип. 296 Ч. 3. Серія економічні науки – С. 99 – 102.
378. Каплан Р. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию: пер. с англ. / Р. Каплан, Д. Нортон. – М.: «Олимп—Бизнес», 2010, 320 с. – ISBN 978-5-9693-0139-9.
379. Bieker T. Towards A Sustainability Balanced Scorecard: Linking Environmental and Social Sustainability to Business Strategy / T. Bieker, T. Dyllick C.-U. Gminder, K. Hockerts // *Conference Proceedings of Business Strategy and the Environment 2001 in Leeds*. – 2001. – P. 22-31.
380. Epstein M. Using a Balanced Scorecard to Implement Sustainability / M. Epstein, P. Wisner // *Environmental Quality Management*. – 2001. – Vol. 11, No. 2. – P. 1-10.

381. Bieker T. Sustainability Balanced Scorecard and Business Ethics [Электронный ресурс] / T. Bieker, Waxenberger B. // Developing a Balanced Scorecard for Integrity Management, 10- th Conference of the Greening of Industry Network, Göteborg/Sweden – 2001. – Режим доступа: <http://www.alexandria.unisg.ch/export/DL/17767.pdf>
382. Figge F. The Sustainability Balanced Scorecard – Linking Sustainability management to Business Strategy / F. Figge, T. Hahn, S. Schaltegger, M. Wagner // Business Strategy and the Environment. – 2002. – Vol. 11, No. 5. – P. 269–284.
383. The SIGMA Guidelines – Toolkit Sustainability Scorecard [Электронный ресурс] / SIGMA Project. – Режим доступа: <http://projectsigma.co.uk/Toolkit/SIGMASustainabilityScorecard.pdf>.
384. Woerd F. van der Feasibility of a Responsive Business Scorecard – A Pilot Study / F. van der Woerd, T. van den Brink // Journal of Business Ethics. – 2004. – Vol. 17, No. 2. – P. 173-186.
385. Bonacchi M. DartBoards and Clovers as New Tools in Sustainability Planning and Control / M. Bonacchi, L. Rinaldi // Business Strategy and the Environment. – 2007. – Vol. 16. – p. 461 – 473.
386. Hubbard G. Measuring Organizational Performance: Beyond the Tripple Bottom Line / G. Hubbard // Business Strategy and the Environment. – 2009. – Vol. 19. – P. 177 – 191.
387. Schaltegger S. The Sustainability Balanced Scorecard. Concept and the Case of Hamburg Airport / S. Schaltegger, F. Lüdeke-Freund. – Centre for Sustainability Management (CSM) Leuphana Universität Lüneburg, 2011. – 33 p.
388. Hadders H. Balanced Scorecard + Innovation + Sustainability Context = Adaptive Quadruple-Bottom-Line Scorecard [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.sustainablebrands.com/news_and_views/new-metrics/balanced-scorecard-innovation-sustainability-context-adaptive-quadruple.
389. Butler J. B. Sustainability and the balanced scorecard / J. B. Butler, S. C. Henderson, C. Raiborn // Management Accounting Quarterly. –2011. – Vol. 12(2). – P. 1 –10.

390. Wu S.-I. The Performance Measurement Perspectives and Causal Relationship for ISO-Certified Companies: A Case of Opto-electronic Industry / S.-I. Wu, S.-Y. Liu // *International Journal of Quality & Reliability Management*. –2010. – Vol. 27 (1). – P. 27 –47.
391. Using the FDM and ANP to Construct a Sustainability Balanced Scorecard for the Semiconductor Industry. / C.-W. Hsu, A. H. Hu, C.-Y. Chiou, T.-C. Chen // *Expert Systems with Applications* –2011. – Vol. 38(10). – P. 12891–12899.
392. A dynamic sustainability Balanced Scorecard methodology as a navigator for exploring the dynamics and complexity of corporate sustainability strategy / T. Tsalis, I. Nikolaou, E. Grigoroudis, K. Tsagarakis // *Civil Engineering and Environmental Systems*. –2015. – Vol. 32, No 4. – P. 281 – 300.
393. Firestone J. M. From the Balanced Scorecard to the Adaptive Scorecard: An Adaptive Maturity Model [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.cutter.com/offers/adaptivescore.html>.
394. Рогов Г. К. Вплив фінансових механізмів на концепцію збалансованої системи показників / Г. К. Рогов // *Зб. наук. праць НУК*. – 2014. – № 5.
395. Харічков, С.К. Сучасні методичні підходи до визначення екологічної конкурентоспроможності товарів та товаровиробників / С.К. Харічков, Т.В. Аверіхіна // *Маркетинг і менеджмент інновацій*. – 2013. – № 3. – С. 272-279.
396. Рогов Г. К. Фінансові аспекти стратегії забезпечення корпоративної стійкості / Г. К. Рогов // *Вісник соціально-економічних досліджень: зб. наук. праць*. – 2016. – № 1 (60) – С. 247 – 254.