О. В. Бугров,

*к. е. н., доцент, доцент кафедри управління проектами,
Київський національний університет будівництва і архітектури
ORCID ID: 0000-0002-2325-1545*

О. О. Бугрова,

*к. е. н., доцент, доцент кафедри економічної теорії,
Національний університет "Києво-Могилянська академія"
ORCID ID: 0000-0001-8447-282X*

І. О. Лук'янчук,

*студент, Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана
ORCID ID: 0000-0002-0077-092X*

DOI: 10.32702/2306-6806.2021.5.108

СИНЕРГЕТИЧНА МОДЕЛЬ РОЗВИТКУ У КОНТЕКСТІ ФІНАНСОВИХ АСПЕКТІВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

O. Bugrov,

*PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Project Management,
Kyiv National University of Construction and Architecture*

O. Bugrova,

*PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Economic Theory,
National University of "Kyiv-Mohyla Academy"*

I. Lukyanchuk,

Student, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

SYNERGETIC MODEL OF DEVELOPMENT IN THE CONTEXT OF FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE

Стаття визначає ключові проблеми та стратегічні задачі у ланці "корпоративне управління — фінанси" і пропонує синергетичну модель, яка спрямована на комплексне їх розв'язання. Ключовими проблемами у зазначеній сфері є проблема залучення зовнішнього капіталу в компанію, проблема "принципал-агент" і проблема ризику втрати компанією бізнес-незалежності; а головними стратегічними задачами — підвищення ринкової ціни акцій та зростання гудвілу підприємства. Пропонована концептуальна складається з таких блоків: підготовка вискоєфективного проекту; обґрунтування рівня дохідності корпоративних облігацій; підготовка проспекту випуску корпоративних облігацій (в якому зазначено правило, що облігації подаються парами — одна звичайна плюс одна конвертована); крім того, акціонери і працівники мають першочергове право на купівлю певної частини облігацій; забезпечення покупки емітованих облігацій великою кількістю різних осіб; виконання інвестиційного проєкту корпорації; застосування механізму левериджу. Модель Свенссона може бути просто і наочно застосована для обґрунтування справедливої дохідності корпоративних облігацій (з доданням певної поправки на ризик, який притаманний відповідному підприємству). Ця модель вже довела свою доцільність і ефективність під час визначення спот-ставок у різних країнах (у тому числі, в Україні при розрахунку базових кривих безкупонної дохідності гривневих облігацій внутрішніх державних позик). Пропонована концептуальна синергетична модель посилена економіко-математичним інструментарієм, який дозволяє на основі багатоваріантних прогнозів грошових коштів по проєкту обчислити IRR і NPV за кожним сценарієм, а також EIRR і ENPV (з урахуванням відповідного ступеня невизначеності), розрахувати потрібну номінальну вартість і кількість корпоративних облігацій, потенціал левериджу по проєкту як у процентній, так і в грошовій формі. Пропонована концептуальна модель у комплексі з апробованим математичним апаратом є доцільною для широкого застосування в корпоративному бізнесі.

The article identifies key issues and strategic objectives in the section "corporate governance — finance" and offers a synergetic model that aims to solve them comprehensively. Good modern corporate governance is not just a factor in ensuring a balanced and effective relationship between corporate stakeholders, but a key factor in innovative capitalization. Thus, research in the field of financial aspects of corporate governance is, of course, a very relevant topic. The key issues in this area are the problem of attracting capital to the company, the problem of "principal-agent" and the problem of the risk of losing the company's business independence. The main strategic objectives are to increase the market price of shares and increase the goodwill of the enterprise. The proposed concept consists of the following blocks: preparation of a highly effective project; substantiation of yield on the corporate bonds; preparation of a prospectus for the issue of corporate bonds (which states the rule that bonds are served in pairs — one regular plus one convertible); in addition, shareholders and employees have the primary right to purchase a certain part of the bonds; ensuring the purchase of bonds issued by a large number of different investors; implementation of the investment project of the corporation; application of the leverage mechanism. Svensson's model can be simply and clearly used to justify the fair yield of corporate bonds (with some adjustment for the risk inherent in the company). This model has already proven its feasibility and effectiveness in determining spot rates in different countries (including Ukraine). The proposed conceptual synergetic model is enhanced by economic and mathematical tool, which allows based on multivariate project cash projections to calculate IRR and NPV for each scenario, as well as EIRR and ENPV (taking into account the degree of uncertainty), calculate the required nominal value and number of corporate bonds and the potential of leverage. The proposed conceptual model in combination with a proven mathematical apparatus is suitable for widespread use in corporate business.

*Ключові слова: корпоративне управління, модель Свенссона, інвестиції, корпоративні облигації, леверидж.
Key words: corporate governance, Svensson model, investments, corporate bonds, leverage.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ І ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

У сучасному світі корпоративний бізнес грає ключову роль у розвитку фінансово-економічної екосистеми. Саме у корпорації (насамперед, крупних акціонерних товариств) є достатня можливість формуватись, зростати і набувати конкурентоздатності на основі інноваційних проєктів, а унітарні організації, як правило, не мають такого потенціалу. Нещодавно виникла нова глобальна концепція відтворення капіталу — так званий когнітивний капіталізм. У рамках цієї парадигми домінантним джерелом відтворення капіталу стають знання і технологічні інновації. Проте інноваційні проєкти не можуть бути здійснені компаніями без ефективних організаційних заходів по залученню інвестицій. Належне корпоративне управління, таким чином, стає не просто фактором забезпечення збалансованих відносин між власниками і менеджерами корпорації, а ключовим чинником інноваційної капіталізації. Отже, дослідження в сфері фінансових аспектів корпоративного управління є, безумовно, дуже актуальною темою.

Проблемою є вдосконалення науково-практичних основ фінансового контексту корпоративного управління. Об'єктом цього дослідження є інструментарій залучення нового капіталу в компанії, як базовий механізм реалізації місії належного корпоративного управління.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ ПО ТЕМІ, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Практика корпоративного управління є визначальним фактором того, наскільки легко компанії отримують доступ до ринків капіталу. Компанії з високим рівнем корпоративного управління заслуговують більшої довіри з боку інвесторів, оскільки застосовують процеси, що сприяють підвищенню ефективності капіталовкладень, збалансовано і справедливо враховують інтереси всіх стейкхолдерів.

Єдиного визначення корпоративного управління, яке б могло бути застосованим для всіх ситуацій та в усіх країнах, не існує. Пропоновані сучасні визначення

значною мірою залежать від установи або поглядів автора, а також від країни та правової традиції. Міжнародна фінансова корпорація (МФК) визначає корпоративне управління як "структури і процеси керівництва компаніями і контролю за ними" [1, с. 20].

Організація економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) визначає корпоративне управління як внутрішні механізми, за допомогою яких здійснюється керівництво компаніями і контроль за ними. Ці механізми виникають з системи взаємовідносин між радою директорів, менеджерами, акціонерами та іншими зацікавленими особами. Корпоративне управління охоплює визначення стратегічних цілей компанії, засобів досягнення таких цілей, а також здійснення відповідного контролю. Належне корпоративне управління відбувається за умови, коли рада директорів і менеджери спрямовують свої зусилля на досягнення цілей, які найкращим чином відповідають інтересам компанії та акціонерів [2].

Корпоративне управління характеризується низкою ключових загальних рис (проекцій).

По-перше, корпоративне управління є системою взаємовідносин, які відбуваються у відповідності до встановлених процесів. Наприклад, відносини між акціонерами і менеджерами полягають у тому, що перші надають капітал компанії (з метою отримання прибутків на вкладені кошти), а другі мають регулярно надавати акціонерам прозору фінансову інформацію і звіти про діяльність компанії. Крім того, певні інституціональні механізми регулюють відносини між компанією і кредиторами (наприклад, власниками корпоративних облигацій).

По-друге, учасники зазначених взаємовідносин можуть мати різні інтереси. Багатовекторність інтересів стейкхолдерів (акціонерів, директорів, кредиторів тощо) є певним викликом, який має бути подоланим. Не збігання інтересів акціонерів і менеджерів часто називають проблемою "принципал-агент". Чим досконалішим є корпоративне управління, тим менш значущою стає зазначена проблема. Більше того, правильна корпоративна стратегія може призвести до того, що вектори інтересів різних сторін можуть бути інтегровані таким чином, що виникне корисна бізнес-синергія.

Рис. 1. Схематичне зображення сфер діяльності, які стосуються фінансових аспектів корпоративного управління

По третє, всі сторони приймають участь в управлінні компанією. В рамках такого управління здійснюється контроль. Загальні збори акціонерів приймають базові рішення (наприклад, про розподіл прибутків компанії), в той час як рада директорів відповідає за загальне керівництво компанією і контроль роботи менеджерів. Водночас слід зауважити, що іноді зовнішні крупні кредитори претендують на суттєвий контроль над діяльністю компанії, що часто буває не вигідним для ключових стейкхолдерів — акціонерів. Отже, належне корпоративне управління потребує правильного розподілу прав і обов'язків, формування інституційних противаг для уникнення невиправданої втрати компанією своєї незалежності.

Зазначені вище "проекції" корпоративного управління спрямовані на підвищення вартості компанії в довгостроковому сенсі. Більш детально питання фінансових функцій корпоративного управління розглянуто нижче.

Концепція корпоративного управління ОЕСР побудована на зазначених нижче чотирьох ключових принципах.

Справедливість — система корпоративного управління має захищати права та інтереси прав акціонерів і забезпечувати рівне ставлення до всіх акціонерів, у тому числі міноритарних та іноземних.

Відповідальність — система корпоративного управління повинна забезпечувати чітке виконання зобов'язань перед зацікавленими сторонами і сприяти активному співробітництву між компанією і стейкхолдерами з метою максимізації цінності та забезпечення ефективного фінансово-економічного розвитку підприємств.

Прозорість — система корпоративного управління має забезпечувати достовірність, прозорість і обґрунтованість інформації по всім суттєвим питанням щодо роботи підприємства, уникаючи приховування чи викривлення тих чи інших моментів.

Підзвітність — система корпоративного управління повинна забезпечувати регулярне надання звітів, які сприяють ефективному контролю за станом компанії та діяльністю менеджерів і ради директорів.

Корпоративне управління слід відрізняти від менеджменту. Для корпоративного управління головним є механізми, які слугують забезпеченню доброчесності, відповідальності та прозорості відносин між стейкхолдерами. Натомість, менеджмент являє собою практику і систему методів і моделей, спрямовану на управління діяльністю організації (підприємства). Отже, корпоративне управління за своїм ієрархічним статусом знаходиться на більш високому щаблі керівництва. І тільки на рівні стратегії функції корпоративного управління і менеджменту тісно перетинаються і накладаються,

оскільки вирішення стратегічних задач входить одночасно до складу як сфери менеджменту, так і корпоративного управління [1, с. 37].

Стратегічний фінансовий менеджмент має своєю головною метою пошук джерел нагромадження капіталу компанії і варіантів перерозподілу її фінансових ресурсів у найбільш прибуткові проекти [3, с. 114].

Слід також зазначити, що тема цього дослідження, крім стратегії, менеджменту і корпоративного управління, пов'язана з корпоративними фінансами. Крім того, підкреслимо, що в сфері менеджменту тема дослідження торкається насамперед фінансового менеджменту. Виходячи з цього, наведено схематичне зображення предметного поля фінансових аспектів корпоративного управління в системі зазначених науково-практичних сфер керівництва підприємством (рис. 1).

Правила корпоративного управління передусім стосуються крупних відкритих акціонерних товариств, акції яких є об'єктом купівлі-продажу на біржі. Водночас ці правила можуть бути застосовані в усіх компаніях, незалежно від їх розміру, організаційно-правової форми, кількості співвласників, структури власності або інших характеристик. Належна корпоративна практика може сприяти фінансовому успіху будь-якої компанії.

До основних функцій фінансів, на думку більшості вчених, можна віднести: розподільчу, контрольну, відтворювальну, стимулюючу і регулюючу. Проте в контексті фінансів організації можна виділити такі чотири специфічні функції: регулювання грошових потоків корпорації; формування капіталу, грошових потоків і фондів; використання капіталу, доходів і фондів; корпоративний і зовнішній контроль [4, с. 40].

Взаємодія фінансових функцій та їх прояви, які відбуваються в рамках системи корпоративного управління, представлені на рисунку 2.

Покращуючи корпоративне управління, компанія досягає більш високого рівня зрілості (рис. 3). А це в свою чергу приносить свої позитивні результати:

- знижується вартість (відсоткова ставка) залучення капіталу;
- зростає гудвіл компанії;
- спрощується доступ до ринків капіталу;
- збільшується фінансова ефективність діяльності компанії.

Якщо ж компанія не виконує вимог законодавства, рівень її корпоративного управління не може вважатись належним.

Рівень корпоративного управління рейтингового агентства Standard & Poor's (S&P Corporate Governance Score — CGS) вважається індикатором, що найбільш точно відображає корпоративне управління та відповідність його рівня певним стандартам [5, с. 75]. В якості такого стандарту прийняті Принципи корпоративного управління Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) [6]. Рівень корпоративного управління CGS розраховується за методологією, яка ґрунтується на аналітиці двох компонентів: рейтингу компанії та національного фонду [7, с. 44].

Отже, підхід S&P іде в певній гармонії з логікою, яка схематично ображена на рисунку 3: базовим рівнем корпоративного управління є відповідність вимогам законодавства (національний фон) і на цій основі формуються більш високі рівні зрілості, в залежності від ступеня розвиненості практики окремої оцінюваної компанії.

Одним з результатів належного корпоративного управління є висока репутація компанії. Покращення репутації компанії призводить до зростання гудвілу. З точки зору бухгалтерського обліку, гудвіл — це сума,

Рис. 2. Класифікація фінансових функцій та їх проявів, які відбуваються в рамках корпоративного управління

на яку ціна компанія перевищує справедливую вартість її матеріальних активів. Отже, вдале застосування фінансового інструментарію корпоративного управління, окрім іншого, дозволяє сформувати і наростити нематеріальну складову компанії.

Належне корпоративне управління передбачає "інтелектуальну чесність", а не просто дотримання правил і вимог. Капітал надходить компаніям, які застосовують саме такий тип управління на практиці [8, с. 27].

Міжнародна фінансова корпорація (IFC) звертає увагу на важливість наступної належної практики. Ключовим аспектом корпоративного є забезпечення притоку зовнішнього капіталу. Отже, корпоративне управління передбачає пошук способів, за допомогою яких можна заохотити потенційно зацікавлених осіб до здійснення інвестицій в компанію. Конкуренотоздатність і успіх діяльності компанії є результатом взаємодії різних осіб, які надають ресурси. Компанії мають усвідомлювати, що вклад стейкхолдерів є важливим для забезпечення конкурентоздатності і рентабельності. З цієї причини посилення взаємовигідного співробітництва із зацікавленими особами відповідає довгостроковим інтересам компанії. Отже, система корпоративного управління має бути побудована на основі ідеї, що компанії слід визнавати інтереси

си зацікавлених осіб та їх вклад у довгостроковий успіх [1, с. 32].

Корпоративні конфлікти є результатом існування самої корпоративної форми власності, оскільки вона є передумовою утворення двох груп зацікавлених суб'єктів, інтереси яких потребують збалансування. Першою групою є безпосередньо самі власники (акціонери) компанії, які переслідують такі цілі, як покращення добробуту та позитивного результату компанії на ринку у довгостроковій перспективі. Інша група представлена менеджерами різних ланок, що мають на меті отримання гідної оплати за свою роботу, та зосереджені на досягненні стратегічних, тактичних і оперативних цілей діяльності організації [9, с. 112].

Покращення практики корпоративного управління компанії мінімізує моральний ризик (moral hazard) — знижується можливість проявів шахрайства з боку посадових осіб компанії та ймовірність укладення ними угод, які є корисними особисто для них, але не для акціонерів і бізнесу.

"Востанні десятиріччя в різних країнах з'явилися так звані кодекси корпоративного управління — зведень добровільно прийнятих стандартів та внутрішніх норм, що встановлюють і регулюють порядок корпоративних відносин.

У країнах із найрозвиненішими ринками капіталу (Великобританія, США, Канада) кодекси корпоративного управління з'явилися на початку 1990-х років. Вони регулювали практику корпоративної поведінки, зокрема питання забезпечення прав акціонерів і підзвітності керівництва компанії.

Найдосконалішими і найвідомішими стандартами національного рівня є:

Рис. 3. Схематичне зображення фінансових результатів, які досягаються завдяки підвищенню рівня зрілості корпоративного управління

Джерело: на основі [3], IFC.

Рис. 4. Схематичне зображення тенденцій зміни ступеня фінансових ризиків та надійності захисту інвестицій

Джерело: на основі [16].

— Кодекс Кедбері, сформований Комітетом під керівництвом Адріана Кедбері, Радою інформації, Лондонською фондовою біржею і професійною спілкою бухгалтерських службовців у 1991 р. у Великобританії.

— Кодекс найкращої практики для німецького корпоративного управління, підготовлений Німецькою групою з корпоративного управління у січні 2000 р.

У різних країнах кодекси корпоративного управління мають неоднаковий правовий статус. В одних він є частиною загального пакета обов'язкових умов, яких повинні дотримуватись компанії для того, щоб їх цінні папери продавались на біржі. В інших кодекс є документом, який має винятково рекомендаційний характер і не пов'язаний з будь-якими обов'язковими вимогами. За останні роки кодекси корпоративної поведінки створені як в країнах з найбільш розвинутими ринками капіталу, так і в країнах з перехідною економікою" [10, с. 40].

В Україні правила корпоративного управління носять рекомендаційний характер.

Головним стимулом щодо дотримання зазначених правил товариствами є економічна доцільність та об'єктивно існуючі вимоги ринку щодо залучення інвестицій [11, с. 87].

Рекомендації з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України (далі — Рекомендації) адресовані перш за все відкритим акціонерним товариствам, а також закритим акціонерним товариствам з великою кількістю розпорошених акціонерів.

Рекомендації базуються на досвіді економічно розвинутих країн, Принципах корпоративного управління, ухвалених Організацією економічного співробітництва та розвитку, а також на практиці діяльності акціонерних товариств в Україні. У той же час Рекомендації

цілком узгоджуються з вимогами чинного законодавства.

Найкраща практика корпоративного управління передбачає своєчасне та повне розкриття акціонерним товариством суттєвої інформації, включаючи інформацію про фінансовий стан, результати діяльності, значні угоди, реорганізацію, власників та управління [12].

Громадське регулювання і контроль за корпоративним управлінням в Україні забезпечує громадська організація "Спілка акціонерів України", до обов'язків якої входить захист прав акціонерів та інвесторів, формування довіри до акціонерної форми власності, підвищення професіоналізму в управлінні акціонерним капіталом та ефективність акціонерного капіталу [13, с. 68].

Водночас експерти підкреслюють, що в реальності українська модель корпоративного управління є недостатньо розвинутою. Спостерігається значна кількість запозичень принципів та базису різних моделей. Очевидною є наявність ознак як аутсайдерської моделі (відносно розпорошена власність, нерозвинений фондовий ринок), так і інсайдерської моделі (тенденції до зростання концентрації власності, становлення елементів інсайдерського контролю, впровадження схем перехресного володіння акціями та формування складних корпоративних структур різного типу) [14, с. 292].

Для визначення рівня ризикованості інвестування в ту чи іншу корпорацію можна скористатись методологією Рейтингового агентства "Кредит-Рейтинг". Згідно з цією методологією, корпоративне управління може бути на одному з п'яти рівнів (A, B, C, D або E) та мати один з чотирьох прогнозів динаміки зміни рейтингу (стабільний, позитивний, негативний, у розвитку/нестабільний) [15, с. 8]. Відповідно до цього можна відобразити тенденції зміни ризику та зміни надійності захисту інвестицій (рис. 4).

Відповідно до зазначеного підходу, найвищим є рейтинг рівня A, найнижчим — рейтинг рівня E. Рівень рейтингу корпоративного управління A характеризується мінімальними ризиками, рівень B — незначними, рівень C — помірними, рівень D — значними, рівень E — дуже високими. Практичне застосування цього підходу наведено в основній частині цього дослідження.

Недостатньо вирішеними частинами загальної наукової проблеми є окреслення кластера ключових сучасних викликів, які стоять перед корпораціями в сфері фінансів, і розробка ефективних моделей їх комплексного розв'язання.

МЕТА СТАТТІ

Мета роботи — запропонувати синергетичну модель вирішення проблем у сфері фінансів корпоративного управління, які сьогодні є найбільш актуальними в діяльності вітчизняних компаній.

Для досягнення цієї мети дослідження має такі завдання:

визначити сутність фінансових аспектів корпоративного управління та їх місце в системі відповідних сфер діяльності компаній;

охарактеризувати функції фінансів корпоративного управління та фінансові результати від підвищення рівня зрілості керівництва корпорацією;

проаналізувати сучасний стан фінансової проєкції корпоративного управління в практиці українських компаній;

визначити ключові проблеми та основні стратегічні задачі застосування фінансового інструментарію корпоративного управління в Україні;

створити синергетичну процедуру розв'язання ключових проблем і відповідну концептуальну фінансово-математичну модель;

проілюструвати дію пропонованої концептуальної моделі на наочному бізнес-кейсі, що розкриває доцільність її широкого впровадження в практику.

У ході дослідження були застосовані наступні методи:

аналіз, синтез, індукція, дедукція (для визначення сутності та функцій фінансового інструментарію корпоративного управління);

спостереження, порівняння, узагальнення кращої практики (для виявлення ключових проблем щодо фінансів в сфері корпоративного управління та для формування синергетичного підходу до вирішення проблем);

моделювання, формалізація, модель Свенссона, методологія аналізу "вигоди-витрати" (для створення концептуальної моделі належного обґрунтування параметрів залучення інвестиційних коштів у корпоративні проєкти).

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Чітке дотримання стандартів належного корпоративного управління сприяє покращенню процесів прийняття рішень. Це в свою чергу підвищує ефективність фінансової діяльності підприємства. Належне корпоративне управління має проєкцію раціоналізації бізнес-процесів компанії, що надає можливості створювати і застосовувати більш ефективні моделі залучення капіталу.

Термін "поведінкові фінанси" зазвичай використовують для пояснення поведінки інвесторів під час прийняття рішень про об'єкт інвестування на фінансовому ринку [17, с. 4].

Ефект "поведінкових фінансів" проявляється в тому, що при виникненні певної інвестиційної пропозиції на ринку, одні інвестори вважають доцільним вкласти свої кошти в цей проєкт, а інші, навпаки, вважають для себе таку інвестицію непривабливою. Отже, проєкт формально є абсолютно однаковим для всіх, проте кожен суб'єкт сприймає перспективи відповідних інвестицій по-своєму. Відбувається така різна поведінка інвесторів передусім через різне ставлення окремих осіб до ризиків. Якщо частина з них (інвестори-оптимісти) бачать насамперед позитивні можливості проєкту, то інша частина (інвестори-песимісти) налаштовані недовіркою, передусім побоюючись ймовірності негативного розвитку подій (в тому числі, обману). І різниця в поведінці зазначених двох груп інвесторів є тим більш значущою, чим менш обґрунтованим і прозорим є проєкт.

Варто також підкреслити, що інвесторів-песимістів зазвичай більше, ніж інвесторів-оптимістів. Можна навіть сказати, що інвестори-песимісти складають переважну більшість. Таким чином, знижуючи ступінь невизначеності по проєкту, підвищуючи достовірність обґрунтування умов інвестиційної або кредитної пропозиції, покращуючи ділову репутацію компанії можна досягти значного зростання числа охочих вкласти свої кошти у відповідний бізнес. Адже це є певним засобом захисту інвестицій.

Отже, для того щоб успішно заохотити інвесторів і кредиторів, треба достовірно, прозоро і доброчесно об-

ґрунтувати дохідність того чи іншого інструменту залучення коштів в компанію. Саме це і є ключовим засобом реалізації фінансової місії корпоративного управління. В Україні сьогодні найбільш перспективним інструментом залучення зовнішнього капіталу в компанію є корпоративні облігації.

У контексті "поведінкових фінансів" слід також зазначити, що одні суб'єкти більш налаштовані вкладати кошти в акції (що підвищує ступінь невизначеності, але надає можливість більшого контролю за діяльністю компанії), а інші — в кредитні інструменти (що надає більшу гарантованість отримання доходів, але створює обмеження щодо впливу на хід подій). Отже, для того щоб розширити коло осіб, які можуть бути зацікавлені у вкладенні коштів в компанію, можна скористатись можливостями конвертованих облігацій. В такий спосіб проєкт може привабити як прихильників кредитних інструментів, так і прихильників акцій.

Як зазначає IFC [1, с. 32], найважливішим аспектом корпоративного управління є забезпечення припливу зовнішнього капіталу в компанію. Якщо такий приплив у сучасних умовах є суттєвим, то це свідчить про те, що компанія є конкурентоздатною, лідирує в інноваційних технологіях, корпоративному управлінні та динамічно розвивається, зростає. В такому випадку вартість акцій компанії буде закономірно зростати, а отже, виконуватиметься задача менеджерів по максимізації достатку власників фірми. Таким чином, можна говорити про те, що у цій компанії проблема "принципал — агент" є ефективно вирішеною.

Основними формами припливу зовнішнього капіталу в компанію є емісія акцій (простих та/або привілейованих), банківський кредит і випуск корпоративних облігацій. Водночас емісія акцій може розглядатись вже наявними акціонерами компанії далеко не найкращою альтернативою через ряд причин. Нова емісія акцій може призвести до "розмивання" власності і зменшення впливу існуючих акціонерів на прийняття рішень. Крім того, цей підхід не дає можливості скористатись перевагами левериджу (фінансового важеля). Якщо ж компанія застосовує креативні підходи і розпочинає інноваційні проєкти, то виграш від левериджу може бути суттєвим. Завжди привабливо ідея підвищити свій добробут за рахунок доброчесного залучення коштів "сторонніх" осіб. Отже, коли в структурі капіталу компанії довгострокові запозичення знаходяться на мінімальному рівні, то це свідчить про те, що корпоративне управління не використовує всього можливого потенціалу задоволення кращих інтересів власників фірми.

З іншого боку, проблеми із залученням позикового капіталу в корпорації і відповідні завищені процентні ставки є серед основних економічних загроз в Україні. Бізнес вже звик до того, що навіть підготвавши реально привабливий проєкт, розробивши детальний і переконливий бізнес-план і наважившись на проходження всіх складних процедур, розраховувати на отримання банківського кредиту важко. Ті ж, кому вдалось отримати кредит, потім потерпають від завищеної вартості (процентних ставок) позик. Скористатись позитивними можливостями левериджу в умовах турбулентності зазвичай не вдається. Більше того, у разі виникнення певних тимчасових проблем з обслуговуванням кредиту, компанія ризикує втратити частину своєї господарської незалежності — банк починає втручатись в різноманітні бізнес-процеси фірми.

Водночас і самі українські банки не розглядають кредити в корпоративний сектор як свій пріоритет. Натомість, пріоритетом кредитування банками економіки України є ОВДП. Ця тенденція спостерігається вже десятиріччями. А отже, навіть самі ключові кредитори (банки) своєю практикою настановлюють на висновок, що вітчизняним компаніям варто в сучасних умовах передусім покладатися на інший кредитний інструмент — облігації. Проблема тут полягає лише у тому, як засто-

Рис. 5. Ключові проблеми та стратегічні задачі у ланці "корпоративне управління – фінанси"

совуючи кращі стандарти і моделі, компанії можуть переконати потенційних інвесторів придбати свої корпоративні облігації.

Отже, корпорації в Україні часто не в змозі або не бажають залучати довгострокові банківські кредити і ведуть діяльність, передусім, на основі формування і обігу капіталу власників.

Схематично ключові проблеми та стратегічні задачі у сфері фінансів корпоративного управління, які є на сьогодні найбільш актуальними в Україні, наведено на рисунку 5.

Належне корпоративне управління базується на принципах прозорості, доступності, ефективності, своєчасності, повноти і достовірності інформації. Отже, якщо потенційним інвесторам надати інформацію щодо дохідності вкладення коштів в проєкт, яка найкращим чином відповідатиме вищезазначеним принципам, то можливість залучення нового капіталу збільшується. Інвестори часто вважають практику корпоративного управління одним з ключових факторів під час прийняття інвестиційних рішень. Одним із пояснень цього може слугувати аргумент, що чим кращою є практика корпоративного управління, тим більшою є впевненість у тому, що капітал використовується в інтересах акціонерів і кредиторів, а не розкрадається менеджерами або використовується ними неналежним чином.

У фокусі фінансових аспектів корпоративного управління є пошук найбільш вигідних джерел фінансування і залучення відповідного капіталу в діяльність корпорації так, щоб це було, насамперед, у найкращих інтересах власників компанії, і крім того, з урахуванням всіх справедливих вимог і очікувань з боку нових інвесторів і кредиторів.

Випуск корпоративних облігацій є більш зручним і вигідним шляхом залучення довготермінових позикових коштів (порівняно з банківськими кредитами) [18, с. 4] через те, що він:

- Надає можливість залучати кошти одночасно багатьох і різних кредиторів. Таким чином не виникає зайвого ризику втрати незалежності компанії. Коло потенційних інвесторів є майже необмеженим і включає окремих фізичних осіб, різноманітних суб'єктів колективного інвестування, банки, пенсійні фонди, страхові фонди тощо. Отже, цей інструмент надає можливість не попасти під невинуватий тиск з боку одного чи двох крупних кредиторів.

- Дозволяє в повній мірі скористатись потенціалом інфраструктури фондового ринку.

- Дозволяє формувати максимально широку публічну кредитну історію емітента. Це сприяє зниженню вартості позикових ресурсів у майбутньому. Крім того, це може надати компанії можливість успішного виходу на міжнародні ринки капіталу.

Якщо прозоро і аргументовано обґрунтувати, з одного боку, ефективність інвестиційного проєкту (на здійснення якого компанія залучає фінансові ресурси), а з іншого боку, рівень пропонованої дохідності застосованого інструменту (в цьому кейсі — корпоративних облігацій), то це допоможе переконати потенційних інвесторів здійснити відповідні капіталовкладення.

В якості "зразка" методу обґрунтування справедливої дохідності корпоративних облігацій можна використати модель Свенссона, яка добре зарекомендувала себе в практиці ОВДП. 26 березня 2019 р. НБУ своїм наказом № 137-но затвердив параметричні моделі для розрахунку базових кривих безкупонної дохідності [19]:

"...з метою вдосконалення підходів до визначення справедливої вартості цінних паперів ... затвердити такі параметричні моделі для розрахунку базових кривих безкупонної дохідності за групами державних облігацій: група гривневих облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) — модель Свенссона".

Модель Нельсона-Зігеля-Свенссона (NSS) є параметричною процедурою, яка на основі статистичних даних визначає динаміку дохідності (процентної ставки) в залежності від терміну запозичення коштів. Фінансовий ринок кожної країни має свій характерний графік залежності дохідності від тривалості запозичення, і цей графік дуже сильно корелює з відповідною "згладженою" кривою NSS [20].

Модель NSS виникла в результаті того, що в формулу Нельсона-Зігеля шведським вченим Свенссоном було додано третій доданок. Цей підхід часто скорочено називають моделлю Свенссона і застосовують для побудови кривої безкупонної дохідності (тобто в ролі процентної ставки виступає безкупонна або спот-ставка) [21].

Як зазначено на офіційному урядовому сайті [16], крива безкупонної дохідності, побудована за гривневими ОВДП (модель Свенссона), має наступний вигляд (рис. 6).

Ще одним з найбільш суттєвих чинників, що сприяють підвищенню інвестиційної привабливості підприємства, є розробка концепцій перспективних проєктів [22, с. 50].

З метою створення синергетичної моделі вирішення проблем в фінансовій сфері корпоративного управління був застосований базовий підхід Методології управління проєктами і програмами інноваційного розвитку підприємств (Project & Program Management for Enterprise Innovation — P2M) [23]. Згідно з P2M, матриця створення цінності є управлінським каркасом (frameworks) [24, с. 49]. Отже, для формування реальної здатності фінансового розвитку корпоративного бізнесу необхідно побудувати модель, яка є управлінським каркасом в системі процесів стратегічного забезпечення успіху місії компанії.

Рис. 6. Модель Свенссона: крива залежності спот-ставки від строку погашення гривневих ОВДП

Джерело: відповідно до [16].

Пропонована модель вирішує три ключові проблеми (ризик втрати компанією бізнес-незалежності, проблему "принципал — агент", залучення зовнішнього капіталу в компанію) і дві стратегічні задачі (зростання ринкової ціни акцій компанії, підвищення гудвілу компанії) (див. рис. 7).

Пропонована модель вирішення ключових проблем і стратегічних задач у сфері "корпоративне управління — фінанси" має такі основні параметри:

механізм — синергія низки заходів у кращих інтересах акціонерів та інших стейкхолдерів;

метод — стратегія залучення зовнішніх інвестицій в компанію;

тригер — високоефективний проєкт (бажано — інноваційний);

інструмент — корпоративні облигації зі справедливим рівнем доходності та правом обміняти визначену частину з них на акції (крім того, акціонери і менеджери мають першочергове право на покупку частини цих облигацій).

Проілюструємо застосування пропонованої концептуальної моделі синергетичної відповіді на зазначені ключові фінансово-корпоративні виклики (див. рис. 5 і 7) на бізнес-кейсі. В якості тригера впровадження моделі, компанія розробляє проєкт, який має три сценарії прогнозу руху грошових коштів (табл. 1). Відповідно до результатів розрахунків, внутрішня ставка окупності проєкту (IRR), за песимістичним сценарієм становить 12,19%, за середньо-очікуваним сценарієм — 14,63%, а за оптимістичним сценарієм — 16,84%.

Крім того, згідно з прогнозними маркетинговими оцінками, ймовірність песимістичного сценарію становить 30%, середньо-очікуваного сценарію — 50%, а оптимістичного сценарію — 20%.

Відповідно, очікувана внутрішня ставка окупності (EIRR) по проєкту становить:

$$EIRR = 12,19\% \times 0,3 + 14,63\% \times 0,5 + 16,84\% \times 0,2 = 14,34\% \quad (1).$$

Згідно з графіком, побудованим по моделі Свенссона (рис. 6), спот-ставка при залученні позикових коштів на термін 6 років дорівнює приблизно 11%. Ця ставка відображає загальний фінансово-економічний фон у державі.

Для визначення рівня ризику, специфічного для певної корпорації можна скористатись схемою, яка представлена на рисунку 4. Оскільки досліджувана в цьому кейсі компанія має рейтинг В і позитивний прогноз його динаміки, то відповідний додатковий ризик по підприємству може бути оцінений в 1%. Отже, враховуючи специфічні корпоративні ризики, справедлива ставка по корпоративним безкупонним облигаціям з терміном погашення 6 років може бути визначена на рівні $11 + 1 = 12\%$ річних. Майбутня вартість інвестиційних витрат 125 000 тис. грн через

6 років при 12% річних становить 246 728 тис. грн. Таким чином, за пропонованою моделлю, на потреби проєкту має бути здійснена емісія 246 728 корпоративних облигацій номінальною вартістю 1000 грн кожна.

Для додаткового заохочення потенційних інвесторів, корпоративні облигації, згідно з проспектом емісії, будуть продаватись парами: одна звичайна плюс одна конвертована. Отже, має бути випущено 123 364 звичайних облигацій і стільки ж конвертованих.

Задля подальшого пом'якшення проблеми "принципал-агент", акціонери і працівники компанії будуть мати переважне право на купівлю 12 336 пар корпоративних облигацій (в нашому кейсі 10% від їх загальної кількості).

Для визначення потенціалу левериджу слід зазначити, що процентний вигравш по капіталізації в рамках цього проєкту по песимістичному сценарію становить 0,19% річних, по середньому сценарію — 2,63% річних, по оптимістичному сценарію — 4,84% річних. Очікуваний вигравш по відсотковому виміру капіталізації:

$$LIRR = 14,34 - 12 = 2,34\% \text{ річних} \quad (2).$$

Для визначення потенціалу левериджу в грошовому (гривневому) вимірі, розрахуємо очікувану чисту приведену вартість проєкту (ENPV). З урахуванням вартості грошей у часі на рівні справедливої доходності досліджуваних корпоративних облигацій (12%), приведена вартість грошових потоків має наступний вигляд (табл. 2).

Отже, відповідно до результатів розрахунків, чиста приведена вартість проєкту (NPV), за песимістичним сценарієм становить 685 тис. грн, за середнім сценарієм — 9 662 тис. грн, а за оптимістичним сценарієм — 17 945 тис. грн. Ці суми можна вважати потенціалом левериджу (по окремим сценаріям) в кращих інтересах власників корпоративних прав.

З урахуванням зазначених вище ймовірностей сценаріїв розвитку подій, очікувана чиста приведена вартість проєкту (EMPV) становить:

$$ENPV = 685 \times 0,3 + 9\,662 \times 0,5 + 17\,945 \times 0,2 = 8\,626 \text{ тис. грн} \quad (3).$$

Отже, по аналізованому проєкту очікуваний потенціал левериджу в грошовій формі становить 8 626 тис. грн.

ВИСНОВКИ

Комплекс фінансових аспектів корпоративного управління є найвищим щаблем економічного керівництва компанією, охоплюючи собою формування фінансової стратегії та її моніторинг, корпоративну підзвітність і нагляд, що визначають фінансові відносини між стейкхолдерами, фінансові рішення і контроль, виконавчий менеджмент на підприємстві.

У сучасних умовах діяльності бізнесу зростає конкуренція як на ринках споживачів, так і на фінансових

Рис. 7. Блок-схема пропонуваної моделі синергетичного вирішення ключових проблем і стратегічних задач у сфері "корпоративне управління — фінанси"

ринках. Компаніям, які дотримуються високих стандартів корпоративного управління, зазвичай вдається отримати запозичення на взаємовигідних умовах (у системі відносин "акціонер-компанія-кредитор"). Але компанії, що не застосовують належної фінансово-корпоративної практики, змушені або залучати кошти під завищені відсотки, або взагалі відмовлятися від реалізації проектів. Адже вартість залучення капіталу залежить від ризиків — чим вищим є ризик, тим вищими є витрати на залучення капіталу.

Ключовими проблемами у площині "корпоративне управління — фінанси" є проблема залучення зовнішнього капіталу в компанію, проблема "принципал-агент" і проблема ризику втрати компанією бізнес-незалежності; а головними стратегічними задачами — підвищення ринкової ціни акцій та зростання гудвілу підприємства.

Для залучення коштів компаніям слід широко застосовувати корпоративні облігації. Цей фінансовий інструмент в існуючих реаліях ведення бізнесу в Україні є більш привабливим, ніж отримання банківських кредитів, оскільки: надає можливість залучати кошти одночасно багатьох і різних кредиторів; допомагає уникнути невинного адміністративного тиску або фінансового контролю з боку одного чи двох крупних кредиторів; дозволяє в повній мірі скористатися потенціалом фінансової інфраструктури; допомагає формувати максимально широку публічну кредитну історію, що сприяє зниженню витрат на позикові ресурси в довгостроковій перспективі.

Пропонується концептуальна модель розв'язання кластеру трьох ключових проблем і досягнення двох головних стратегічних фінансових цілей корпоративного управління складається з таких блоків: підготовка проекту з високим IRR; обґрунтування дохідності корпоративних облігацій на основі моделі Свенссона; підго-

товка проспекту випуску корпоративних облігацій (в якому зазначено правило, що облігації подаються парами — одна звичайна плюс одна конвертована); крім того, акціонери і працівники мають першочергове право на купівлю певної частини облігацій; забезпечення покупки емітованих облігацій великою кількістю різних

Таблиця 1. Багатоваріантний прогноз руху грошових коштів за проектом

Рік	Чистий рух грошових коштів, тис. грн		
	Песимістичний сценарій	Середній сценарій	Оптимістичний сценарій
0	-125 000	-125 000	-125 000
1	28 000	30 000	32 000
2	30 500	33 000	35 000
3	31 500	34 000	36 000
4	31 000	33 000	35 000
5	30 000	32 000	35 000
6	34 000	36 000	37 000
IRR	12,19%	14,63%	16,84%

Таблиця 2. Приведений рух грошових коштів по проекту (за трьома сценаріями)

Рік	Коефіцієнт дисконтування, ставка 12% річних	Дисконтований чистий рух грошових коштів, тис. грн		
		Песимістичний сценарій	Середній сценарій	Оптимістичний сценарій
0	1,0000	-125 000	-125 000	-125 000
1	0,8929	25 000	26 786	28 571
2	0,7972	24 314	26 307	27 902
3	0,7118	22 421	24 201	25 624
4	0,6355	19 701	20 972	22 243
5	0,5674	17 023	18 158	19 860
6	0,5066	17 225	18 239	18 745
NPV	--	685	9 662	17 946

осіб; реалізація інвестиційного проекту корпорації; застосування механізму левериджу в кращих інтересах власників корпоративних прав.

Модель Свенссона може бути просто і наочно застосована для обґрунтування справедливої дохідності корпоративних облігацій (з доданням певної поправки на ризик, який притаманний відповідному підприємству). Ця модель вже довела свою доцільність і ефективність при визначенні спот-ставок в різних країнах (у тому числі, в Україні під час розрахунку базових кривих безкупонної дохідності гривневих облігацій внутрішніх державних позик).

Пропонована концептуальна модель синергетичного вирішення проблем і задач у сфері фінансового інструментарію корпоративного управління сприятиме формуванню реальної здатності інноваційного і стійкого розвитку підприємств в умовах сучасних викликів.

Пропонована концептуальна модель посилена економіко-математичним інструментарієм, який дозволяє на основі багатоваріантних прогнозів грошових коштів по проекту обчислити IRR і NPV за кожним сценарієм, а також EIRR і ENPV (з урахуванням відповідного ступеня невизначеності), розрахувати потрібну номінальну вартість і кількість корпоративних облігацій, потенціал левериджу по проекту як у процентній, так і в грошовій формі.

Пропонована концептуальна модель у комплексі з апробованим математичним апаратом є доцільною для широкого застосування в корпоративному бізнесі.

Література

1. Международная финансовая корпорация и Министерство торговли США. Пособие по корпоративному управлению: В 6 т. — М.: "Альпина Бизнес Букс", 2004. Т. 1: Ч. I. Введение в корпоративное управление. — 2004 г. — 93 с. — Режим доступа: <https://documents.worldbank.org/curated/pdf>
2. Принципы корпоративного управления ОЭСР. — 2004 г. — Режим доступа: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj70-jf1oTwAhVCwAIHHZnqBEgQFjAAegQIBBAD&url=https%3A%2F%2Fwww.oecd.org%2Fdata%2Fca%2Fcorporategovernanceprinciples%2F32159669.pdf&usg=AOvVaw0TATAI9l1LWaxH-cSI3eJe>
3. Козирева О.В. Конспект лекцій з дисципліни Корпоративне управління для здобувачів другого (магістерського) рівня вищої освіти за освітньо-професійною програмою Менеджмент організацій і адміністрування (за видами економічної діяльності) / О.В. Козирева. — Х.: НФаУ, 2018. — 295 с.
4. Зайцев В.Ю. Финансы корпораций: теоретический и методологический аспект / В.Ю. Зайцев, Ю.И. Федчишин // Экономика, статистика и информатика. — 2015. — № 5. — С. 39—45.
5. Леонов Д. Индекс корпоративного управления в Украине: методологические засады обчисления / Д. Леонов, М. Бурмака, М. Юрса // Рынок ценных паперів України. — 2007. — № 7 — 8. — С. 73—86.
6. Принципы корпоративного управления ОЭСР // Міжнародні та національні стандарти корпоративного управління (збірник індексів та принципів). — Міжнародна фінансова корпорація член групи Світового банку, Проект "Корпоративний розвиток в Україні" — К., 2002. — 247 с.
7. Литвинчук І.А. Використання світового досвіду корпоративного управління в аграрному секторі економіки України / І.А. Литвинчук // АГРОІНКОМ. — 2008. — №5—6. — С. 43 — 46.
8. International Finance Corporation. (2019). SME Governance Guidebook. — Режим доступа: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resources/guidelines_reviews+and+case+studies/sme+governance+guidebook

9. Горгачова М.І. Вартісно-орієнтоване управління в системі корпоративного управління компанією / М.І. Горгачова, О.М. Ковальова, Г.М. Коцюрубенко // Економіка та держава — 2020. — № 5. — С. 111—115.

10. Шкільняк М.М. Навчально-методичний комплекс з дисципліни "Корпоративне управління" для студентів освітнього ступеню "Магістр" спеціальності "Адміністративний менеджмент" / М.М. Шкільняк, О.З. Апостолок. — Тернопіль, 2016. — 170 с.

11. Навчальний посібник до вивчення дисципліни "Корпоративне управління" для студентів спеціальності 8(7).03060101 "Менеджмент організацій і адміністрування" освітньо-кваліфікаційного рівня магістр (спеціаліст) / Уклад.: А.Є. Довгань, І.П. Малик, М.В. Шкробот. — К.: НТУУ "КПІ", 2016. — 371 с.

12. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 02.06.2002 р. № 190 "Про погодження Рекомендацій з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України". — Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr190312-02#Text>

13. Заєць Т.О. Моделі та механізми корпоративного управління в Україні / Заєць Т.О. // Інвестиції: практика та досвід — 2010. — № 11. — С. 65—68.

14. Романюк В.М. Еволюція розвитку моделей корпоративного управління в умовах конкуренції / В.М. Романюк // Бізнесінформ. — 2015. — № 7. — С. 288—294.

15. Методологія оцінки рівня корпоративного управління. Рейтингове агентство Credit rating. URL: https://www.credit-rating.ua/img/RCG_method

16. Національний банк України. Справедлива вартість ОБДП та коригуючі коефіцієнти. — Режим доступу: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=8096610

17. Кравченко О.О. Поведінкові аспекти управління корпоративними фінансами / О.О. Кравченко, В.В. Приймук // Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" — 2019. — № 10. — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=7305>

18. Дзусова С.С. Финансовые аспекты корпоративного управления / С.С. Дзусова // Аудит и финансовый анализ — 2010. — № 2. — С. 276—280.

19. Наказ НБУ від 26.03.2019 № 137-но "Про затвердження параметричних моделей для розрахунку базових кривих без купонної дохідності". — Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vn137500-19#n8>

20. Garcia M. T. M. A cross-sectional application of the Nelson-Siegel-Svensson model to several negative yield cases / Garcia Carvalho // Cogent Economics and Finance — 2019. — № 7. — Режим доступу: <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1582319>

21. Башенов С.В. Параметрическая иммунизация процентного риска на основе моделей срочной структуры процентных ставок / С.В. Башенов, В.А. Лапшин // Экономический журнал ВШЭ. — 2019. — Т. 23, № 1. — С. 9—31.

22. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження; Монографія / Т.В. Момот. — Харків: ХНАМГ, 2006. — 380 с.

23. P2M (Project & Program Management for Enterprise Innovation) Guidebook. — Project Management Association of Japan, 2008.

24. Бугров О.В. Застосування логіки P2M в логістичних проектах / О.В. Бугров, О.О. Бугрова // Інвестиції: практика та досвід. — 2011. — № 6. — С. 48—51.

References:

1. International Finance Corporation and US Department of Commerce. (2004), Posobie po korporativnomu upravleniju: V 6t. [Corporate Governance Manual: In 6 volumes], t. 1: Chast' I. Vvedenie v korporativnoe upravlenie [V. 1: Part I. Introduction to corporate governance], Al'pina Biznes Buks, Moscow, Russia.

2. OECD (2004), "OECD Principles of Corporate Governance", Available at: <https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwj70-jf1oTwAhVCwAIHHZnq-BEgQFjAAegQIBBAD&url=https%3A%2F%2Fwww.oecd.org%2Fdaf%2Fca%2Fcorporategovernanceprinciples%2F32159669.pdf&usq=AOvVaw0TATAI91ILWaxHCi3eJe> (Accessed 05 May 2021).

3. Kozyreva, O.V. (2018), *Konspekt leksij z dysypliny Korporatyvne upravlinnia dla zdobuvachiv druho (mahistr's'koho) rivnia vyschoi osvity za osvith'o-profesijnoi prohramoju Menedzhment orhanizatsij i administruvannia (za vydamy ekonomichnoi diial'nosti)* [Lecture notes on the discipline Corporate Governance for applicants for the second (master's) level of higher education in the educational-professional program Management of Organizations and Administration (by types of economic activities)], National University of Pharmacy, Kharkiv, Ukraine.

4. Zaitsev, V.Yu. and Fedchishin, Yu.I. (2015), "Corporate finance: theoretical and methodological aspect", *Economics, statistics and informatics*, vol. 5, pp. 39–45.

5. Leonov, D. Burmaka, M. and Yursa, M. (2007), "Index of corporate governance in Ukraine: methodological principles of calculation", *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy*, vol. 7–8, pp. 73–86.

6. International Finance Corporation (2002), *Pryntsypy korporatyvnogo upravlinnia OESR. Mizhnarodni ta natsional'nistandarty korporatyvnogo upravlinnia (zbirnyk indeksiv ta pryntsypiv)* [Principles of OECD corporate governance. International and national standards of corporate governance (collection of indices and principles)], Kyiv, Ukraine.

7. Litvinchuk, I.L. (2008), "The use of world experience of corporate governance in the agricultural sector of the economy of Ukraine", *AGROINKOM*, vol. 5–6, pp. 43–46.

8. International Finance Corporation (2019), "SME Governance Guidebook", available at: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/ifc+cg/resources/guidelines_reviews+-and+case+studies/sme+governance+guidebook (Accessed 05 May 2021).

9. Iorhachova, M. I. Koval'ova, O. M. and Kotsiurubenko H. M. (2020), "Value-oriented management in the system of corporate governance of the company", *Ekonomika ta derzhava*, vol. 5, pp. 111–115.

10. Shkilnyak, M.M. and Apostolyuk, O.Z. (2016), *Navchal'no-metodychnyj kompleks z dysypliny "Korporatyvne upravlinnia" dla studentiv osvith'oho stupeniu "Mahistr" spetsial'nosti "Administratyvnyj menedzhment"* [Educational and methodical complex on the subject "Corporate Governance" for students of educational degree "Master" specialty "Administrative Management"], Ternopil, Ukraine.

11. Dovgan, L.Ye. Malik, I.P. and Shkrobot, M.V. (2016), *Navchal'nyj posibnyk do vyvchennia dysypliny "Korporatyvne upravlinnia" dla studentiv spetsial'nosti 8(7).03060101 "Menedzhment orhanizatsij i administruvannia" osvith'o-kvalifikatsijnoho rivnia mahistr (spetsialist)* [Textbook for studying the discipline "Corporate Governance" for students majoring in 8 (7).03060101 "Management of organizations and administration" educational qualification level master (specialist)], NTUU "KPI", Kyiv, Ukraine.

12. The State commission on securities and stock market (2002), "Recommendations on best management practices for joint stock companies of Ukraine", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr190312-02#Text>

13. Zayets, T.O. (2010), "Models and mechanisms of corporate governance in Ukraine", *Investysii: praktyka ta dosvid*, vol. 11, pp. 65–68.

14. Romanyuk, V.M. (2015), "Evolution of development of models of corporate management in the conditions of competition", *Businessinform*, vol. 7, pp. 288–294.

15. Rating agency Credit rating (2021), "Methodology for assessing the level of corporate governance", available at: https://www.credit-rating.ua/img>RCG_method (Accessed 05 May 2021).

16. National Bank of Ukraine (2021), "Fair value of OVDP and adjustment factors", available at: https://old.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?show=Hidden=1&art_id=8096610 (Accessed 05 May 2021).

17. Kravchenko, O. O. and Priymuk, V. V. (2019), "Behavioral aspects of corporate finance management", *Elektronne naukove fakhove vydannia "Efektyvna ekonomika"*, vol. 10, available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=7305> (Accessed 05 May 2021).

18. Dzusova, S.S. (2010), "Financial aspects of corporate governance", *Audyty finansovij analiz*, vol. 2, pp. 276–280.

19. The National Bank of Ukraine (2019), "On approval of parametric models for calculation of base curves without coupon yield", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vn137500-19#n8> (Accessed 05 May 2021).

20. Garcia, M. T. M. and Carvalho, V. H. F. (2019), "A cross-sectional application of the Nelson-Siegel-Svensson model to several negative yield cases", *Cogent Economics and Finance*, vol. 7. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1582319>

21. Bashenov, S.V. and Lapshyn, V.A. (2019), "Parametric immunization of interest rate risk based on models of urgent interest rate structure", *HSE Economic Journal*, vol. 1, pp. 9–31.

22. Momot, T.V. (2006), *Vartisno-orientovane korporatyvne upravlinnia: vid teorii do praktychnoho vprovadzhennia; Monohrafiia [Cost-oriented corporate governance: from theory to practical implementation; Monograph]*, KhNAMH, Kharkiv, Ukraine.

23. Project Management Association of Japan (2008), *P2M (Project & Program Management for Enterprise Innovation) Guidebook*, Japan.

24. Bugrov, O.V. and Bugrova, O.O. (2011), "Application of P2M logic in logistics projects", *Investysii: praktyka ta dosvid*, vol. 6, pp. 48–51.

Стаття надійшла до редакції 11.05.2021 р.

www.dy.nayka.com.ua

Електронне фахове видання

**ДЕРЖАВНЕ УПРАВЛІННЯ
удосконалення та розвиток**

Виходить 12 разів на рік

**включено до переліку наукових фахових видань України
з питань ДЕРЖАВНОГО УПРАВЛІННЯ
(Категорія «Б»)**

**Наказ Міністерства освіти і науки України
від 28.12.2019 №1643**

Спеціальність 281

**e-mail: economy_2008@ukr.net
тел.: (044) 223-26-28, (044) 458-10-73**