

МІЖРЕГІОНАЛЬНА
АКАДЕМІЯ УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ



М. В. Грідчина

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ
(зарубіжний досвід і вітчизняна практика)

Навчальний посібник

2-ге видання, стереотипне

Київ 2002

ББК 65.290-93я73
Г83

Рецензенти: *В. В. Юхименко*, д-р екон. наук, проф.
К. В. Измайлова, канд. екон. наук, проф.

*Схвалено Вченою радою Міжрегіональної Академії
управління персоналом (протокол № 5 від 30.05.01)*

Грідчіна М. В.

Г83 Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посіб. — 2-ге вид., стереотип. — К.: МАУП, 2002. — 232 с.: іл. — Бібліогр.: с. 225–229.

ISBN 966-608-222-5

У посібнику викладено особливості організації та функціонування акціонерних товариств, фінансові аспекти розвитку акціонерної форми господарювання в Україні, механізм управління державними корпоративними правами. Розглянуто види корпоративних цінних паперів і операцій з ними на фондовому ринку; сучасний стан ринку цінних паперів України; форми державного регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів; особливості фінансової звітності акціонерних товариств; методи визначення фінансових показників. Проаналізовано теоретичні та практичні підходи до визначення вартості й структури капіталу корпорації.

Для студентів економічних спеціальностей, спеціалістів фінансово-економічних служб і керівників підприємств.

ББК 65.290-93я73

ISBN 966-608-222-5

- © М. В. Грідчіна, 2002
- © М. В. Грідчіна, 2002, стереотип.
- © Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП), 2002

ПЕРЕДМОВА

Ринкові перетворення в Україні супроводжуються швидким збільшенням кількості акціонерних товариств (АТ).

Нині в Україні налічується понад 35 тис. АТ, з яких майже 34 % є відкритими. Більшість з них створено у процесі приватизації. Приватизація державних підприємств шляхом їх корпоратизації перетворила акціонерну форму господарювання на провідну.

Разом з тим постала проблема забезпечення ефективного управління фінансами вітчизняних корпорацій. Оскільки корпоративні фінанси є складнішою системою, ніж фінанси підприємств інших організаційно-правових форм, вони потребують застосування спеціальних методів і прийомів управління.

Фінансовий менеджмент як система знань почав формуватися ще на початку ХХ ст. саме на тлі бурхливого розвитку АТ у промислово розвинених країнах. У західній літературі поняття “управління фінансами корпорацій” та “фінансовий менеджмент” є синонімами. Корпоративні фінанси — це система принципів, методів, засобів і форм організації відносин щодо формування, використання та розподілу грошових фондів і доходів АТ.

У зарубіжних вищих закладах освіти корпоративні фінанси як навчальна дисципліна охоплюють загальні теоретичні концепції функціонування ринків капіталу і практичні методи управління АТ.

З поширенням акціонерної форми господарювання в Україні на порядок денний постала потреба підготовки фахівців, обізнаних з досягненнями світової науки, практики управління фінансами корпорацій, а також з особливостями діяльності вітчизняних АТ.

Завдяки виданню в Україні підручників провідних зарубіжних вчених (С. Бріггема, С. Росса, Р. Брейлі, С. Майерса та ін.) з'явилася можливість ознайомитись із сучасними досягненнями світової науки про корпоративні фінанси. Проте використовуючи зарубіжний

досвід, необхідно враховувати специфіку законодавства, оподаткування, економічної ситуації в Україні.

У цьому посібнику узагальнюється практика функціонування вітчизняних АТ і можливості використання зарубіжного досвіду управління фінансами корпорацій в умовах України.

Оскільки обсяг посібника не дає змоги докладно розглянути всі необхідні для засвоєння корпоративних фінансів терміни і поняття, передбачається, що студенти вже отримали базові знання з основ фінансової діяльності та управління фінансами, опанувавши дисципліни “Економіка підприємства”, “Фінанси підприємств”, “Бухгалтерській облік”, “Фінансовий менеджмент”, “Ринок фінансових послуг”.

Розділ 3 автор написала разом з Н. Г. Яковлевою.

Розділ 1. ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАЦІЙ

1.1. Фінансові аспекти організації і реорганізації акціонерних товариств

Найпоширенішою формою організації підприємств є товариство з обмеженою відповідальністю (ТОВ). Різновидом цієї організаційно-правової форми є АТ, або корпорація.

Акціонерним є товариство, яке має статутний фонд, поділений на певну кількість акцій однакової номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями лише майном товариства. Акціонери відповідають за зобов'язаннями АТ у межах акцій, які мають. За кордоном синонімами поняття “акціонерне товариство” є “акціонерна компанія” та “корпорація”.

Акціонерні товариства виникли в період первісного нагромадження капіталу. Першими акціонерними компаніями були дві ост-індські компанії — голландська і англійська, засновані відповідно в 1600 і 1602 р. Першою російською акціонерною компанією вважається Російська в Константинополі торговельна компанія, заснована в 1757 р. Капітал цієї компанії складався з 200 акцій номінальною вартістю 500 рублів кожна. Одна половина акцій розподілялася між засновниками, а інша була виставлена на відкриту підписку для всіх бажаючих. За таким самим принципом згодом створювалися й інші російські АТ [24, с. 29].

Поява корпорацій була зумовлена розвитком великого промислового виробництва, що потребувало нових методів організації, управління і фінансування.

На американському континенті АТ почали виникати наприкінці XVIII ст. Ця форма підприємництва була запозичена з Англії. У XIX ст. корпорації у США дуже поширились. Компанію “Standart Oil” було створено в 1870 р. Засновниками її були брати Джон та Уільям Рокфеллери і ще три бізнесмени. На той час частка компанії Рокфеллерів не перевищувала 10 % у нафтопереробній промисловості країни, але вже в 1879 р. вона контролювала 90–95 % ринку, а її капітал збільшився з одного до 70 млн дол. США. У 1882 р. нафтова компанія “Standart Oil” стала першою монополією у промисловості й першою сучасною великою корпорацією. Діяльність цієї монополії спричинилася до необхідності розробки і прийняття у США антитрестівського закону. У 1990 р. корпорації у США виробляли 60 % національної промислової продукції.

Порядок створення і основні принципи функціонування корпорацій у **США** визначаються на рівні штатів. Корпорації поділяються на відкриті та закриті (акції останніх не можуть продаватися на відкритому ринку). Федеральна податкова система передбачає сплату податку на прибуток корпорації. Проте невеликі корпорації звільняються від цього податку, а їх прибуток розподіляється між акціонерами і зараховується до оподаткованого доходу акціонерів. Статус невеликої корпорації надається за таких умов:

- якщо корпорація є американською;
- акціонерів щонайбільше 35;
- акціонерами, як правило, є приватні особи;
- акціонери — виключно резиденти США;
- корпорація випускає один вид акцій.

У **Великій Британії** до АТ вживають термін “компанія”. Британські компанії створюються відповідно до законів про компанії 1948, 1967 та 1976 р. Зареєстровуються компанії в бюро реєстрації компаній. У Великій Британії існують приватні та публічні компанії. Приватне АТ аналогічне закритому і хоча й передбачає випуск акцій, проте без вільної підписки на них. Кількість учасників компанії — від двох до 50. Публічне АТ аналогічне відкритому, кількість акціонерів у ньому не може бути меншою семи.

У **Німеччині** у формі публічних АТ функціонують переважно великі підприємства, що потребують залучення акціонерного капіталу.

Більшість юридичних осіб зареєстровано як ТОВ, оскільки процедура їх заснування і державне регулювання діяльності більш спрощені, ніж для АТ. Для заснування АТ необхідно як мінімум 5 акціонерів і мінімальний статутний фонд 100 тис. марок (для ТОВ — 50 тис. марок).

У Франції існують дві основні форми комерційних підприємств (товариств) — з обмеженою відповідальністю і так звані анонімні. У ТОВ не повинно входити більш як 50 учасників, тому таку форму мають невеликі й середні підприємства з мінімальним статутним фондом 50 тис. франків. Анонімне товариство (аналогічне відкритому АТ) обирається для створення великих підприємств; його мінімальний статутний фонд — 250 тис. франків, мінімальна кількість акціонерів — 7.

В Італії до основних форм підприємств належать також ТОВ з мінімальним статутним фондом 20 млн лір і АТ з мінімальним статутним фондом 200 млн лір.

Отже, у більшості країн світу невеликі підприємства мають здебільшого форму ТОВ, великі — АТ.

До переваг акціонерного типу організації підприємницької діяльності, що дедалі більшою мірою поширюються у світі, належать такі:

- корпоративна форма, що дає змогу мобілізувати великі кошти шляхом реалізації акцій;
- забезпечення швидкого передання окремих інтересів власності, оскільки акції можна легко продати іншим особам;
- покладання відповідальності на акціонера лише в межах вкладеного ним капіталу;
- можливість використання коштів, отриманих завдяки продажу акцій, на будь-які потреби розвитку корпорації;
- публічна інформація про емітента може бути своєрідною рекламою продукції АТ, що забезпечуватиме збільшення обсягів реалізації продукції (виконання робіт, надання послуг);
- можливість ВАТ додатково стимулювати персонал, пропонуючи купівлю акцій на пільгових умовах або даючи менеджерам акції у вигляді премії; у такий спосіб підвищується зацікавленість службовців у поліпшенні фінансових результатів корпорації.

Поступово корпоративна форма господарювання стає провідною і в Україні: нині з існуючих 237 тис. господарських товариств

різних форм 198 тис. — це ТОВ, а 35,3 тис. — АТ, з них закритих — 66,4 %, відкритих — 33,6 %. У промисловості АТ становлять 70,7 % кількості підприємств недержавного сектора; вони виробляють понад 50 % загального обсягу продукції галузі. Проте аналіз ситуації, що склалася в Україні, засвідчує: перетворення державних підприємств у процесі приватизації на ВАТ і утворення в такий спосіб малих товариств з кількістю акціонерів менш як 100 фізичних осіб не завжди виправдані. Таких ВАТ нині налічується близько 25 %. Слід уникати крайнощів: недооцінювання акціонерної форми господарювання та її абсолютизації, перетворення її впровадження на модну кампанію. Що ж до суспільного аспекту, то створення ВАТ і ринку акцій має значення, найімовірніше, як засіб перерозподілу національного багатства у країні і переливання капіталу з галузі в галузь, ніж як засіб нагромадження капіталу. Адже досвід зарубіжних країн свідчить про те, що за рахунок емісії акцій фінансується відносно невелика частка капіталовкладень: у США — близько 7,5 %, в Японії — лише 0,7, у країнах Європи — у середньому 5 % [61, с. 54].

Невеликі вітчизняні товариства, перетворені на ВАТ, навряд чи зможуть скористатися можливістю залучення додаткового капіталу через фінансовий ринок, а от додаткових витрат (проведення загальних зборів, звітність перед Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, ведення реєстру акціонерів, організація виплати дивідендів тощо) через акціонування їм не уникнути, оскільки щодо організаційних витрат ВАТ є найдорожчою формою підприємництва. Тому вірогідно, що в подальшому частина невеликих ВАТ реорганізується у ТОВ.

В Україні діяльність АТ визначається Законом України “Про господарські товариства” [2]. Особливості функціонування АТ, створених у процесі приватизації, визначаються окремими законодавчими і нормативними актами. Нині приватизація державної власності у формі створення АТ є провідним напрямком ринкової трансформації економічних відносин в Україні. Існують два види АТ: відкриті та закриті. **Відкритим акціонерним є товариство**, акції якого можуть розповсюджуватися шляхом відкритої підписки та купівлі-продажу на біржах. **Закритим акціонерним є товариство**, акції якого розподіляються між засновниками і не можуть розповсюджуватися шляхом відкритої підписки, а також продаватися на біржі.

Закрите акціонерне товариство (ЗАТ) має право випускати лише іменні акції і може бути перетворене на ВАТ шляхом реєстрації акцій у порядку, передбаченому законодавством, і внесення змін до статуту товариства.

Розглянемо фінансові особливості створення і діяльності АТ.

Акціонерні товариства створюються шляхом заснування або реорганізації існуючої юридичної особи і діють на підставі установчого договору та статуту. Засновниками АТ можуть бути юридичні особи і громадяни. Для створення товариства їм необхідно підписатися на акції, провести установчі збори і здійснити державну реєстрацію АТ. Термін відкритої підписки не повинен перевищувати шести місяців. Конкретний термін підписки, а також інші основні відомості щодо створення АТ, зокрема розмір статутного фонду, номінальна вартість акції, кількість і види акцій тощо, зазначаються в повідомленні, яке публікують засновники. Статутний фонд АТ не повинен бути менший від суми, еквівалентної 1250 мінімальним заробітним платам (виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати, що діяла на момент створення АТ).

Вкладами у статутний фонд АТ можуть бути грошові кошти, будівлі, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності, цінні папери, права на користування землею, водою та іншими природними ресурсами, матеріальними цінностями, а також інші майнові права (у тому числі на інтелектуальну власність). Вклад, оцінений у гривнях, становить частку акціонера у статутному фонді. Порядок оцінки вкладів визначається в установчих документах АТ. Для формування статутного фонду АТ забороняється використовувати бюджетні кошти, а також кошти, одержані у кредит і під заставу.

Статутний фонд АТ може збільшуватись або зменшуватись. Товариство має право збільшити статутний фонд, якщо всі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче номінальної. Статутний фонд збільшується шляхом випуску нових акцій, обміну облігацій на акції або підвищення номінальної вартості акцій. Забороняється випускати акції для покриття збитків, пов'язаних з господарською діяльністю АТ. Зменшується статутний фонд шляхом зниження номінальної вартості акцій або їх кількості за рахунок викупу частини акцій з метою їх анулювання.

Рішення про збільшення або зменшення статутного фонду АТ приймається загальними зборами акціонерів або правлінням

товариства (при зміні статутного фонду не більш як на третину і якщо це передбачено статутом). Зміни у статутному фонді АТ обов'язково реєструє орган, який зареєстрував статут товариства.

Крім статутного фонду в АТ створюється резервний фонд у розмірі 25 % статутного. Резервний фонд формується шляхом обов'язкових щорічних відрахувань не менш як 5 % чистого прибутку до досягнення необхідного розміру. Зазначений фонд призначений для покриття збитків, а також погашення облігацій АТ.

Акціонерне товариство, що випускає іменні акції, повинно вести реєстр власників акцій. Якщо кількість акціонерів не перевищує 500, то емітент може вести реєстр самостійно, отримавши дозвіл на це у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Якщо власників іменних цінних паперів емітента понад 500, то емітент зобов'язаний доручити ведення реєстру реєстратору, уклавши з ним договір на ведення реєстру власників іменних цінних паперів. Такий договір емітент може укласти лише з одним реєстратором. Реєстратор — це юридична особа, що здійснює реєстраційну діяльність за дозволом ДКЦПФР на ведення реєстру іменних цінних паперів. Реєстратор не може бути номінальним держателем або власником іменних цінних паперів, реєстри яких він веде. У статутному фонді реєстратора частка емітента, систему реєстру якого веде цей реєстратор, не може перевищувати 10 %. Доступ до системи реєстру обмежується колом осіб, які мають право на цю інформацію. Такими особами є емітент, зареєстровані особи (акціонери) і державні органи в межах повноважень, наданих їм чинним законодавством. Емітент має право отримати інформацію, що міститься в системі реєстру, але не має права її розголошувати. Акціонер має право одержати інформацію, що міститься на його особовому рахунку, а також про всі зафіксовані в системі реєстру зміни і події, що стосуються цього акціонера та цінних паперів, що належать йому. Акціонер має також право одержати інформацію про викуплені емітентом цінні папери, але не має права отримати інформацію про інших акціонерів і про іменні цінні папери, належать їм. Доступ державних органів до системи реєстру здійснюється відповідно до чинного законодавства на підставі письмового запиту, підписаного керівником і засвідченого печаткою відповідного органу.

В Україні встановлено, що для захисту прав інвесторів, посилення контролю за діяльністю стратегічних підприємств та підприємств,

які займають монопольне становище на ринку, фірми-реєстратори зобов'язані подавати до ДКЦПФР інформацію про власників, що володіють більш як 10 % акцій емітента.

Діяльність АТ припиняється шляхом його реорганізації (злиття, приєднання, поділу, виокремлення, перетворення) або ліквідації. Рішення про припинення діяльності АТ у будь-якій формі є виключною компетенцією загальних зборів акціонерів; таке рішення має бути прийняте більшістю (3/4) голосів акціонерів, які беруть участь у зборах. Порядок реорганізації АТ визначається Положенням ДКЦПФР “Про порядок реєстрації випуску акцій та інформації про їх емісію під час реорганізації товариств” від 30.12.98 № 221. У цьому положенні роз'яснюються особливості й порядок реорганізації АТ. Згідно із законодавством України товариство, що зловживає своїм монопольним становищем на ринку, може бути реорганізоване також шляхом примусового поділу.

Існує кілька видів реорганізації АТ.

Злиття — утворення нового АТ шляхом передання йому всіх прав і обов'язків двох або кількох АТ з припиненням діяльності останніх. Акціонерні товариства, що беруть участь у злитті, укладають відповідну угоду, де визначаються порядок і умови злиття, а також порядок конвертації акцій кожного товариства в акції нового АТ. Правління товариств виносять на загальні збори акціонерів кожного АТ питання про реорганізацію у формі злиття та про затвердження угоди про злиття.

Приєднання — припинення діяльності одного або кількох АТ з переданням прав і обов'язків іншому товариству. Акціонерне товариство, що приєднується, і товариство, до якого це АТ приєднується, укладають відповідну угоду, де визначаються порядок і умови приєднання, а також порядок конвертації акцій товариства, що приєднується, в акції АТ, до якого воно приєднується.

Поділ — припинення діяльності АТ з переданням усіх його прав і обов'язків новоствореним товариствам відповідно до розподільного балансу і з визначенням порядку конвертації акцій АТ, що реорганізується, в акції товариства, що утворюється.

Виокремлення — створення одного або кількох товариств з переданням їм частини прав і обов'язків АТ, що реорганізується, без припинення діяльності останнього. При цьому складається баланс розподілу, визначаються порядок і умови виокремлення.

Перетворення — перетворення АТ на ТОВ або юридичну особу іншої організаційно-правової форми. До нової юридичної особи переходять права і обов'язки АТ, що перетворюється; вирішуються питання про порядок і умови перетворення, порядок обміну акцій на вклади або паї.

Ліквідація — добровільна ліквідація АТ за рішенням загальних зборів акціонерів, а також на підставі рішення суду або господарського суду за поданням органів, що контролюють діяльність АТ, у разі систематичного або грубого порушення ним законодавства і на підставі рішення господарського суду про визнання товариства банкрутом.

При реорганізації АТ шляхом злиття і приєднання капітали компаній об'єднуються. Досвід зарубіжних АТ засвідчує, що фінансове оформлення цієї процедури залежить від того, чи здійснюється об'єднання компаній як перехід на єдину акцію, тобто акції однієї компанії обмінюються на акції іншої, чи одна компанія є продавцем, що купує іншу компанію за гроші, чи використовується комбінований варіант — обмін акцій і доплата грошима.

У разі обміну акцій передусім необхідно визначити коефіцієнт обміну. Зарубіжні АТ застосовують кілька способів розрахунку коефіцієнтів обміну, що різняться вибором основи для перерахунку. Такою основою можуть бути кілька показників. Зарубіжні компанії найчастіше використовують такі показники: чисті активи АТ (активи за виключенням зобов'язань) у розрахунку на одну акцію; ринкову ціну акції; чистий прибуток на акцію (ПНА).

Коефіцієнт обміну розраховують діленням вибраного показника компанії, яку купують (приєднують), на показник компанії-покупця.

Приклад. Чистий прибуток на акцію компанії, яку купують, дорівнює 5 дол., а компанії-покупця — 6 дол. Тоді коефіцієнт обміну визначають так:

$$K_{ог} = 5 : 6 = 0,833.$$

Цей коефіцієнт показує, що 0,833 кожної акції покупця буде обмінений на одну акцію компанії, яку придбали. Коефіцієнт обміну є базою для початку переговорів про злиття або приєднання, остаточні ж умови обміну залежатимуть від результатів переговорів.

Якщо одна компанія купує іншу безпосередньо за гроші, то може виникнути ситуація, коли ціна придбання перевищує вартість ак-

тивів компанії, яку купують. У цьому разі в об'єднаній компанії з'являється новий нематеріальний актив — гудвіл, який дорівнює сумі перевищення вартості купівлі над вартістю придбаних активів.

Існує і така форма об'єднання капіталів, як емісія спеціальних облігацій, на які обмінюються акції компанії, що приєднується. У такий спосіб капітал змінює форму з акціонерної на позикову, що позначається на структурі капіталу об'єднаній компанії.

В Україні згідно із зазначеним положенням ДКЦПФР № 221 під час реорганізації товариств передбачено лише один варіант об'єднання капіталів, а саме: здійснюється обмін акцій товариства, що реорганізовується, на акції товариства, що створюється під час реорганізації. При цьому сумарний статутний фонд усіх об'єднуваних товариств на момент прийняття рішення про їх реорганізацію повинен дорівнювати сумарним статутним фондам усіх товариств, створених шляхом реорганізації. При емісії акцій під час реорганізації товариства продаж акцій не здійснюється. Якщо АТ прийняло рішення про реорганізацію, воно зобов'язане оцінити й викупити акції акціонерів, які вимагають цього, якщо ці акціонери не голосували за реорганізацію і подали до товариства письмову заяву. Акції викупають за ціною, що визначається за домовленістю сторін, але не нижчою від номінальної вартості акцій.

Якщо номінальна вартість акцій товариств, які беруть участь у реорганізації, не дає змоги обміняти їх акції на ціле число акцій, то такі товариства повинні попередньо здійснити деномінацію, тобто змінити номінальну вартість випущених акцій шляхом роздрібнення або консолідації.

Антимонопольний комітет України контролює процес реорганізації суб'єктів господарювання з метою попередження утворення монополістів. Зокрема, Законом України “Про захист економічної конкуренції” [4] передбачено обов'язкове отримання попереднього дозволу Антимонопольного комітету України на злиття або приєднання, якщо сумарна вартість активів або сумарний обсяг реалізації товарів (без податку на додану вартість (ПДВ) і акцизного збору) учасників концентрації за підсумками останнього фінансового року, у тому числі за кордоном, перевищує суму, еквівалентну 12 млн євро (за курсом Національного банку України, що діяв в останній день фінансового року). При цьому не менш як у двох учасників концентрації вартість активів або обсяг реалізації товарів,

у тому числі за кордоном, повинен перевищувати суму, еквівалентну 1 млн євро у кожного, і вартість активів або обсяг реалізації товарів в Україні хоча б одного учасника концентрації має перевищувати суму, еквівалентну 1 млн євро.

У законодавстві України вживається термін “злиття” і не вживається “поглинання”, тоді як у країнах з розвинутою ринковою економікою поширені обидва терміни. Крім того, у світовій практиці застосовують такі поняття, як дружні та ворожі злиття (поглинання). *Дружнім* вважається *злиття*, при якому керівництво обох компаній схвалює його і рекомендує акціонерам погодитись із злиттям. У цьому разі акціонери компанії, яка купується, згідно з конкретно домовленістю отримають платежі у вигляді акцій компанії-покупця, тобто вони стають її акціонерами; готівки; облігації або комбінований платіж — цінні папери і готівку. Якщо керівництво компанії, яку хочуть придбати, не згодне на такі умови і перешкоджає злиттю, то керівництво компанії-покупця безпосередньо звертається до акціонерів компанії, яку хочуть придбати. У цьому разі йдеться про *вороже поглинання*, тобто це пропозиція про злиття, на яке не погоджується керівництво компанії, яку мають поглинути. Керівництво компанії, що поглинає, просить і заохочує акціонерів компанії, яку купують, продати або обміняти їх акції за пропонованою ціною. А керівництво компанії, яка є об’єктом поглинання, намагається відмовити своїх акціонерів від цього, мотивуючи тим, що пропонується мала ціна.

Такі форми, як злиття і поглинання, найпоширеніші у США. Дослідники цих економічних процесів називають чотири основні хвилі поглинання і злиття. Перша зафіксована ще наприкінці ХІХ ст.: злиття компаній у нафтовій, сталеливарній, тютюновій та інших галузях промисловості. Друга хвиля спостерігалась у 20-х роках ХХ ст., коли підйом фондового ринку сприяв злиттю фірм у багатьох галузях. Третя хвиля припала на 60-ті роки. Четверта розпочалася на початку 80-х років і триває досі. Цьому сприяє глобалізація фінансових ринків. Нині щодалі більше компаній вдаються до стратегії зростання шляхом злиття і поглинання, що дає змогу швидко дістати доступ на нові ринки і швидко одержати прибуток від коштів, витрачених на придбання.

Що ж до фінансового аспекту, то злиття і приєднання компаній можна виправдати лише якщо буде досягнуто таких результатів:

- збільшаться доходи;
- зменшаться витрати на одиницю виробленої продукції (або наданої послуги);
- підвищиться ефективність капіталовкладень;
- зменшиться сума податків.

Результативність злиття і приєднання пов'язана насамперед з отриманням ефекту синергізму, який полягає в тому, що вартість нової компанії стає вищою від вартості окремих компаній, що злилися.

Ефект синергізму виникає внаслідок дії ефекту масштабу (розширення масштабів виробництва зумовлює економію витрат, пов'язаних з поточною діяльністю), підвищення результативності управління, економії фінансових ресурсів, зменшення трансакційних витрат на виконання операцій.

Акціонерні товариства мають право створювати на території України і за її межами філії, представництва та дочірні підприємства. Фінансові особливості *філій* і *представництв* полягають у тому, що вони не є юридичними особами. Це окремі підрозділи АТ, розміщені поза місцем знаходження товариства і наділені майном, що є частиною майна АТ. Майно обліковується як на балансі АТ, так і на окремих балансах філій і представництв, що здійснюють фінансово-господарську діяльність від імені товариства, яке їх створило і несе фінансову відповідальність за їх діяльність.

Особливості щодо фінансів *дочірнього підприємства* АТ полягають у тому, що воно є юридичною особою, яка має у статутному фонді частку товариства. Дочірнє підприємство несе фінансову відповідальність за свою діяльність і не відповідає за зобов'язаннями основного товариства.

З утворенням дочірніх підприємств пов'язане формування холдингів. Холдингова, або материнська, компанія — це відкрите АТ або підприємство іншої організаційно-правової форми, що володіє пакетами акцій одного чи більше дочірніх підприємств і здійснює функції з управління цими підприємствами в межах повноважень, наданих акціями. Материнська і дочірня компанії утворюють холдингову групу.

Серед материнських компаній розрізняють два види холдингу:

- чистий (створюється спеціально для контролю і управління дочірніми підприємствами і не здійснює виробничо-господарську або торговельну діяльність);

- змішаний (виконує ще й підприємницьку діяльність).

Засновницька діяльність материнської компанії полягає у створенні або придбанні дочірніх фірм, які, в свою чергу, можуть мати дочірні фірми другого порядку тощо.

Отже, може бути створена багатоярусна (п'ять-шість ярусів) пірамідальна структура, яка забезпечує материнській компанії контроль за сукупними активами, що значно перевищують її власні. Водночас усі підприємства, що утворюють цю пірамідальну структуру, залишаються юридичними особами. Іншими словами, підприємства холдингових груп взаємно пов'язані або тільки фінансово (через володіння часткою капіталу), або ще й операційною діяльністю (виробничо-господарські зв'язки), але юридично самостійні. Саме це є найважливішим щодо розподілу фінансових ризиків та зниження їх рівня, оскільки кожна компанія, що входить у холдингову групу, самостійно несе відповідальність за своїми зобов'язаннями.

Найчастіше материнська холдингова компанія та її дочірні фірми мають форму ЗАТ або ВАТ. Для створення холдингу акціонерна форма найзручніша.

Контроль над дочірніми фірмами з боку материнської встановлюється на основі володіння певним пакетом акцій, що надає реальне право голосу на загальних зборах акціонерів і здійснення контролю. Теоретично цей пакет перевищує 25 % акцій, а практично (у разі розпорошення акцій) він може бути менший від 10 %. Отже, універсального поняття контрольного пакету акцій не існує, його розмір визначається в кожному конкретному випадку (див. підрозд. 1.3).

Для визначення результатів діяльності холдингової групи, прогнозування і ефективного управління нею використовують дані аналізу консолідованої фінансової звітності, яка відбиває фінансове становище групи як єдиного цілого (див. підрозд. 3.2). Материнська компанія встановлює фінансовий контроль за діяльністю дочірніх фірм за допомогою планування і аналізу найважливіших фінансових показників. Узагальнюючим показником діяльності холдингу може бути рентабельність активів (відношення чистого прибутку до активів).

В Україні холдингові компанії почали створюватись одночасно з приватизаційними процесами; їх діяльність регулюється відповідними законодавчо-нормативними документами. Зокрема, холдингові

компанії в Україні у формі ВАТ чи інших суб'єктів господарювання створюються відповідно до Указу Президента України “Про холдингові компанії, які створюються в процесі корпоратизації і приватизації” [17]. Згідно з цим Указом холдингові компанії формуються шляхом передання пакету акцій, який належить державі, до статутного фонду цих компаній.

Розглянемо деякі особливості оподаткування АТ.

В Україні для АТ існують такі самі умови оподаткування, як і для підприємств інших організаційно-правових форм, тобто вони обкладаються податком на прибуток, сплачують ПДВ, мито, здійснюють відрахування у фонди державного страхування, плату за землю, комунальний податок, а також інші загальнодержавні та місцеві податки і збори, передбачені податковим законодавством України для юридичних осіб.

Особливості оподаткування стосуються тільки дивідендних виплат і операцій з цінними паперами АТ.

В Україні встановлено різний порядок виплати дивідендів для резидентів і нерезидентів [6]. Резидентам — власникам корпоративних прав — дивіденди можуть виплачуватися незалежно від результатів діяльності АТ. При цьому розподілу на дивіденди можуть підлягати прибуток звітного й минулих звітних періодів, а також кошти фондів економічного стимулювання та фондів спеціального призначення.

Особливість оподаткування дивідендних виплат в Україні полягає в тому, що АТ повинно перераховувати податок у розмірі 30 % нарахованої суми для резидентів до виплати дивідендів або одночасно з нею. При цьому нарахований податок на прибуток зменшується на суму внесеного в бюджет податку на дивіденди. Якщо дивіденди виплачуються не за рахунок прибутку, а з інших власних джерел, то за відсутності об'єкта оподаткування податком на прибуток АТ буде платником податку на дивіденди. Отже, якщо податок на дивіденди перевищує суму нарахованого податку на прибуток, то зменшується оплата останнього в наступних податкових періодах.

Якщо дивіденди виплачуються акціями емітента і це не змінює пропорцій участі всіх акціонерів у статутному фонді АТ, то податок на дивіденди не стягується.

Дивіденди, які отримують акціонери — юридичні особи, не включаються до складу їх валового доходу, тобто звільняються від подвійного оподаткування. Дивіденди, що сплачуються акціонерам —

фізичним особам, включаються до їх сукупного оподаткованого доходу.

Дивіденди нерезидентам виплачуються з прибутку, що залишається в розпорядженні АТ після оподаткування. Суми доходів нерезидентів, отриманих у вигляді дивідендів, оподатковуються за ставкою 15 % нарахованої суми (див. п. 13.7 у [6]).

Важливим при інвестуванні в АТ є те, що до валового доходу емітента, який є об'єктом оподаткування відповідно до Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств”, не включаються кошти або вартість майна, що надходять емітенту як прямі інвестиції або реінвестиції в корпоративні права. Прямую інвестицією згідно із зазначеним законом є господарська операція, що передбачає внески коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою. Отже, практично прямі інвестиції не підлягають оподаткуванню, що є додатковим стимулом вкладання коштів в акції суб'єктів господарювання. Водночас здійснювати інвестиції у формі внеску грошових коштів на поточний рахунок підприємства не вигідно, оскільки вони одразу обкладаються ПДВ і податком на прибуток.

Операції емісії, розміщення та продажу за кошти цінних паперів, що випущені в обіг АТ (як й іншими суб'єктами підприємницької діяльності), не обкладаються ПДВ. Не обкладаються ПДВ також:

- передання основних фондів у вигляді внеску до статутного фонду для формування цілісного майнового комплексу АТ в обмін на емітовані ним корпоративні права. Це стосується також увезення основних фондів на митну територію України (крім підакцизних товарів) і вивезення їх за межі митної території України;
- продаж за компенсацію сукупних валових активів (з урахуванням вартості гудвілу), тобто продаж підприємства як окремого об'єкта підприємництва або включення його валових активів до складу активів іншого підприємства (такі операції виконуються, зокрема, при злитті та приєднанні АТ);
- повернення основних фондів, внесених до статутного фонду підприємства, у разі виходу юридичних або фізичних осіб з числа засновників чи учасників або при ліквідації підприємства;

- надання комісійних (брокерських) та дилерських послуг з торгівлі або управління цінними паперами, а також деривативами на ринку цінних паперів України.

За операції із цінними паперами справляється державне мито. Зокрема, за реєстрацію інформації про емісію цінних паперів сплачується 0,1 % номінальної вартості емісії.

1.2. Роль корпоративного управління в забезпеченні інтересів акціонерів

Особливість ВАТ щодо організації управління фінансами полягає у відокремленні функції володіння капіталом (який належить широкому колу юридичних і фізичних осіб — акціонерам) від функції управління, яка переходить до фахівців-менеджерів. Звідси впливає важлива умова фінансової діяльності АТ — дотримання прав акціонерів і відповідно необхідність контролю за виконанням менеджерами цієї умови.

Часто менеджери, які управляють компанією, прагнуть досягти передусім власних фінансових й нефінансових цілей: надмірно високих винагород; придбання предметів розкоші (наприклад, дорогі службові автомобілі); невиправданого розширення організацій з метою підвищення власного соціального статусу; безпосереднього привласнення в тій чи іншій формі грошових коштів інвесторів та ін. Зазначені цілі не збігаються з метою акціонерів компанії — одержати максимальний дохід на вкладений капітал. Крім того, корпорацію можуть очолювати некваліфіковані менеджери. Тому перед власниками капіталу постають певні завдання:

- як вплинути на поведінку менеджерів, які керуються особистими вигодами;
- як спонукати менеджерів ефективно управляти фірмою;
- як забезпечитися від некваліфікованих управлінців.

Гарантії ефективного управління, а отже, ефективність як окремих підприємств, так і корпоративного сектора загалом залежать, по-перше, від наявності в акціонерів адекватних механізмів контролю за діями менеджерів і в разі потреби — їх заміни; по-друге — від механізму перерозподілу прав власності на користь ефективніших

економічних агентів, якщо власники фірми не здатні або не бажають контролювати менеджерів. На досягнення балансу інтересів акціонерів та менеджерів і підвищення економічної ефективності діяльності АТ має бути спрямована система корпоративного управління. Відомо кілька трактувань змісту цього поняття. У вузькому розумінні корпоративне управління полягає у спрямуванні управлінської діяльності менеджерів на забезпечення інтересів власників — акціонерів. Відповідно до визначення Світового банку, корпоративне управління в широкому розумінні — це система обраних і призначених органів, що управляють діяльністю ВАТ, захищають інтереси власників і спрямовані на забезпечення максимально можливого прибутку від усіх видів діяльності ВАТ у межах чинного законодавства.

У промислово розвинених країнах застосовують певні механізми корпоративного управління: методи внутрішнього контролю — прямий контроль з боку акціонерів на основі використання права голосу на зборах акціонерів; представництво в радах директорів і зовнішнього — правові норми, що визначають функції й відповідальність директорів корпорації; механізм ворожих поглинань, банкрутства компаній, що працюють неефективно. Саме останні два механізми і забезпечують перерозподіл прав власності в разі неефективного контролю з боку акціонерів. Зовнішній механізм контролю за діяльністю корпорації також забезпечують фінансові ринки. Вони спонукають керівництво до ефективної діяльності, щоб власники не ліквідували своїх пакетів акцій. Проте дієвість такого контрольного механізму залежить від того, як легко незадоволеним акціонерам продати свої пакети, тобто якою мірою досконалі й ефективні ці ринки. Високорозвинені фінансові ринки не лише дають змогу незадоволеним діяльністю корпорації продати свої акції, а й передати управління компанією кращим менеджерам (через механізм ворожих поглинань і придбань).

Залежно від того, який механізм контролю домінує — зовнішній чи внутрішній, у діяльності корпорацій сформувалося дві моделі управління: американська і німецька. Вони загально визнані у світі і для інших країн є стандартними. Перша модель спирається на зовнішній контроль за фінансовою діяльністю корпорації через систему зовнішніх перевірок і противаг; друга, навпаки, орієнтується на внутрішні чинники впливу через мережу внутрішніх контактів між основними учасниками корпоративних відносин.

Розглянемо особливості обох моделей управління.

Американська система корпоративного управління. Характерною рисою корпоративної власності у США є відсутність домінантних інвесторів. Акції американських компаній дуже розпорошені, причому багато компаній взагалі не мають ні приватних, ні корпоративних акціонерів з більш як 1 % випущених в обіг акцій. Тому жодна окрема група власників не може претендувати на переважне право представництва в компанії. До того ж неіндивідуальні володіння зосереджені в межах пенсійних та взаємних фондів. Ці інституційні інвестори, що нині контролюють понад 50 % американського ринку, переважно є тільки розпорядники грошей; вони не домагаються, як правило, представництва у правлінні й уникають відповідальності за власність, яку несе великий власник акцій в якійсь окремій компанії.

Банкам США за законом заборонено володіти корпоративним капіталом чи об'єднуватися з інвестиційними банками, яким це властиво. Банківським холдинговим компаніям забороняється володіти контрольним пакетом акцій у компаніях, не пов'язаних з банківськими операціями.

Значне розпорошення власності, коли велика кількість інвесторів володіє мізерною часткою корпоративного капіталу, перешкоджає власникам контролювати управління, але надає їм можливість вибору, а саме “голосувати ногами”, тобто продавати свої акції, що дуже важко зробити власникам великих паїв. Власники великих паїв не можуть легко продати свої акції, принаймні так, щоб не зазнати відчутних збитків — в умовах ринку продаж великої кількості акцій, як правило, знижує їх ціну. Отже, для великих власників зацікавленість у прибутковості корпорації однаковою мірою необхідна і вигідна, а власник мізерної частки корпоративного капіталу може розпродати свої акції дуже легко, тому він не такою ж мірою зацікавлений у внутрішньому контролі. Небезпека масового продажу акцій компанії впливає на поведінку менеджерів ще й тому, що при цьому підвищується вартість нагромадження нового капіталу, а також через загрозу активізації ринку контролю корпорацій.

Завдяки місткості, досконалості та дієвості американські фінансові ринки відіграють важливу роль у дисциплінуванні менеджерів. Через злиття, поглинання, приєднання і купівлю компаній ці ринки

дають змогу інвесторам встановлювати контроль над корпоративним капіталом. Це заохочується суворою та обов'язковою вимогою гласності, що забезпечує велику за обсягом фінансову інформацію з тим, щоб уможливити належний нагляд і оцінку функціонування корпорації.

Номинально і юридично американські корпорації належать власникам корпоративних акцій. Така власність пов'язана з наглядовими привілеями, які економісти називають залишковими правами контролю: це право приймати рішення щодо використання капіталу корпорації у випадках, не контрольованих явно законом, або переданого іншим за контрактом. Залишкові права обмежені: за американським законом права акціонерів впливати на поточні справи в корпорації, по суті, зведені до вибору директорів корпорації, які потім ведуть справи корпорації від їх імені. Акціонери можуть голосувати за зміну статуту корпорації або правил внутрішнього розпорядку і схвалювати або відкидати важливі "органічні" зміни, що призводять до ліквідації компанії (скажімо, злиття чи продажу). Проте акціонери не мають жодних прямих прав на прийняття рішень щодо ведення справ корпорації. Зокрема, акціонери не беруть безпосередньої участі у встановленні дивідендів корпорації, найманні чи звільненні керівництва або визначенні напрямків важливих капіталовкладень корпорації.

Отже, юридичних прав у акціонерів небагато, а зобов'язань ще менше. Загальні збори акціонерів, які компанії змушені проводити щороку, схожі на церемоніальні заходи, що здійснюються швидше заради процедури. Втім, винятком є змагання за право голосувати від імені власників акцій. Акціонери можуть давати доручення діючому керівництву або іншим представникам. За американськими акціонерними сертифікатами, які є іменними, ніхто інший голосувати не може без належно оформленого доручення від власника, завіреного для кожного конкретного голосування з якогось питання. Цей процес і зміст посвідчень про передання голосу детально регулює Комісія із цінних паперів і бірж (SEC), що має право інспекції всіх посвідчень про передання голосу.

Пропозиції акціонерів не можуть стосуватися поточних ділових питань і загалом не є обов'язковими для керівництва.

Акціонери становлять єдину групу, прибутки якої не гарантовані контрактом, а є залишковими, тобто це сума, що залишається після оплати всіх видатків, боргів та інших зобов'язань. Завдання прав-

ління — забезпечити таке керування корпорацією, щоб максимально підвищувати заможність акціонерів. Показники заможності акціонерів не встановлюються законодавством. На практиці зазвичай використовують такі фінансові показники, як прибуток на інвестований капітал і ринкова оцінка компанії.

Правлінням корпорацій у США дозволяється враховувати інтереси окремих груп, що не володіють акціями. Закони, в яких визнається відповідальність приватних корпорацій перед суспільством, прийняті нині в більшості штатів. Наприклад, закон штату Огайо дозволяє директорам корпорацій на власний розсуд враховувати інтереси службовців, постачальників і клієнтів корпорації; економіку штату і держави загалом; суспільні потреби.

Проте більшість законів лише обмежують умови злиття компанії і жодний з них не зобов'язує правління корпорацій урахувати інтереси неакціонерів. Згідно із законодавством США керувати справами корпорації повинна єдина рада директорів. Закон не розмежовує виконавчі й невиконавчі функції між директорами корпорації, а уповноважує правління як єдине ціле управляти корпорацією. Членство у правлінні в термінах виконавчих (внутрішніх) і невиконавчих (зовнішніх) директорів залишається на розсуд корпорації. В правліннях американських корпорацій домінують зовнішні директори — дев'ять невиконавчих у “типовому” правлінні з дванадцяти членів. До правління завжди входить головний виконавчий директор корпорації, який у більшості компаній є також головою. Передбачається, що всі директори корпорації — і виконавчі, і невиконавчі — відіграють роль довірчих агентів корпорації і її акціонерів.

Згідно із законом США директори корпорації як довірчі агенти акціонерів зобов'язані бути сумлінними і справедливими, захищати інтереси акціонерів.

Чесність або лояльність щодо корпорації зобов'язує всіх директорів виконувати свої обов'язки виключно в інтересах корпорації, а не у власних. Невиконання цих обов'язків директорами корпорацій тягне за собою юридичну відповідальність. Вони не мають права зловживати привілеями, що впливають з їх становища, і американські суди часто схильні трактувати нез'ясований зиск, який вони отримали від операцій, пов'язаних з довірчими зобов'язаннями, як шахрайство.

До обов'язків правління корпорації належать нагляд за керівництвом; добір членів правління і спадкоємність; перевірка фінансового становища в корпорації і розміщення її фондів; нагляд за соціальними зобов'язаннями корпорації; забезпечення дотримання закону. У практиці правлінь американських корпорацій невиконавчі директори традиційно вбачають свій обов'язок у пошуку і підтримці кандидатури компетентного головного виконавчого директора.

З огляду на історію функціонування американської економіки за останні п'ятдесят років система правлінь зарекомендувала себе цілком позитивно хоча б тому, що не зачіпала управлінські прерогативи. Проте роль правління за цей час істотно змінилася. Поступово правління почали перебирати на себе спостережні функції за фінансовою діяльністю, а також розширювати свої функції від довірчого нагляду до консультацій і участі у виборі стратегії корпорації. Це пов'язано з тим, що стосовно окремих стратегічних рішень інтереси корпоративних акціонерів і менеджерів можуть не збігатися. Це спонукає останніх приймати такі рішення, які призводять до нераціонального використання ресурсів корпорації. Наприклад, певні інтереси менеджерів (винагорода, престиж або влада) більшою мірою пов'язані з розміром компанії і темпом її зростання, ніж з прибутками акціонерів. А відтак менеджери можуть прагнути до якомога більшого розширення компанії чи максимальної диверсифікації її бізнесу для підтримки зростання, навіть якщо це невигідно акціонерам.

Німецька система корпоративного управління. На відміну від США в Німеччині найбільша частка акцій кожної корпорації належить іншим корпораціям: корпоративні пакети акцій становлять майже половину всієї власності випущених акцій. Індивідуальні ж інвестори (а їм належить близько 20 % корпоративного капіталу) становлять другу за величиною групу пайовиків. Паї цих інвесторів здебільшого мають вигляд сертифікатів на пред'явника, вкладених на зберігання в банки. Тому лєвова частка (понад 90 %) громадського капіталу в Німеччині належить інституціям, хоча не є їх власністю. До того ж пакети акцій німецьких компаній дуже концентровані. У 1988 р. 27 із 40 найбільших німецьких компаній мали принаймні одного акціонера, що володів понад 10 % випущених ними акцій.

Отже, німецькі корпоративні власники і їх опікуни більшою мірою схильні до ділових зв'язків з компаніями, якими володіють, ніж американські. Тому вони частіше усвідомлюють відповідальність власника і активно контролюють діяльність корпорацій. Такий внутрішній контроль властивий німецькій системі; на противагу американцям німецькі власники акцій рідко шукають вихід на фінансові ринки. Незважаючи на розвиненість і потужність німецької економіки лише 600 компаній беруть участь у публічних торгах (це менше від 1/5 зареєстрованих у Великій Британії і близько 1/10 зареєстрованих на біржах США). До того ж фінансування через акції не є основним джерелом фондів для німецьких компаній, які, як правило, забезпечують своє зовнішнє фінансування через банківські позики. Внаслідок цього діяльність фондової біржі не перебуває в центрі уваги власників акцій.

Крім того, ринку контролю корпорацій практично не існує (ідеться про контроль через ворожі злиття і поглинання). Німецький закон не забороняє компаніям обмежувати частку виборчих прав окремого акціонера; банківські володіння окремими компаніями зазвичай не підлягають продажу; працівники чинять опір ворожим придбанням компаній, оскільки після цього відбуваються перебудови, що можуть бути небажаними для них. Проте дружні злиття і придбання дуже поширені.

Не існує якихось особливих правил для представництва акціонерів (крім обмежень, що випливають з обов'язкового представництва інших акціонерів), але право на це представництво часто надається інституціям, зокрема банкам. Внаслідок цього представництво акціонерів у Німеччині реалізується загалом через *великі блоки з правом голосу*, а в загальних зборах акціонерів бере безпосередню участь лише невеликий відсоток всіх виборців. Як і в інших країнах, такі збори в Німеччині формальні.

Основна мета багатоконтингентного представництва — не “проштовхувати” інтереси однієї групи акціонерів за рахунок інших і не захищати їх перед іншими, а обстоювати інтереси *компанії як єдиного цілого* через забезпечення здатності підприємства до одержання прибутків.

Порівняно мало уваги приділяється короткостроковим заходам корпоративної діяльності, безпосередньо цінності акціонерів рідко вважаються вартими уваги, дивіденди не є предметом особливого

зацікавлення, а прибуток розглядається як засіб продовження конкурентного існування, а не самоціль. Німецький закон гарантує представницькі права іншим корпоративним власникам акцій і приписує представництво службовців у правлінні для всіх, крім найдрібніших фірм. Зазвичай представницькі права надаються іншим головним акціонерам корпорації. Скажімо, німецькі компанії часто резервують місця у правлінні для представників якогось банку, важливого клієнта-постачальника і громадських інституцій.

Як організація, так і роль правлень корпорацій у німецькій системі помітно відрізняється від американської. На відміну від американської одинарної системи (єдина рада директорів, куди входять виконавчі та невиконавчі директори) німецька система правлень складається з двох органів: наглядової ради, до якої входять виключно невиконавчі директори, і керівної ради, що складається лише з виконавчих директорів. Обидві ради мають відмінні правові зобов'язання і повноваження.

Керівна рада у веденні бізнесу має широку свободу і гарантовані для цього повноваження, але відповідає за належне виконання наданих повноважень перед наглядовою радою.

Наглядова рада зосереджується передусім на тому, щоб справи компанії перебували в руках надійних і компетентних управлінців. Значною мірою ця функція зводиться до відбору, а в разі потреби — і заміни членів правління. Крім того, рада відповідає за складання балансу і річного звіту, найважливіші капітальні витрати і виплату дивідендів. Наглядова рада, що ефективно виконує свої обов'язки, збирається на засідання за нормальних обставин порівняно рідко (здебільшого щокварталу), і засідання мають поверховий характер. Втім, у разі потреби наглядова рада може виявити активність.

Оскільки наглядова рада контролює виконавчу команду, членство в ній обмежене виключно невиконавчими директорами. Більшість цих директорів призначається за законами Німеччини, а не за власними статутами компанії, і представництво від працівників вимагається законом для всіх компаній, де кількість працівників перевищує 500. Що більша компанія, то більший відсоток членів обирають її працівники. Згідно з типовим розподілом близько 30 % місць у наглядовій раді надається акціонерам, 20 % — інституціям, що зацікавлені в діяльності корпорації, крім акціонерів, 50 % — службовцям.

Наглядова рада не має управлінської влади, тому представництво службовців свідчить насамперед про визнання їхніх прав на надання інформації й консультацій з основних рішень щодо компанії. Це важливий чинник, оскільки гарантує отримання інформації, необхідної для забезпечення підзвітності керівників корпорації.

Увійшовши до наглядової ради, усі директори мають діяти в межах своєї компетенції, репрезентуючи швидше інтереси корпорації, ніж тих, хто їх обрав. Німецький закон не забороняє членство у правліннях конкурентних компаній і не обмежує кількості правлінь, членами яких можуть бути представники якоїсь однієї компанії (хоча конкретна особа не може бути членом більш як десяти правлінь). Внаслідок цього багато провідних німецьких компаній входять до наглядових рад одна одної, що посилює позиції німецьких банків у наглядових радах багатьох компаній.

Багато дискусій точиться навколо ролі банків у німецькій системі управління.

Переважання банківського представництва не зумовлюється володінням акціями: банкам належить щонайбільше 5 % загальної кількості котированих акцій (хоча в окремих компаніях ця частка перевищує 25 %). Це швидше віддзеркалює спільну позицію банків як власників і державників доручень. Як правило, усі банки разом мають понад 4/5 усіх голосів на загальних зборах, причому щонайбільше 3 % індивідуальних акціонерів мають право диктувати банкам умови, як їм голосувати за власними акціями. Загалом банки як групи можуть визначати склад наглядових рад (крім представництва службовців) і блокувати будь-які зміни у статутах і правилах внутрішнього розпорядку багатьох німецьких компаній, особливо тих, де власників багато, але без домінування якогось акціонера.

Здатність впливати на голосування посилюється роллю, яку банки відіграють, надаючи зовнішні фінансові ресурси. Банківська система має величезне значення для німецьких компаній, які домагаються зовнішнього фінансування. Через банки здійснюється доступ практично до всіх інших джерел, оскільки вони контролюють більшість нових випусків ринкових цінних паперів і надають брокерські та консультативні послуги при отриманні небанківських, іноземних і урядових позик.

Одинарна (як у США) або подвійна (як у Німеччині) структури правління — основні організаційні форми правлінь корпорацій.

Проте в різних країнах світу існують різні підходи до організації роботи правління.

Система корпоративного управління в інших країнах. Формальна структура японської системи правління аналогічна американській (власне, американці й запропонували японцям свою систему). Проте на практиці майже 80 % японських ВАТ взагалі не мають зовнішніх членів, і правління є представником інтересів компанії і її провідних пайовиків. І це за відсутності таких елементів німецької системи, як представництво службовців і наявність представників від банків. Майже всі японські директори є старшими службовцями фірми. Банки ж делегують зазвичай своїх представників на нижчі посади для нагляду за обліком і ревізією бухгалтерської звітності. Незважаючи на формальну схожість японська система не схожа ні на німецьку, ні на американську: вона є складовою унікальної системи організації ділового життя Японії. Ця організація, що характеризується діловими угрупованнями, відомими як “кейретцу” (промислово-фінансова група), включає банки, що зробили великі інвестиції в підприємства, і ділову активність з розгалуженою “перехресною” власністю. Компанія, що належить до якогось “кейретцу”, має багато більше зиску від ділових відносин з іншими членами “кейретцу”, ніж від отримуваних від них дивідендів [71].

Швеція має одинарну систему правління, але на відміну від американської системи тут закон визначає мінімальну кількість представництва службовців у правлінні, а кількість виконавців зазвичай обмежується головним адміністратором.

У Голландії система правління подвійна, але на відміну від Німеччини службовці не допускаються в наглядову раду, куди входять виключно зовнішні представники.

Італійські правління, хоч і відрізняються унітарністю, але їх ділова структура й система власності більшою мірою подібні до німецької, ніж до американської. Навіть дуже великі італійські компанії часто контролюються однією родиною, а те що провідні акціонери одночасно є директорами-менеджерами, часто є визначальним.

Французи вважають формальну структуру правління такою несуттєвою, що дає змогу будь-якій компанії мати одинарні чи подвійні правління на власний розсуд. До складу найпоширенішого одинарного правління мають входити 2/3 зовнішніх директорів; до наглядового ярусу в подвійному правлінні — лише зовнішні директори. У будь-якому разі ця система гарантує головному виконавчо-

му адміністраторові (президентові — генеральному директорові) майже абсолютну владу над правлінням (радами) і загальними зборами акціонерів.

Розглянувши різні підходи до організації правлінь, доходимо висновку, що їх організаційна структура не вважається суттєвим чинником, який впливає на ефективність діяльності корпорацій.

1.3. Формування і розвиток корпоративних відносин в Україні

Розглянемо систему корпоративного управління, що формується в Україні, і проблеми її вдосконалення. Основну роль у корпоративному управлінні відіграють емітенти, інвестори і держава. Принципи корпоративного управління закладені у законодавство України.

Основним нормативним актом, що регулює питання управління акціонерними товариствами, є Закон України “Про господарські товариства” з наступними змінами і доповненнями (далі — Закон) [2].

Законом передбачено обов’язкове створення таких органів управління товариством (рис. 1.1):

- вищого органу — загальних зборів;
- спостережної ради/ради товариства (вимагається, якщо чисельність акціонерів перевищує 50);
- виконавчого органу (далі — правління);
- ревізійної комісії.

Взаємовідносини зазначених органів Законом детально не визначаються. Тому основним документом, що може докладно регламентувати управління товариством, є його статут. Якщо засновники АТ при складанні статуту обмежуються лише положеннями Закону, то багато практичних питань щодо управління товариством залишаються не регламентовані, їх важко вирішити, тому можливі конфліктні ситуації між групами акціонерів, а також органами управління. Недосконалість статуту може спричинити безкарну розтрату або привласнення майна товариства особами, які керують ним.

Аналіз статутних документів вітчизняних АТ свідчить про наявність у багатьох з них таких недоліків, як нечітке визначення

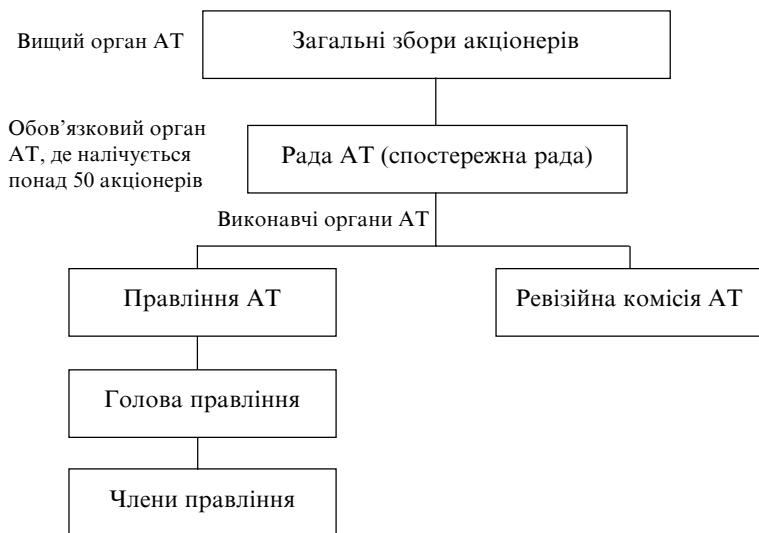


Рис. 1.1. Органи управління акціонерним товариством

компетенції різних органів управління товариством; відсутність механізмів контролю акціонерів за діями правління; дієвого та оперативного механізму зміщення членів та голови правління з їх посад у разі зловживання своїми повноваженнями; нерозуміння ролі спостережної ради товариства і нерозкриття внаслідок цього всіх потенційних можливостей цього органу; відсутність нормативного регламентування багатьох процедур, що виникають у процесі діяльності органів товариства тощо. Статут має визначити компетенцію різних органів управління, взаємовідносини, порядок формування (призначення/обрання та відкликання членів органів) та інші керівні положення щодо управління товариством. За допомогою статуту можна як збільшити чи зменшити роль того чи іншого органу управління, так і заздалегідь визначити співвідношення кількості представників різних груп акціонерів в органах управління.

На загальних зборах право голосу мають тільки акціонери; спостережна рада і ревізійна комісія створюються з акціонерів і лише

правління дозволено створювати з осіб, які не є акціонерами товариства. Це пояснюється тим, що поточне управління діяльністю товариства потребує наявності у правлінні професіоналів, якими не завжди є акціонери товариства (хоча часто на практиці з метою зацікавлення правління товариство продає акції членам правління, які до цього не були акціонерами). Проте незалежно від того, належить член органу управління до акціонерів товариства чи ні, він є посадовою особою товариства. Посадовими особами органів управління товариства визначаються голова і члени виконавчого органу, голова ревізійної комісії, а у товариствах, де створена рада товариства (спостережна рада), — голова і члени ради товариства (спостережної ради). Вони відповідають за заподіяну ними товариству шкоду згідно з чинним законодавством України. Посадові особи зобов'язані зберігати комерційну таємницю та конфіденційну інформацію і несуть за її розголошення відповідальність, що передбачена чинним законодавством України і установчими документами. До посадових осіб товариства не належать члени ревізійної комісії, голова загальних зборів та його заступники. Законом передбачено механізм заборони обіймання однією особою посад у кількох органах управління товариства:

- члени спостережної ради товариства не можуть бути членами правління і ревізійної комісії;
- членами ревізійної комісії не можуть бути члени правління і спостережної ради.

Загальні збори — вищий орган управління товариством. У загальних зборах мають право брати участь особи — власники акцій на день проведення загальних зборів. Рішення загальних зборів акціонерів мають найвищу юридичну силу порівняно з рішеннями органів управління товариства. Законом передбачено, що виключною компетенцією загальних зборів є вирішення таких питань:

- внесення змін у статут товариства;
- затвердження річних результатів діяльності АТ, включаючи його дочірні підприємства, звітів і висновків ревізійної комісії, порядку розподілу прибутку, терміну та порядку виплати частки прибутку (дивідендів), визначення порядку покривання збитків;
- створення, реорганізації та ліквідації дочірніх підприємств, філій і представництв, затвердження їх статутів і положень;

- прийняття рішення про припинення діяльності товариства, призначення ліквідаційної комісії, затвердження ліквідаційного балансу.

Загальні збори мають право також приймати рішення (про це доцільно зазначити у статуті) з будь-якого питання щодо діяльності товариства, навіть якщо це питання згідно із статутом входить у компетенцію іншого органу. Прийняття загальними зборами рішення зі згаданого питання, скасовує або змінює таке рішення. Голосування на загальних зборах здійснюється за принципом: одна акція — один голос. Законом передбачається тривала і дорога процедура скликання загальних зборів акціонерів. Закон не визначає орган товариства, який би відповідав за скликання зборів. Виходячи із Закону обов'язок скликання загальних зборів акціонерів має покладатися на правління. Практика засвідчує, що підготовка і проведення загальних зборів у товаристві, де налічується 2 тис. акціонерів, коштує близько 5 тис. грн.

Спостережна рада створюється для того, щоб представляти інтереси акціонерів у період між проведенням загальних зборів і в межах компетенції, визначеної статутом, контролювати й регулювати діяльність правління.

Загальні збори можуть передавати деякі свої функції у компетенцію спостережної ради. Зазначимо, що відповідно до останніх змін законодавства в роботі спостережної ради мають брати участь, хоча лише з правом дорадчого голосу, представники профспілкового або іншого уповноваженого колективом органу, який підписав колективний договір від імені трудового колективу.

Правління товариства згідно із Законом здійснює керівництво поточною діяльністю товариства. Крім того, загальні збори можуть винести рішення про передання окремих своїх прав у компетенцію правління. Очолює правління голова, який згідно із статутом повинен мати право діяти від імені товариства без доручення, представляти інтереси товариства в усіх установах і організаціях, мати право підписувати всі документи юридичного, господарського, фінансового та виробничого призначення, розпоряджатися коштами і майном товариства, організувати його діяльність.

Ревізійна комісія створюється для контролю за фінансово-господарською діяльністю правління товариства. Діяльність ревізійної комісії зрештою зводиться до перевірок діяльності правління, аналі-

зу їх результатів та інформування про них загальних зборів і спостережної ради. Найяскравішими ознаками недосконалості вітчизняної системи корпоративного управління є юридична незахищеність прав акціонерів, відсутність належного контролю за діяльністю правління і посадових осіб акціонованих підприємств. Внаслідок цього збільшується кількість так званих акціонерних зловживань при створенні та функціонуванні АТ.

Зокрема, органи ДКЦПФР виявляють багато правопорушень з боку емітентів у процесі емісії, розміщення та обігу цінних паперів.

На практиці законодавство про випуск цінних паперів часто порушується, якщо керівництву АТ необхідно прийняти вигідні для себе рішення, отримати більшість голосів на загальних зборах акціонерів з окремих питань, включених у порядок денний. Так, часто акціонери своєчасно не інформуються про збори акціонерів; поінформованим же акціонерам не надають необхідних матеріалів з порядку денного загальних зборів. Крім того, при підготовці та проведенні загальних зборів не виконуються процедурні вимоги. Правління окремих АТ без дозволу загальних зборів вносять зміни у статутні документи, порушують порядок проведення відкритої підписки на акції.

Можливе скоєння злочинів шляхом заснування фіктивного АТ, коли через відкриту підписку на акції залучається капітал (весь або його частина), який потім вилучається з фондів цього АТ у вигляді внесків до статутного фонду інших підприємств. У результаті консолідований у такий спосіб інвестиційний капітал привласнюється керівництвом псевдотовариства.

Порушення прав акціонерів відбувається внаслідок таких дій:

- при додатковій емісії акцій з метою збільшення статутного фонду АТ акціонери не користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій, хоча таке право визначено у ст. 38 Закону України “Про господарські товариства” [2], тобто проводиться підписка на акції в інтересах зацікавлених осіб керівництва (органів управління) АТ з метою збільшення їх пакетів акцій. Звичайно, реальна мета емісії не розкривається.

У ВАТ акції перерозподіляються при додатковій емісії переважно шляхом концентрації контролю керівництва АТ (представників директорського корпусу, адміністрації) над більшістю випущених

акцій підприємства або придбання стороннім інвестором контрольного пакета акцій з метою здійснення на підприємстві власної господарської стратегії. Мета ж заснування та функціонування ЗАТ — не дати змогу сторонньому покупцеві — інвестору (конкуренту) отримати контрольний пакет акцій. Ці процеси часто пов'язані із зловживаннями через фактичну відсутність контролю акціонерів за діяльністю виконавчих органів підприємства:

- до статуту АТ вносяться положення, що визначають умови збільшення або зменшення статутного фонду, розміщення нових випусків акцій в інтересах керівництва АТ. У такий спосіб обмежуються права акціонерів, зокрема повноваження загальних зборів;
- викривлення в дивідендній політиці окремих вітчизняних АТ, пов'язані з невплатою оголошених дивідендів тривалий час при позитивних фінансових результатах діяльності АТ або з виплатою їх лише частині акціонерів.

Поширені на ринку цінних паперів України зловживання пов'язані з отриманням прибутку через коливання вартості цінних паперів. Ці зловживання можливі внаслідок того, що керівництво АТ має змогу впливати прямо або опосередковано на курс випущених акцій і відповідно дешево купувати їх і дорого продавати. При цьому можуть використовуватися такі протизаконні методи:

- імітація фінансової неспроможності (банкрутства); політика безпідставної невиплати дивідендів або явно заниженої їх виплати; поширення недостовірної інформації у трудовому колективі АТ щодо постійного зниження ринкової вартості акцій їх підприємства (це призводить до падіння курсу акцій, що, в свою чергу, створює сприятливі умови для скуповування зацікавленими особами цих акцій);
- підкуп державних чиновників з метою заарештувати на певний термін рахунки АТ (такі ситуації широко висвітлюються засобами масової інформації і так само призводять до “необхідного” падіння курсу акцій).

Отже, в Україні існує багато різноманітних способів незаконного отримання коштів (або акцій) зацікавленими особами керівництва АТ. Тому вдосконалення вітчизняної системи корпоративного управління має сприяти обмеженню можливостей “акціонерних зловживань”.

Ураховуючи досвід побудови системи корпоративного управління у США, Німеччині та інших розвинених країнах, а також внутрішні особливості розвитку акціонерної форми господарювання в Україні, доходимо певних висновків.

Зовнішні механізми контролю за діяльністю корпорацій в Україні недосконалі, що потребує багато часу на їх розвиток. Недостатньо розвинений вторинний фондовий ринок ускладнює застосування акціонерами такого засобу впливу на керівництво корпорацій, як продаж акцій. Загроза поглинання або банкрутства, що призводить до втрати менеджерами постів, які вони обіймають, так само ще не стала дієвим засобом тиску на керівників підприємств. Нині, по суті, єдиним реальним механізмом, що здатний стимулювати менеджерів діяти в інтересах власників капіталу, є прямиий контроль акціонерів на основі використання права голосу на зборах і представництва у правлінні АТ. Отже, ефективність корпоративного управління потрібно підвищувати шляхом застосування внутрішніх механізмів контролю. В Україні прямиий контроль акціонерів має посилюватися передусім на основі концентрації власності, за рахунок зменшення загальної кількості акціонерів, але збільшення кількості домінуючих акціонерів — власників великих пакетів акцій. Наявність останніх або групи акціонерів зі схожими інтересами слід вважати необхідною (але не достатньою) умовою ефективного контролю за діяльністю менеджерів у сучасних умовах.

По-перше, потрібно здійснити концентрацію пакетів акцій, оскільки акціонерний капітал в Україні значно розпорошений. Так, у 1999 р. налічувалося понад 35 млн акціонерів (при загальній кількості АТ 35 тис.), що пов'язано з приватизацією, перетворенням великих і середніх державних підприємств на ВАТ. Відомі лише окремі приклади ефективного корпоративного управління в разі розпорошеної структури акціонерного капіталу (найяскравішим прикладом є американська економіка, але там відсутність контролю з боку дрібних інвесторів компенсується надзвичайно розвиненим фондовим ринком і ефективно діючим механізмом ворожих поглинань).

По-друге, контроль за діями менеджменту пов'язаний із значними витратами (наприклад, витрати на збирання необхідної інформації). У разі значної розпорошеності акціонерного капіталу ймовірна ситуація, коли жодний з акціонерів не зацікавлений

у контролі, оскільки за всі пов'язані з контролем витрати він матиме лише частину вигод пропорційно до своєї частки в акціонерному капіталі.

По-третє, причиною, що зумовлює необхідність концентрації власності, є слабкий захист прав власника, насамперед через судову систему. За наявності в акціонера контрольного пакета акцій формальне волевиявлення власника часто є достатнім для прийняття судом рішення. Світовий досвід свідчить, що ступінь юридичного захисту прав інвесторів і рівень концентрації власності перебувають в обернено пропорційній залежності — концентрація власності здатна хоча б частково компенсувати недоліки правової системи.

Втім, концентрація власності може, у свою чергу, негативно позначитись на результатах діяльності підприємства. Ідеться про так звані приватні вигоди контролю. Використовуючи своє домінуюче становище, акціонер, який має великий пакет акцій, може через органи управління провести рішення, що забезпечать йому додаткові доходи і привілеї. На відміну від особистих вигод менеджерів від контролю, що мають неправову природу, отримання приватних вигод від контролю домінуючими власниками не є протизаконним, хоча це й обмежує інтереси акціонерів, що мають невелику частку. Отримання приватних вигод від контролю часто безпосередньо стосується грошових потоків фірми.

Проте приватні вигоди можуть бути і нефінансовими, наприклад пов'язаними з престижем, політичним впливом або синергічними ефектами, що виникають завдяки тісним зв'язкам між підприємствами. Одержання приватних вигод від контролю не суперечить необхідності контролю за якістю менеджменту. Великі акціонери можуть одночасно намагатися вдосконалити менеджмент фірми і отримати приватні вигоди від контролю.

З'ясуємо, яких осіб можна зарахувати до категорії домінуючих акціонерів, або великих акціонерів і стратегічних інвесторів, здатних впливати на політику АТ. Оскільки права і можливості акціонера контролювати діяльність АТ залежать від його частки у статутному фонді (що більше акцій, то більше прав), то домінуючими акціонерами можна вважати осіб, які тримають певний вид контрольного пакета акцій. Загалом контрольний пакет — це кількість акцій, що дає змогу забезпечити контроль за діяльністю товариства, але якою мірою істотним буде цей контроль, залежить від виду контрольного

пакета акцій. Поняття контрольного пакета акцій законодавством не визначається.

Вважається, що гарантований контроль забезпечується пакетом акцій понад 50 % акціонерного капіталу. Такий пакет дає право вирішального голосу з усіх основних питань діяльності ВАТ. А коли на зборах присутні не всі акціонери, головний акціонер може контролювати й ті питання, які потребують узгодженості кваліфікованої більшості. Світовий досвід засвідчує, що контрольний пакет може бути значно менший від 50 %, особливо коли компанія велика, а її капітал “розпорошено” серед великої кількості акціонерів; відомі випадки, коли контрольний пакет становив лише кілька процентів статутного капіталу.

На підставі результатів аналізу чинного законодавства України та практики діяльності АТ можна виокремити такі **види контрольних пакетів акцій** [40, с. 99]:

вирішальний 1-го рівня (абсолютний), тобто кількість акцій, яка забезпечує їх власникові можливість самостійно приймати будь-які рішення щодо діяльності товариства. Максимально сприятливий розмір цього пакета становить 75 % загальної кількості голосуючих акцій товариства, тобто 3/4 всіх голосів, яких достатньо для прийняття будь-якого рішення;

вирішальний 2-го рівня, тобто кількість акцій, яка забезпечує їх власникові просту більшість голосів на загальних зборах товариства. Мінімальний розмір цього пакета становить 50 % загальної кількості голосуючих акцій товариства плюс одна акція, тобто достатній для прийняття більшості можливих рішень (крім рішень щодо зміни статуту товариства, припинення його діяльності, створення та припинення діяльності дочірніх підприємств, філій та представництв товариства);

блокуючий 1-го рівня, тобто кількість акцій, яка дає змогу їх власникові блокувати рішення загальних зборів, що приймаються простою більшістю голосів. Розмір цього пакета становить 50 % загальної кількості голосуючих акцій товариства;

блокуючий 2-го рівня, тобто кількість акцій, яка дає змогу їх власникові блокувати правомочність загальних зборів товариства. Максимально сприятливий розмір цього пакета становить 40 % загальної кількості голосуючих акцій товариства плюс одна акція, що дає право визнати збори неправомочними;

блокуючий 3-го рівня, тобто кількість акцій, володіючи якою власник може блокувати рішення загальних зборів товариства, для прийняття яких необхідно $\frac{3}{4}$ голосів. Відповідно мінімальний розмір цього пакета становить 25 % загальної кількості голосуючих акцій товариства плюс одна акція;

ініціативний 1-го рівня, тобто кількість акцій, яка дає підстави їх власникові вимагати скликання позачергових загальних зборів товариства (у разі відмови скликати їх самостійно) та перевірки фінансово-господарської діяльності правління. Розмір цього пакета становить 20 % загальної кількості голосуючих акцій;

ініціативний 2-го рівня, тобто кількість акцій, яка дає можливість їх власникові вимагати включення питань до порядку денного загальних зборів АТ. Розмір цього пакета становить 10 % загальної кількості голосуючих акцій.

Структуру контрольного пакета наведено на рис. 1.2. Зауважимо, що в межах одного товариства може бути лише один вирішальний контрольний пакет, тоді як блокуючих чи ініціативних — від двох (блокуючий 1-го рівня) до десяти (ініціативний 2-го рівня).

Визначаючи розмір контрольного (одного з його видів — вирішального чи блокуючого) пакета акцій, необхідно враховувати також можливість присутності певної кількості акціонерів на загальних зборах. Безумовно, внаслідок делегування повноважень власника від одних акціонерів іншим потенційна присутність усіх голосуючих на загальних зборах існує, але тільки потенційна. Що більша кількість акціонерів у товаристві і більшою мірою вони розосереджені територіально, то розміри реального контрольного пакета акцій (ідеться про вирішальний та блокуючий пакети, оскільки ініціативний не залежить від присутності акціонерів на зборах) можуть бути меншими за зазначені. Прийняття рішень на загальних зборах завжди ускладнене, якщо жодна з груп акціонерів не має контрольного пакета акцій.

Отже, домінуючі акціонери мають відігравати важливу роль у корпоративному управлінні. Для АТ, створених у процесі приватизації державних підприємств, велике значення у становленні корпоративних відносин і корпоративного управління мають державні органи приватизації, які очолює Фонд державного майна України. Державні органи приватизації затверджують, змінюють, доповню-

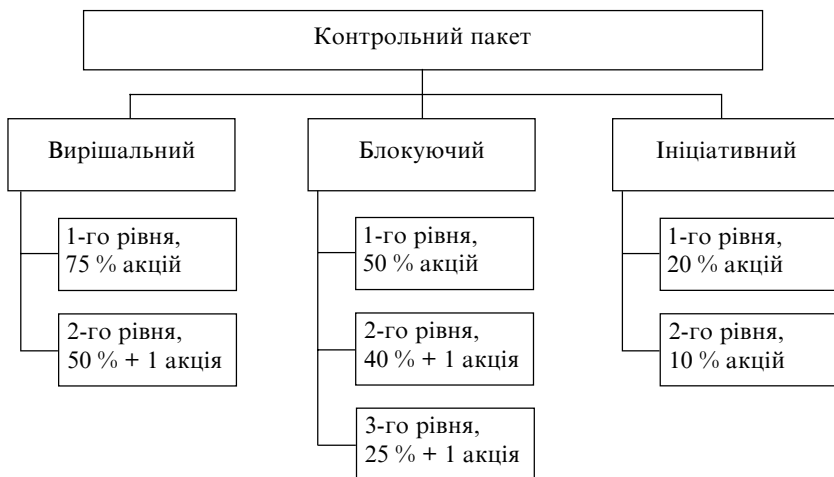


Рис. 1.2. Види контрольного пакета акцій [40, с. 100]

ють плани розміщення акцій ВАТ, що виникли у процесі приватизації, тим самим визначають майбутні параметри корпоративних відносин і корпоративного управління в АТ.

Державні органи приватизації є продавцями державних пакетів акцій ВАТ, створених у процесі акціонування. У результаті продажу державних пакетів акцій зменшується частка держави в майні АТ і збільшується частка інших акціонерів.

Продаж державних пакетів акцій АТ, що приватизуються через фондові біржі та позабіржову фондову торговельну систему, змінює корпоративні відносини і структуру корпоративного управління в АТ шляхом передання впливу та контролю від держави до недержавних юридичних осіб і(або) фізичних осіб.

Фонд державного майна України бере участь у корпоративному управлінні АТ у межах повноважень, зумовлених часткою держави у статутному фонді. Якщо Фонд державного майна має блокуючий або контрольний пакет акцій, він може істотно впливати на діяльність АТ, визначаючи склад органів управління АТ, а також блокуючи прийняття помилкових стратегічних рішень.

Великий внесок у формування цивілізованих корпоративних відносин у країні зробила ДКЦПФР. До основних її завдань у цій сфері належать:

- формування і реалізація єдиної державної політики щодо корпоративного управління, сприяння відповідності національного корпоративного законодавства міжнародним стандартам;
- розробка нормативної бази і підготовка проектів законодавчої бази для акціонування та ринку цінних паперів;
- державне регулювання і контроль за випуском та обігом цінних паперів, дотриманням законодавства в цій сфері;
- узагальнення практики застосування законодавства з питань діяльності АТ, випуску й обігу цінних паперів, розробка пропозицій щодо його вдосконалення;
- захист прав акціонерів шляхом вжиття заходів щодо запобігання порушенням законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій у межах повноважень комісії.

Аналіз сучасного стану корпоративних відносин в Україні засвідчує, що підвищення ефективності корпоративного управління залежить від багатьох чинників:

- активної ролі держави як найбільшого засновника, власника і продавця акцій;
- організації відповідно до вимог законодавства України роботи з АТ, які мають державні пакети акцій;
- створення ефективної системи управління державними пакетами акцій (паями, частками) в усіх господарських товариствах, особливо в ЗАТ;
- підвищення ролі спостережних рад у корпоративному управлінні та представників держави у спостережних радах;
- зменшення кількості акцій у власності держави, чисельності акціонерів і консолідації пакетів акцій;
- підвищення вимог акціонерів до керівництва АТ щодо ефективності його діяльності;
- досягнення балансу інтересів між великими акціонерами, що контролюють АТ;
- підвищення ефективності діяльності та прибутковості АТ;
- створення передумов для залучення додаткового акціонерного капіталу (друга й наступні емісії акцій);

- розвитку фондового ринку, удосконалення механізмів обігу цінних паперів;
- формування надійної системи захисту прав акціонерів;
- посилення контролю з боку державних органів за діяльністю АТ.

1.4. Механізм управління державними корпоративними правами

Важлива особливість сучасних корпоративних відносин в Україні полягає у тому, що в багатьох АТ пакет акцій належить державі. Відповідно необхідна ефективна система управління державними пакетами акцій. Пошук такої системи привів до розробки і затвердження діючого нині механізму управління державними корпоративними правами [11].

Орган приватизації або орган виконавчої влади, що виконує такі функції, призначає відповідального представника і укладає з ним договір-доручення на виконання функцій з управління пакетом акцій, що належить державі. Відповідальний представник є членом спостережної ради ВАТ, а якщо державі належить пакет акцій у розмірі 50 % + 1 акція, то відповідальний представник обирається головою спостережної ради такого товариства.

До відповідального представника висуваються такі вимоги: наявність вищої освіти, стаж роботи на державній службі щонайменше три роки, відповідний рівень кваліфікації у сфері корпоративного управління.

Відповідальними представниками можуть бути:

- заступники керівників органів виконавчої влади;
- начальники управлінь, директори і заступники директорів департаментів органів виконавчої влади;
- начальники і заступники начальників відділів та головні спеціалісти органів виконавчої влади.

Одна й та сама особа не має права виконувати функції відповідального представника більш як у трьох ВАТ.

Відповідальний представник повинен виконувати обов'язки акціонера і контролювати фінансово-господарську діяльність товариства, діяльність правління щодо управління товариством; зокрема, він зобов'язаний контролювати фінансово-економічні результати, а також нарахування і виплату дивідендів; ефективність використання і збереження майна господарського товариства, погашення АТ заборгованості загалом і з виплати заробітної плати зокрема тощо.

Відповідальний представник щоквартально подає до Фонду державного майна України звіт за встановленою формою. Для складання звіту використовують дані з форм № 1 “Баланс”, № 2 “Звіт про фінансові результати”, № 1-Б “Звіт про дебіторську та кредиторську заборгованість”. Дані про використання прибутку наводяться на підставі даних аналітичного обліку рахунка 443 “Прибуток, використаний у звітному періоді”.

У звіті, зокрема, відбиваються основні фінансові показники діяльності ВАТ за звітний період, а також дані про використання прибутку (див. дод. 1). Для того, щоб заповнити звіт, слід розрахувати певні показники.

1. Рентабельність господарської діяльності (рекомендується два показники):

$$\frac{\text{валовий прибуток (збиток)}}{\text{собівартість реалізованої продукції}} ;$$
$$\frac{\text{прибуток (збиток) від звичайної діяльності до оподаткування}}{\text{середня вартість активів}} .$$

2. Показники ліквідності:

$$\frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}} ;$$
$$\frac{\text{грошові кошти, їх еквіваленти і поточні фінансові інвестиції}}{\text{поточні зобов'язання}} .$$

3. Показники фінансової стійкості:

$$\frac{\text{власні обігові кошти}}{\text{сумарні обігові кошти}} .$$

4. Показники ділової активності:

$$\text{період обороту активів} = \frac{\text{тривалість звітного періоду} \times \text{середня вартість активів за звітний період}}{\text{чиста виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)}};$$

$$\text{період обороту запасів і витрат} = \frac{\text{тривалість звітного періоду} \times \text{середня вартість запасів і витрат за звітний період}}{\text{чиста виручка від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)}}.$$

Крім того, у зазначеному звіті потрібно розрахувати коефіцієнт вірогідності банкрутства Z (див. формулу (3.9)).

Разом з річним звітом про фінансово-господарську діяльність ВАТ відповідальний представник подає пояснювальну записку, де наводить такі дані:

- структурні зміни товарних ринків господарського товариства;
- стан виконання державних інвестиційних програм;
- рівень досягнення планових економічних показників діяльності підприємства;
- інформацію про обставини, що порушують нормальний режим функціонування господарського товариства або загрожують його фінансовому становищу;
- стан виконання заходів щодо недопущення банкрутства господарського товариства;
- фактичні дані про зміни чисельності працівників, середньомісячної оплати їх праці, у тому числі керівника за звітний період;
- дані про використання прибутку, що залишається в розпорядженні господарського товариства, програму його діяльності на наступний рік;
- відомості про розподіл акцій серед акціонерів, включаючи трудовий колектив, адміністрацію, інвесторів та інших акціонерів (з переліком найбільших акціонерів, які мають щонайменше 5 % акцій статутного фонду товариства);

- відомості про участь комерційних структур та іноземних інвесторів у діяльності господарського товариства.

У разі систематичного погіршення одного з показників роботи господарського товариства за звітний період (обсяг реалізації продукції, балансовий прибуток, кредиторська заборгованість перед бюджетом, Пенсійним фондом, з виплати заробітної плати тощо) орган приватизації приймає рішення про дострокове припинення повноважень відповідального представника. Акціонерні товариства, створені під час приватизації та корпоратизації підприємств загальнодержавної власності, у статутних фондах яких міститься частка державного майна, є платниками дивідендів, що нараховуються на акції, які належать державі.

На підставі прийнятого за підсумками календарного року рішення про розподіл прибутку, термін та порядок виплати дивідендів АТ визначають розмір дивідендів, що належить державі (прибуток, що спрямовується на виплату дивідендів, помножений на частку державного майна у статутному фонді АТ) і в п'ятиденний термін починаючи з першого дня виплати дивідендів вносять її до Державного бюджету України.

Питання для самоконтролю

1. Чому акціонерна форма господарювання поширена у світі та стає провідною в Україні?
2. Чи вигідно організовувати ВАТ у разі невеликих розмірів підприємства?
3. Форми реорганізації АТ.
4. Чому відбуваються дружні та ворожі злиття і приєднання компаній?
5. Для чого створюються холдинги?
6. Чи існують особливості оподаткування АТ порівняно з підприємствами інших організаційно-правових форм в Україні?
7. Чи завжди збігаються інтереси акціонерів і менеджерів? Які проблеми виникають у сфері корпоративного управління?
8. Основні відмінності між американською та німецькою моделями корпоративного управління.

9. Яка структура управління АТ передбачена законодавством України?
10. Які порушення прав акціонерів найчастіше допускаються в Україні?
11. Шляхи підвищення ефективності корпоративного управління українськими АТ.
12. Який механізм управління державними корпоративними правами діє в Україні?

Розділ 2. КОРПОРАТИВНІ ЦІННІ ПАПЕРИ НА РИНКУ КАПІТАЛУ

2.1. Види корпоративних цінних паперів і їх особливості

Під корпоративними цінними паперами зазвичай розуміють акції як пайові цінні папери, що емітуються АТ, за якими емітент не несе зобов'язання повернути кошти, внесені в його статутний фонд, але які засвідчують участь у ньому, дають їх власникам право брати участь в управлінні справами АТ і одержувати частину прибутку у вигляді дивідендів та частину майна при ліквідації товариства. Безумовно, акції — основний вид цінних паперів, з якими працюють корпорації; їх емісія та розповсюдження, власне, і створюють корпорацію. Тому найбільше уваги приділимо саме акціям і операціям з ними на фондовому ринку. Проте поняття корпоративні цінні папери можна застосовувати в ширшому розумінні, тобто включити в нього інші цінні папери, що емітуються корпораціями і використовуються в їх діяльності. Адже в Україні АТ мають право випускати облігації та інші цінні папери відповідно до законодавства про цінні папери та фондову біржу.

Використовуючи такий підхід, не обмежуватимемося розглядом лише акцій. Розглянемо також особливості інших видів цінних паперів, що мають найважливіше значення у функціонуванні АТ.

Акція (від лат. *actio* — розпорядження, претензія) — безстроковий документ, що підтверджує право власника на частину спільного капіталу АТ. Покупець акції стає співвласником корпорації, бере на себе пов'язані з цим обов'язки і отримує певні права.

Акції за умов розвиненого фондового ринку виконують кілька важливих функцій:

- акумулюють і залучають до господарського обігу вільний фінансовий капітал;
- слугують засобом централізації індивідуальних капіталів і створення великого акціонерного капіталу;
- є інструментом інвестування різних сфер і галузей економіки, що забезпечує децентралізоване переміщення інвестиційних ресурсів з метою найефективнішого їх використання;
- є об'єктивним індикатором розподілу капіталу за сферами, галузями, видами діяльності, а також показниками ефективності його функціонування;
- є гнучким механізмом зміни суб'єктів власності;
- сприяють демократизації управління діяльністю суб'єктів господарювання, є засобом виконання співвласниками корпорацій фінансового контролю;
- забезпечують інвесторам джерело доходу, що перевищує розмір депозитного відсотка.

Акція дає право на отримання:

- частки річного чистого прибутку (дивідендів), розмір якого залежить від фінансових результатів діяльності корпорації за поточний рік, а також на участь в управлінні корпорацією (через голосування на загальних зборах акціонерів);
- пропорційної частки активів корпорації під час її ліквідації, після реалізації майна і розрахунків за зобов'язаннями АТ;
- додаткового прибутку від продажу за ринковою ціною на вторинному ринку.

Відповідальність акціонера складається:

- з неможливості вимагати повернення вкладеного капіталу; повернути кошти можна, лише продавши акції іншій особі або емітенту (при його згоді їх викупити);
- з підприємницького ризику — імовірно, що дивіденди за акціями можуть бути меншими від доходу за альтернативними вкладеннями фінансового капіталу (наприклад, відсотків за облігаціями, банківського депозитного відсотка) або не будуть сплачені в разі збиткової діяльності корпорації; що не вдасться повністю повернути кошти при продажу акцій внаслідок зниження їх ринкової ціни;
- з можливості втратити вкладений в акцію капітал в разі банкрутства корпорації.

Акція як цінний папір має відповідні ознаки. За основними ознаками акції класифікуються так:

- іменні та на пред'явника;
- прості або привілейовані;
- з правом голосу або без такого права (“безголосі”);
- з номінальною вартістю або без номінальної вартості;
- паперові (документарні) та бездокументарні.

Іменні акції та акції на пред'явника відрізняються способом передавання прав власності. Якщо для передавання права власності на акцію на пред'явника необхідна лише згода сторін і просте передавання самих акцій (або їх сертифіката), то для іменних акцій ця процедура ускладнюється необхідністю подання заяви про передавання прав попереднім власником і реєстрацію нового власника в реєстрі акціонерів.

Нині в Україні переважно поширено іменні акції і відповідно створено сектор інфраструктури ринку цінних паперів — інститути реєстраторів власників іменних акцій. З погляду емітентів іменні акції вигідні тим, що дають змогу відслідковувати передавання прав власності й тим самим запобігати небажаному переходу великих пакетів акцій та прав контролю за корпорацією від одних осіб до інших. Деякі експерти вважають, що іменні акції обмежують можливості легалізації “тіньових” капіталів окремих інвесторів. Разом з тим на світових фондових ринках спостерігається тенденція до збільшення питомої ваги акцій на пред'явника. Наприклад, в окремих країнах Західної Європи акції на пред'явника досягають 90 % загальної кількості акцій. Це зумовлено тим, що механізм обігу іменних акцій не дає змоги швидко і ефективно здійснювати операції з ними згідно із сучасними стандартами та фінансовими вимогами. З'явилися прогнози щодо подальшого зростання питомої ваги акцій на пред'явника на світових ринках і залишення порівняно невеликої частки іменних акцій вже в недалекому майбутньому [36, с. 17].

Залежно від обсягів прав, що закріплюють акції, вони поділяються на *прості та привілейовані (преференційні)*, а також на *акції з правом голосу або без нього*. Можливі різні переваги привілейованих акцій порівняно з простими: у праві голосу (багатоголосі акції); фіксовані або вищі, ніж за простими, дивіденди; право вимагати більшу частку в ліквідаційній сумі та переважне задоволення цього права порівняно зі звичайними акціонерами, у разі припинення діяльності АТ. Конкретні права власників привілейованих акцій закріплюються у статуті АТ. Найпоширенішим видом є привілейовані акції з фік-

сованим розміром дивідендів без права голосу на загальних зборах акціонерів. Такі акції найменше утискають права власників простих акцій.

Часто корпорації західних країн випускають такий різновид привілейованих акцій з фіксованими дивідендами, як кумулятивні: якщо дивіденд не сплачується в будь-який рік, він доплачується в наступні роки, більш сприятливі за фінансовими результатами діяльності ВАТ. Частка привілейованих акцій не може перевищувати 10 % статутного фонду корпорації за законодавством України. Якщо корпорація має великий прибуток, то за простими акціями акціонери можуть отримати більше дивідендів. У такому разі для підвищення розміру дивідендів за привілейованими акціями потрібне відповідне рішення загальних зборів акціонерів. Однак привілейовані акції менш ризиковані — дивіденди повинні сплачуватись у першочерговому порядку (або нагромаджуватись) незалежно від фінансових результатів діяльності корпорації.

Дуже рідко емітуються акції з правом кількох голосів (багато-голосі). Наприклад, у Німеччині випуск таких акцій допускається лише з дозволу міністра економіки відповідного суб'єкта федерації (федеральної землі) і тим АТ, які мають особливе значення для економіки країни.

Законодавством України (ст. 44 Закону України “Про господарські товариства” [2]) передбачено, що голосування на загальних зборах акціонерів відбувається за принципом: одна акція — один голос, тобто “багатоголосі” акції випускаються не можуть.

В окремих країнах світу (наприклад, у Німеччині) застосовується поділ акцій на “нові” і “старі” залежно від часу їх емісії. Вони різняться тільки в перший рік емісії “нових” акцій. Відмінність полягає в різних котируваннях і обсягах виплати дивідендів (дивіденди за новими акціями сплачуються тільки за період їх обігу на фондовому ринку, а не за весь рік). Після завершення першого року “нові” і “старі” акції стають ідентичними [33, с. 17].

Номінальна вартість акції відбиває частку коштів інвестора в реальному капіталі АТ і не пов'язана з ринковою вартістю. Концепцію номінальної вартості було прийнято з метою захисту інтересів кредиторів шляхом визначення постійної суми капіталу, яку власники не могли вилучити протягом існування корпорації; згодом практика засвідчила, що встановлення номінальної вартості неефективне для захисту як кредиторів, так і акціонерів. Тому нині у західній прак-

тиці корпорації можуть випускати акції із зазначенням або без зазначення номінальної вартості. Акції без встановленого номіналу можуть бути продані за будь-якою емісійною ціною. У разі випуску таких акцій внесений капітал, тобто сума, одержана корпорацією від продажу акцій за емісійною ціною, поділяється на встановлений капітал (встановлена вартість, одержана від реалізації акцій) і додатково внесений капітал (різниця між емісійною ціною і встановленою вартістю). У США, наприклад, де законодавством багатьох штатів не забороняється випуск акцій без номіналу, встановлено “законний” капітал (визначається законом штату) [62, с. 84].

В Україні АТ можуть випускати лише акції із встановленою номінальною вартістю. Згідно із Законом України “Про господарські товариства” [2] акціонер в обумовлений установчими зборами термін, але не пізніше як через рік після реєстрації АТ, зобов’язаний сплатити повну вартість акції (номінальну). Відповідно до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” [8] у протоколі рішення засновників про випуск акцій має бути зазначена номінальна вартість акції, а додатковий випуск акцій можливий лише тоді, коли всі раніше випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче від номінальної.

За формою існування акції поділяються на **паперові (документарні)** і **бездокументарні** (їх особливості визначені Законом України “Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”).

Документарна форма акції як цінного паперу — це паперовий бланк з визначеними реквізитами. На кілька акцій акціонеру може видаватися сертифікат. *Бездокументарна форма* акції — це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на акцію. Зберігачем може бути саме АТ-емітент або за договором з ним комерційний банк чи торговець цінними паперами. Форма випуску акцій визначається за рішенням АТ-емітента і затверджується ДКЦПФР при реєстрації випуску акцій.

Важливу роль у фінансовій діяльності корпорації можуть відігравати облігації, що емітуються нею з метою залучення позикового капіталу.

Облігація — це цінний папір, що засвідчує право її покупця на отримання від особи, яка випустила облігацію, її номінальної вартості і відсотків від неї у визначений термін. *Корпоративна облігація* — це

зобов'язання АТ перед власниками облігацій щодо виплати певного доходу і погашення їх номінальної вартості через певний період.

Наведемо основні ознаки корпоративної облігації як цінного паперу:

- облігація засвідчує відносини позики між її покупцем, який є кредитором АТ, і корпорацією-емітентом, що є боржником;
- на відміну від акцій облігації завжди мають номінальну вартість, яка є важливою ознакою цих цінних паперів — емітент зобов'язується погасити їх номінальну вартість у зазначений термін і фіксований дохід, як правило, визначається у відсотках номінальної вартості;
- облігації випускаються на певний період, після завершення якого емітент гарантує виплату їх номінальної вартості;
- емітент зобов'язаний сплачувати фіксований дохід у терміни і розмірах, встановлених умовами облігаційної позики; дохід сплачується як відсоток (купон) номінальної вартості або у вигляді дисконту (тобто емітент продає облігації за ціною нижче від номінальної вартості, а погашаються вони за номіналом);
- облігації можуть мати одночасний термін погашення або різні терміни за окремими серіями в певні періоди;
- у разі ліквідації АТ або визнання його банкрутом зобов'язання перед власниками облігацій задовольняються, як і перед іншими кредиторами, раніше ніж перед власниками акцій;
- облігації можуть бути іменними і на пред'явника.

Залучення капіталу шляхом емісії боргових зобов'язань (облігацій) є однією з форм тривалого кредитного фінансування великих АТ через поділ загальної суми кредиту (емісії облігацій) на невеликі частки. Такі позики дають можливість зібрати від великої кількості окремих кредиторів (власників облігацій) необхідну кредитну суму, яку важко було б отримати під вигідні для позичальника умови у банку. З одного боку, кредитор (інвестор) не може одразу ж розірвати свої відносини з емітентом з приводу власності на облігації (якщо, звичайно, не передбачено викуп або погашення облігацій у визначений час протягом року). З іншого боку, кожна особа, яка має облігації, може припинити відносини з емітентом з приводу кредиту, продавши облігації на фінансовому ринку, так само як акціонер, продавши акції, може припинити свою участь у цьому АТ.

Законодавством України встановлено обмеження на випуск корпоративних облігацій — їх сумарна номінальна вартість не може перевищувати 25 % статутного фонду, але в ньому немає жодних вказівок щодо видів облігацій, які можуть емітувати корпорації. Отже, українські АТ, скориставшись досвідом країн з розвинутою ринковою економікою, можуть обрати будь-які різновиди облігацій, давно відомі в цих країнах.

Розглянемо найпоширеніші у світі різновиди корпоративних облігацій і їх особливості.

Облігації без забезпечення (незабезпечені облігації) є цінними паперами, що засвідчують лише загальне зобов'язання платежу. У разі його невиконання емітентом власник незабезпеченої облігації може поряд з іншими кредиторами в порядку черговості, передбаченому законодавством, звернути стягнення на майно емітента.

Незабезпечені облігації випускаються тоді, коли компанія має активи (або матиме їх у результаті отримання позики), яких вистачить для погашення основної суми позики. Корпорація-позичальник має враховувати, що за незабезпеченими облігаціями їй доведеться сплачувати вищу процентну ставку, ніж за іншими видами облігацій. Тому найчастіше корпорації намагаються випустити боргові цінні папери більш високої якості, а саме: *облігації, забезпечені заставою певного майна АТ*, або забезпечені майном, наданим третіми особами спеціально з цією метою. Отже, забезпечена облігація крім зобов'язання платежу містить додаткову гарантію у вигляді застави майна емітента або третіх осіб. Зазвичай це нерухомість, цінні папери, запаси продукції та інше майно. Якщо компанія випустила облігації, забезпечені фіксованою заставою, вона не має права продавати заставлені активи без дозволу власників облігацій. Як правило, вони можуть конфісковувати конкретні активи, якщо компанія не виконує умов облігаційної позики.

Облігації можуть забезпечуватися не фіксованою, а плаваючою заставою. Забезпеченням можуть бути різні матеріальні й нематеріальні активи, у тому числі торговельні марки, довгострокові контракти, гарантії третіх осіб тощо. Таку заставу використовують тоді, коли компанія не має нерухомості для застави або не хоче передавати власникам облігацій фіксовану заставу. На відміну від власників облігацій з фіксованою заставою власники облігацій з плаваючою заставою не мають права конфісковувати активи в разі невиконання АТ умов позики. Проте вони можуть вимагати ліквідації АТ для

того, щоб після продажу активів повернути свої гроші. У таких випадках облігації з плаваючою заставою будуть погашатися після облігацій з фіксованою заставою, але до задоволення вимог решти кредиторів. Оскільки облігації з плаваючою заставою ризикованіші для інвестора, корпорація змушена встановлювати за ними вищу процентну ставку, ніж для облігацій з фіксованою заставою. Корпорації можуть випустити відкличні або частково відкличні облігації. **Відкличними** називаються **облігації**, за якими в емітента залишається право повернути борг раніше дати платежу. Іншими словами, емітент може достроково викупити облігації з виплатою премії — деякої суми понад платіж, який належить виплатити у встановлений термін погашення. Умови відклику визначаються і оголошуються емітентом до початку продажу облігацій.

Для випуску (погашення) облігацій емітент може сформувати відкладений фонд за рахунок прибутку. Іноді компанія створює викупний фонд шляхом щорічних відрахувань певної суми грошей, використовуючи його для поступового викупу невідкличних облігацій на вторинному ринку.

Існують **облігації з можливістю дострокового погашення**. На відміну від відкличних вони погашаються достроково за бажанням їх власників. Така можливість обумовлюється при випуску облігацій. При цьому встановлюються вартість погашення і термін, не раніше якого облігації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

До боргових цінних паперів з особливими правами для інвесторів належать **конвертовані облігації**. Поряд із звичайним правом на грошову вимогу така облігація має також право обміну на акції АТ, яке емітувало ці облігації. Після обміну на акції право на повернення основного капіталу за облігаціями та на отримання доходу у вигляді відсотків анулюється. В інформації про емісію обов'язково необхідно обумовити такі положення: пропозиції обміну (коефіцієнт конвертації); термін конвертації; необхідність, порядок і розмір доплат; облігації, не конвертовані до завершення терміну їх дії, погашаються у звичайному порядку.

Наприклад, коефіцієнт конвертації дорівнює трьом, отже, одну облігацію можна обміняти на три акції. Коефіцієнт конвертації дорівнює ціні облігації (як правило, за номінальною вартістю) поділений на ціну конвертації (вартість акції, що береться до розрахунку для обміну облігацій на акції).

Право на конвертацію вважається привілеєм інвестора, і конвертація виконується виключно на прохання власника облигацій. Тому дохід (процентна ставка) за такими облигаціями встановлюється, як правило, нижчою, ніж за звичайними облигаціями. Приймаючи рішення про конвертацію, власник облигацій керується передусім біржовим курсом акцій; конвертація буде для нього вигідною тоді, коли курс акції перевищує ціну конвертації.

Зараховуючи номінальну вартість облигацій на рахунок придбання акцій, може бути передбачено стягнення доплати, розмір якої зазвичай змінюється. Наприклад: перший рік — 5 гр. од., другий і третій роки — 10 гр. од., четвертий і п'ятий — 20 гр. од., шостий і наступні роки — 60 гр. од.

Емітент може впливати на останній термін перетворення облигацій на акції, поступово змінюючи за часом суму доплат. Якщо потрібно раніше викупити або перетворити облигації на акції, встановлюють низьку доплату, яка поступово збільшується, а якщо необхідно відстрочити час конвертації, то чинять навпаки.

Курс конвертованої облигації встановлюється з огляду на певні фактори, зокрема на кількість днів до виплати відсотків (доходу) за облигаціями, час до майбутньої конвертації, курс акцій, розмір доплат, а також на інші, які можуть впливати на формування ціни облигації.

Час обороту конвертованих облигацій на Заході становить 10–20 років. Виплата відсотків за облигаціями або їх обмін на акції може здійснюватися один раз після закінчення терміну випуску або через певний час відповідно до встановленого плану погашення заборгованості. Оскільки крім квоти погашення необхідно виплачувати відсотки, то фінансове навантаження підприємства в різні роки за однакових квот погашення різне. Для досягнення однакового навантаження погашають насамперед меншу кількість облигацій при високому рівні відсотків; у разі зниження останніх квоти погашення збільшуються. Борг може погашатися шляхом розіграшу лотереї (тоді номери, що виграли, сплачуються) або зворотного викупу на біржі облигацій, призначених для погашення.

Зауважимо, що збільшення статутного капіталу завдяки трансформації боргових зобов'язань (обміну облигацій на акції) може призвести до зміни курсу акцій і зменшення прав або частки акціонерів, наприклад частки у виплаті дивідендів. Тому у проспекті емісії кон-

вертованих облігацій для “старих” акціонерів необхідно передбачати право пільгової підписки або підписки на облігації як на нові акції, без курсової різниці.

Розглянемо переваги і недоліки випуску конвертованих облігацій з погляду компанії-емітента та інвестора.

Позитивним для емітента є нижча вартість обслуговування боргу порівняно з випуском звичайних облігацій, а також можливість відстрочення розміщення акцій на термін щонайменше рік (зазвичай 3–5 років). Негативним для емітента є ризик виникнення проблем з обслуговуванням боргу у зв’язку з погіршенням фінансового становища; можливе ускладнення планування подальшої діяльності підприємства, оскільки на початку важко прогнозувати обсяг розміщених шляхом конвертації додаткових акцій і відповідно грошових потоків (адже інвестор самостійно приймає рішення: погашати облігацію або конвертувати її в акції).

Позитивним для інвестора є те, що купуючи конвертовані облігації, він може стати акціонером або відмовитися від конвертації, погасити облігації або отримати дохід від продажу їх на ринку, оскільки з підвищенням курсу акцій емітента підвищується курс облігацій. Якщо ж курс акцій знижується, то ціна конвертованих облігацій зменшується до ціни звичайних облігацій, що обмежує втрати інвестора. Конвертовані облігації більш ліквідні порівняно із звичайними. Негативним для інвестора є більш низька доходність конвертованих облігацій порівняно із звичайними облігаціями емітента.

Для великих компаній інструментом позичання капіталу через міжнародні фондові ринки може бути емісія єврооблігацій (євробондів), які іноді називають ще міжнародними облігаціями.

Єврооблігації — це облігації іноземних емітентів, номіновані у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів; їх можуть купувати інвестори практично кожної країни і передбачати різні умови для задоволення своїх потреб.

Як правило, євробонди — це довгострокові (розраховані щонайменше на 10 років) цінні папери на пред’явника, з фіксованою процентною ставкою. Основна перевага євробондів для емітента полягає в тому, що термін їх погашення значно перевищує терміни погашення кредитів. Отримані у такий спосіб кошти можна вважати довгостроковими інвестиціями. Найчастіше компанії використовують їх для цілковитої реконструкції виробництва. Євробонди

випускають зазвичай емітенти з високою платоспроможністю, тому відсотки, що сплачуються за ними, невеликі, часто навіть нижчі, ніж за державними цінними паперами. Отже, вартість позики порівняно з кредитами на внутрішньому ринку (без урахування накладних витрат) невелика — 8,3–12,5 % річних. Проте випуск єврооблігацій прийнятний тільки для великих корпорацій через великі накладні витрати. Наприклад, при позичанні 100 млн дол. додаткові витрати становлять приблизно 2 млн дол. Ці кошти витрачаються для здійснення аудиту за міжнародними стандартами; укладання контракту з відомою фірмою-консультантом, яка допоможе підготувати проспект емісії; укладання угод з інвестиційним банком і платіжним агентом; отримання кредитного рейтингу в одному з провідних рейтингових агентств; реєстрація емісії єврооблігацій; здійснення рекламної кампанії.

Розміщення єврооблігацій відбувається у три етапи. На першому відбирають рейтингові агентства, провідних менеджерів і консультантів, з'ясовують доцільність отримання кредитного рейтингу. Присвоєння корпорації-емітенту кредитного рейтингу не обов'язкове, але бажане для одержання коштів на вигідніших умовах. На другому етапі створюють пакет документів для регулювання угоди, готують проспект емісії, визначають емісійний синдикат. Третій етап передбачає розміщення облігацій і розрахунки між учасниками угоди. Як правило, розміщує облігації в кількох країнах емісійний синдикат, що іноді складається з кількох десятків фінансових інституцій. Домінуюча форма розміщення — андеррайтинг, тобто викуп облігацій членами синдикату з подальшим їх перепродажем кінцевим інвесторам.

Досвід великих російських компаній (НК “Лукойл”, ВАТ “Мосенерго” і “Іркутськенерго”, НК “Татнафта” та ін.) засвідчує, що розміщення єврооблігацій триває близько року. Велику роль у цьому відіграє валютний ризик, адже девальвація національної валюти може звести нанівець всі переваги цього виду позик, значно зростуть виплати за єврооблігаціями. Саме так сталося в Росії під час фінансової кризи 1998 р.

Ще одним інструментом залучення прямих зарубіжних інвестицій у сучасних економічних умовах є випуск і розміщення серед потенційних стратегічних інвесторів депозитарних розписок на акції вітчизняних емітентів.

Депозитарна розписка — це цінний папір, що обертається на ринку і підтверджує право власника на певну кількість цінних паперів, депонованих у депозитарії.

У законодавстві України відсутнє визначення депозитарних розписок як цінних паперів. У нормативних документах зазначається, що депозитарна розписка — це документ, який випускається іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства [8, с. 38].

Необхідність випуску і розміщення депозитарних розписок виникає тоді, коли безпосереднє розміщення первинної або додаткової емісії акцій компанії серед певного кола потенційних прямих іноземних інвесторів неможливе з таких причин:

- через наявність у країні юрисдикції прямого інвестора законодавчих обмежень на вивезення капіталу;
- відсутність у потенційного інвестора дочірньої компанії, що функціонує у країні емітента і могла б бути покупцем акцій;
- наявність суттєвих ризиків, пов'язаних з відповідальним зберіганням цінних паперів, що є власністю прямого інвестора;
- неоптимальний механізм розрахунку і конвертації дивідендів та інших виплат прямому інвестору від участі в капіталі підприємства.

Випуск депозитарних розписок на емісію акцій емітента дає змогу реальним зарубіжним інвесторам отримати контрольний пакет акцій об'єкта інвестування і водночас мінімізувати ризик, пов'язаний з обігом належних їм цінних паперів, оскільки він регламентується не тільки національними, а й міжнародними правовими нормами.

Особливо поширені *американські депозитарні розписки (ADR)*. Значною мірою це пояснюється тим, що згідно із законодавством США цінні папери іноземних емітентів, випущені в іншій, ніж ADR, формі, не допускаються в обіг на фондовому ринку США. Американська депозитарна розписка — це сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість американських депозитарних акцій або глобальних депозитарних акцій, які, у свою чергу, засвідчують право власності на певну кількість цінних паперів іноземного емітента.

Зарубіжні емітенти можуть здійснювати кілька програм ADR різного рівня, а саме:

1-го рівня — для виведення цінних паперів зарубіжного емітента в обіг на позабіржовому ринку США. Ця програма не спрямована на залучення емітентом нового акціонерного капіталу і має на меті підвищити ліквідність і ринкову вартість акцій за рахунок збільшення кількості інвесторів на американському фондовому ринку. Програмою передбачаються мінімальні витрати коштів і часу на організацію; у ній висуваються мінімальні вимоги до розкриття інформації емітентом;

2-го рівня — проходження емітентом лістингу на одній з американських фондових бірж. Ця програма не надає можливості розміщувати додаткову емісію цінних паперів емітента на фондовому ринку США, проте висуває вищі вимоги до розкриття інформації емітентом, подання ним фінансової звітності відповідно до американських стандартів бухгалтерського обліку;

3-го рівня — основа для залучення додаткового капіталу від розміщення АДР, випущених на задепоновані акції емітента. Ця програма оптимальна для укладення угоди про залучення прямого фінансування;

за правилом 144A. Ця програма дає змогу залучати пряме фінансування з максимальним спрощенням для зарубіжного емітента офіційних процедур надання інформації та реєстрації за американськими законами. Правило 144A означає, що АДР підлягають розміщенню і продажу тільки серед кваліфікованих інституційних покупців.

Основні цінні папери (тобто акції та облігації, що емітовані корпорацією) — це базові активи, на які можуть бути випущені **похідні (вторинні) цінні папери**, або деривативи.

Вартість похідних цінних паперів залежить від ціни основних, до яких вони випускаються, і утворюється з цієї ціни.

Хоча похідні цінні папери безпосередньо не є інструментом залучення капіталу, але вони виконують певні специфічні функції і, отже, відіграють помітну роль у функціонуванні корпорацій. Найпоширенішими деривативами є опціони різних типів.

Опціон — це стандартизований контракт, який дає право його власникові на придбання (опціон на купівлю — *call*) чи на продаж (опціон на продаж — *put*) у визначений термін зазначену в опціоні кількість базового активу за зафіксованою при укладенні угоди ціною (ціна виконання).

Якщо передбачено, що опціон можна реалізувати тільки у якийсь визначений день, цей опціон називають “європейським”. Якщо ж

опціон можна реалізувати як у визначений день, так і до цього дня, такий опціон називають “американським”.

Різновидом опціону на купівлю є **варант**, який випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями і надає його власникові право на придбання простих акцій цього емітента протягом певного періоду за певною ціною.

Опціони, випущені на акції та облігації компаній, безпосередньо не є інструментом залучення додаткового капіталу; ринок опціонів не додає грошей на фінансування діяльності корпорацій. Опціони, як й інші похідні цінні папери, створюють фіктивний капітал і забезпечують його рух. Мало того, похідні цінні папери є фіктивним капіталом у найчистішому вигляді. Нині торгівля опціонами є дуже популярною спекулятивною операцією на фінансових ринках країн з розвиненою ринковою економікою (зокрема, у США), яка дає можливість дуже швидко отримати непоганий дохід і великі комісійні.

У 1973 р. в Чикаго було засновано біржу опціонів, яка мала майже постійний успіх. Протягом п’яти років інвестори уклали опціонні угоди на купівлю або продаж більш як 10 млн акцій щоденно. Нині опціонами торгують на багатьох біржах. Торгівля опціонами — це спеціалізований бізнес, технологіям якого присвячені спеціальні посібники. Методи визначення вартості опціонів та їх застосування докладно розглядаються в окремих виданнях з корпоративних фінансів [21, с. 527–586].

Крім надання можливостей здійснення арбітражних (спекулятивних) операцій похідні цінні папери виконують функцію управління фінансовими ризиками, захищають інвесторів від ризиків базових активів, чим сприяють вкладанню коштів в основні цінні папери. Отже, опціони відіграють певну роль у функціонуванні корпорацій, хоча не доведено, що торгівля опціонами може стабілізувати чи дестабілізувати ринок акцій і облігацій.

Опціони можуть використовуватись як інструмент корпоративного управління для заохочення менеджерів компанії. Знову звернемося до досвіду США, де було започатковано механізм видання опціонів на акції компаній їх співробітникам, а в останнє десятиріччя цей механізм поширився і в європейських компаніях [66, с. 29]. Менеджери компанії отримують опціони на купівлю її акцій за фіксованою ціною, яка, звичайно, значно нижча від курсової, протягом певного періоду (як правило, 5–10 років), але не раніше встановленого терміну (зазвичай не раніше як за 2 роки після його отримання).

Здебільшого опціон реалізується у вигляді премії, тобто санкціонується керівництвом компанії після досягнення поставленої мети (досягнення певного рівня доходності фірми, отримання вищого прибутку від заданого, темп підвищення курсу акцій, результати роботи окремих підрозділів тощо). Щоб менеджери компанії могли використати свої опціони, у компанії мають бути “вільні” акції, які потрібно або викупити в акціонерів, або емітувати, що призводить до розпорощення капіталу. Цього можна уникнути, якщо застосувати іншу типову схему: співробітники отримують готівкою бонус, розмір якого залежить від підвищення курсу акцій компанії (сума бонусу дорівнює різниці між поточною вартістю акцій та встановленим фіксованим рівнем).

Запровадження опціонних схем уможливорює часткове усунення суперечностей між акціонерами і менеджерами; якщо останні самі стають акціонерами (або отримують опціони на акції), їх інтереси значно наближуються, конфлікт пом'якшується. Опціонні схеми дуже широко використовують молоді компанії, вони розповсюджують їх серед великої кількості співробітників. Власне, і великі корпорації також часто вдаються до цих методів.

Наприклад, у провідних інвестиційних банках США “Merrill Lynch” і “Morgan Stanley” службовцям належить більше половини акціонерного капіталу [66, с. 30].

Дефіцит ліквідності й гостра проблема неплатежів в українській економіці деякою мірою можуть бути пом'якшені шляхом застосування компаніями векселів та інших короткострокових цінних паперів. Торговельний вексель є цінним папером, що використовується серед компаній для фінансування товарних операцій. Згідно із Законом України “Про цінні папери і фондову біржу” *вексель* — це боргове зобов'язання, що надає його власникові безумовне право вимагати після настання терміну платежу від векसेледавця простого або акцептанта переказного векселя сплати вексельної суми. Обіг векселів регулюється особливими нормами права — вексельним правом, що вимагає насамперед правильного оформлення векселя, у противному разі він буде недійсний.

Згідно зі ст. 5 Закону України “Про обіг векселів в Україні” [5] форма і порядок виготовлення бланків векселів затверджуються ДКЦПФР; векселі не можуть бути переведені у бездокументарну форму (знерухомлені).

Розблокуванню неплатежів і залученню кредитів може сприяти застосування корпораціями особливого виду цінних паперів — складських свідоцтв як фінансового інструмента отримання кредитів під заставу запасів товарів.

Складське свідоцтво (СС) — це товаронаповнений цінний папір, що видається зберігачем (товарним складом) на підтвердження прийняття товарів на зберігання. Складське свідоцтво є неемісійним цінним папером, для випуску якого не потрібні державна реєстрація і реєстрація проспектів емісії. В Україні ще немає нормативних документів, які визначають особливості СС. У Росії частково розроблено правову базу використання СС. Розрізняють СС двох типів: прості та подвійні. Просте СС є цінним папером на пред'явника і складається з однієї частини. Подвійне СС складається з двох частин: складського свідоцтва — А і заставного свідоцтва — Б (варанта), які є цінними паперами і можуть обертатися разом або окремо на біржовому і позабіржовому ринках.

Варант використовують як заставу для отримання кредиту. Його відокремлюють від подвійного СС і передають кредитору; при цьому на частині А в подвійному СС роблять позначку про суму отриманого кредиту і відсотки за ним. Отже, покупець частини А подвійного СС сповіщається про наявність застави і її суму, а для отримання товару зі складу йому необхідно розрахуватися з кредитором, оскільки це можливо лише в обмін на обидві частини подвійного СС.

Застосування СС може позитивно вплинути не тільки на фінанси окремих компаній, а й на фінансову систему держави, оскільки:

- дає можливість відмовитися від бартеру;
- сприяє залученню в ринковий оборот активів підприємств, що раніше не працювали (майна, запасів);
- прискорює оборотність обігових коштів підприємств, оскільки підвищує ліквідність товару за рахунок обороту частини А подвійних СС на ринку при незмінному перебуванні товару на складі;
- може підвищити збір податків, якщо СС прийматимуть податкові органи на погашення заборгованості підприємств бюджету з подальшою реалізацією на біржовому та позабіржовому ринках;
- сприяє значному розширенню кредитування підприємств під заставу СС, які є якісним забезпеченням банківських позик.

Складські свідоцтва є перспективними цінними паперами. Введення їх у повномасштабний обіг потребує захисних заходів щодо підвищення довіри до них. В Україні необхідно розробити нормативну базу для забезпечення умов професійної діяльності учасників ринку СС, встановити єдині правила і стандарти здійснення операцій з ними, створити єдину інформаційну базу даних СС.

2.2. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку

Розглянемо операції, які здійснюються на фондовому ринку корпорації з власними цінними паперами, зокрема це емісія (первинна і додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку; придбання і перепродаж власних цінних паперів на вторинному ринку; обмін облігацій на акції; рефінансування облігацій.

Емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку — основна операція, що забезпечує корпорації джерелами фінансування. Цю емісію називають промисловою, оскільки вона створює умови для інвестиційної та виробничої діяльності емітентів. Саме вона є визначальною у становленні фондового ринку.

Промислову емісію акцій здійснюють у таких випадках:

- у разі заснування нового АТ;
- збільшення статутного фонду АТ;
- перетворення закритого АТ на відкрите.

Емісію боргових цінних паперів (корпоративних облігацій) здійснюють після прийняття рішення про залучення додаткового капіталу шляхом облігаційної позики.

Процедури емісії в усіх країнах світу регулює держава; правове регулювання може бути більш-менш жорстким залежно від конкретної країни.

Зазвичай публічна (відкрита) емісія цінних паперів потребує реєстрації інформації про емісію. Для цього необхідно підготувати певні документи. Наприклад, у США потрібно скласти так званий реєстраційний документ для подання до Комісії з цінних паперів і бірж (SEC). Це великий за обсягом документ, який містить інформацію

про історію фірми, особливості діяльності, плани на майбутнє і попередній проспект емісії. Комісія вивчає цей документ і в разі потреби надсилає компанії Меморандум про недоліки. Виправлений варіант документа комісія реєструє. До речі, деякі публічні емісії у США не потребують складання реєстраційного документа, зокрема на суму менш як 1,5 млн дол.

В Україні діє порядок реєстрації випуску акцій та облігацій і надання інформації про їх емісію, затверджений ДКЦПФР [12]. Відкриті акціонерні товариства зобов'язані спочатку зареєструвати інформацію про емісію акцій. Для цього вони подають до реєстраційного органу такі документи:

- заяву про реєстрацію інформації про емісію акцій;
- нотаріально засвідчену копію установчого договору (у разі здійснення першої емісії акцій);
- докладну інформацію про емісію акцій ВАТ;
- копію платіжного доручення про сплату державного мита за реєстрацію інформації про емісію в розмірі 0,1 % сумарної номінальної вартості акцій, на які планується підписка;
- рішення про емісію акцій, оформлене протоколом, засвідчене підписом керівника та печаткою емітента;
- баланси, звіти про фінансові результати, засвідчені підписами та печатками емітента та аудитора, висновки аудитора станом на перше число поточного кварталу і станом на перше число поточного року, в якому подаються документи для реєстрації.

При першій емісії акцій аудитор готує висновок про спроможність засновників — юридичних осіб сплатити відповідні внески до статутного фонду.

Якщо подані документи відповідають чинному законодавству і вимогам, встановленим ДКЦПФР, то відбувається реєстрація інформації про емісію акцій (протягом 30 днів з моменту подання заяви і необхідних документів до реєстраційного органу). Після цього емітент має право опублікувати інформацію про емісію і підписку на акції. Протягом 15 днів після закінчення терміну підписки ВАТ подає до реєстраційного органу звіт про результати підписки на акції. Якщо підписка відбулася, ВАТ має подати до реєстраційного органу відповідні документи для реєстрації випуску акцій.

У разі випуску облігацій АТ подає до реєстраційного органу необхідні документи для одночасної реєстрації випуску облігацій та інформації про їх емісію.

Відповідальною процедурою є первинне розміщення випуску акцій і облігацій, адже від цього залежить поповнення фінансових ресурсів корпорації (а в разі першої емісії акцій — заснування ВАТ). Можливі два способи публічного розміщення акцій і облігацій: безпосередній продаж інвесторам за допомогою андеррайтерів або підписки. Найбільшою мірою процедура андеррайтингу поширена у США; взагалі ж у світі популярніше розміщення за підпискою. У ст. 29, 30 Закону України “Про господарські товариства” [2] також передбачене розміщення акцій шляхом відкритої підписки на них у ВАТ і розподілу всіх акцій між засновниками в ЗАТ. При створенні АТ відкрити підписку організовують засновники. Вони зобов’язані бути держателями акцій на суму щонайменше 25 % статутного фонду строком не менш як два роки. Термін відкритої підписки на акції не повинен перевищувати шести місяців. Якщо за цей час підпискою не буде охоплено 60 % акцій, АТ вважається незаснованим. Особи, які бажають придбати акції, зобов’язані внести на рахунок засновників щонайменше 10 % вартості акцій, на які вони підписалися; після цього засновники видають цим особам письмове зобов’язання про продаж відповідної кількості акцій. До дня скликання установчих зборів особи, що підписалися на акції, повинні внести з урахуванням попереднього вкладу, щонайменше 30 % номінальної вартості акцій або щонайменше 50 %, якщо всі акції АТ розподіляються між засновниками. Акціонери у встановлені установчими зборами строки, але не пізніше як рік після реєстрації АТ, зобов’язані сплатити повну вартість акцій.

Підписка на додатково випущені акції здійснюється у такому ж порядку, як і на акції, випущені вперше. Акціонери користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

Процедура андеррайтингу вітчизняним законодавством не регулюється і поки що практично не застосовується. У зарубіжних країнах андеррайтинг здійснюють інвестиційні банки (андеррайтери) — фірми, що забезпечують початковий продаж цінних паперів корпорацій на первинному ринку. Для цього вони надають консультації корпораціям щодо того, які папери доцільно випускати — акції чи облігації; якщо варто випускати облігації, то інвестиційні банки пропонують вибрати їх вид, термін обороту і відсотки; гарантують корпорації ціну нових цінних паперів і продають їх інвесторам.

Якщо планується випустити великий обсяг цінних паперів, то кілька інвестиційних банків утворюють синдикат для того, щоб

спільно здійснювати андеррайтинг з метою диверсифікації ризику при реалізації цінних паперів.

Всесвітньо відомими інвестиційними банківськими фірмами США є “Merrill Lynch”, “Morgan Stanley”, “Salomon Brothers”, “First Boston Corporation” та “Goldman Sachs”. За обсягом розміщених акцій і облігацій перше місце посідає фірма “Merrill Lynch”. Наприклад, тільки протягом 1991 р. ця фірма керувала розміщенням 561 емісії на загальну суму понад 100 млрд дол. [50, с. 400].

Існують дві основні форми андеррайтингу — фірмове зобов'язання і розміщення за принципом найкращих умов на ринку. Андеррайтинг за принципом фірмового зобов'язання є найпоширенішою формою для розміщення великих емісій (понад 10 млн дол.) у США. Вона передбачає, що андеррайтер викупує в емітента весь обсяг емісії за договірною ціною, а потім продає цінні папери за ринковою ціною; спред (різниця між ринковою та договірною цінами), що виникає при цьому, є платою за послуги андеррайтера. Отже, при застосуванні фірмового зобов'язання емітент отримує обумовлену угодою купівлі-продажу цінних паперів суму, а всі ризики, пов'язані з реалізацією цінних паперів, бере на себе андеррайтер.

Розміщення за принципом найкращих умов на ринку передбачає, що андеррайтер діє як агент емітента і отримує комісійну винагороду за фактичне розміщення цінних паперів. За угодою андеррайтер зобов'язується всебічно сприяти продажу цінних паперів за обумовлену ціну, але він не гарантує, що емітент отримає певну суму грошей.

Якщо андеррайтер не має змоги розмістити всю емісію за ціною пропозиції, то залишок цінних паперів вилучається з продажу, переоцінюється, може бути запропонований інвесторам пізніше або повернутий емітенту. Таку форму розміщення андеррайтингу використовують переважно для порівняно невеликих емісій (до 2 млн дол.).

При розміщенні емісії застосовують також метод поєднання підписки з наступним андеррайтингом — так званий очікуваний андеррайтинг. Це домовленість, згідно з якою андеррайтер дає фірмове зобов'язання викупити нерозміщені за підпискою акції емісії. Отже, корпорація страхується від неповного розміщення акцій, звісно, сплачуючи певні комісійні андеррайтеру за очікування.

Публічна емісія цінних паперів потребує фінансових витрат, розмір яких залежить від форми розміщення. Компанії повинні враховувати витрати обігу цінних паперів, плануючи обсяги емісій і вибираючи способи їх поширення.

Наведемо основні витрати, пов'язані з продажем акцій:

спред — прями витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андеррайтери продають акції;

інші прямі витрати емітента (не пов'язані з компенсацією за послуги андеррайтерів) — витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів; податкові платежі; публікацію інформації про емісію;

непрямі — витрати керівництва компанії на організацію нової емісії;

заниження цін розміщення — у разі первинного публічного розміщення цінні папери компанії продаються за заниженою порівняно з реальною вартістю ціною. Зарубіжний досвід свідчить, що витрати з розміщення цінних паперів у процентному вираженні до обсягу емісії суттєво знижуються при зростанні останнього. Наприклад, при відносно невеликих емісіях (до 10 млн дол.) прями витрати дещо перевищують 10 % коштів, отриманих від реалізації акцій, тобто на 10 млн дол. емісії прями витрати компанії становитимуть 1 млн дол. При обсягах емісії 10–20 млн дол. прями витрати знижуються до 7 %, при 50–100 млн дол. вони становлять 4 %.

Сумарні витрати на публічні емісії найвищі, якщо компанія використовує андеррайтинг за принципом найкращих умов на ринку; нижчими є сумарні витрати при застосуванні андеррайтингу за принципом фірмового зобов'язання. Найнижчі сумарні витрати спостерігаються при розміщенні за підпискою. Так, за даними американських досліджень, середні витрати обігу при продажу акцій становлять: за принципом найкращих умов на ринку — 6,17 % обсягу залучених коштів; з використанням очікуваного андеррайтингу — 6,05; за підпискою — 2,45 % [50, с. 417]. Але незважаючи на це, компанії у США значно частіше використовують андеррайтинг, ніж розміщення за підпискою. Цей факт неможливо переконливо пояснити.

Реалізація корпоративних цінних паперів залежить від їх інвестиційної привабливості, що відображається в рейтингах інвестиційних агентств (наприклад, таких відомих у світі, як “Moody’s” та “Standard and Poor’s”). Рейтинги важливі як для компаній-емітентів, так і для інвесторів.

У рейтингах цінні папери компаній поділяються на класи якості залежно від ризику несплати — від найвищої до найнижчої. При цьому можуть враховуватися різні показники — платоспроможність, обсяг і структура боргу, стабільність грошових потоків, рента-

бельність активів компанії-емітента та ін. Постійної формули для розрахунку рейтингів не існує. Рейтинг облігацій є показником ризику невиконання боргового зобов'язання, тому він впливає на процентну ставку облігації і вартість боргового капіталу фірми. Більшість інституційних інвесторів (банки, пенсійні та інвестиційні фонди) купують облігації тільки з певними інвестиційними якостями; у США їм заборонено законом купувати облігації з низьким рейтингом, тобто так звані спекулятивні, або макулатурні. Рейтинги облігацій базуються на аналізі великої кількості якісних і кількісних показників (стабільність збуту і прибутків емітента; ступінь забезпечення облігації заставою; наявність амортизаційного фонду для забезпечення систематичної виплати відсотків; застосування будь-яких антимонопольних дій проти емітента; відсоток збуту і прибутку, який компанія одержує від операцій за кордоном; політичний клімат у країнах здійснення операцій та ін.).

Рейтингові агентства проставляють на облігаціях певні позначки, що показують, до якої категорії вони належать. За позначеннями агентства “Standart and Poor’s” найнадійнішими є облігації з позначками “AAA” та “AA”, а потім “A” і “BBB”. Облігаціями нижчих категорій є “BB”, “B”, низької якості — “CCC”, “CC”, спекулятивними (макулатурними) — “DDD”, “D”. Якщо рейтинг облігацій компанії впаде нижче категорії “BBB”, їй буде важко розповсюджувати нові облігації.

В Україні рейтинги цінних паперів визначає Асоціація позабіржової фондової торговельної системи (ПФТС). Її рейтинги, по суті, мають вирішальне значення (оскільки відсутні конкуренти — укладачі рейтингів) щодо надання інформації про інвестиційні якості цінних паперів українських емітентів. Поки що рейтинг визначається для обмеженого кола емітентів цінних паперів. Наприклад, у 2000 р. у запропонованому рейтингу ПФТС фігурувало лише 25 емітентів акцій (загалом в Україні зареєстровано понад 18 тисяч емітентів цінних паперів) [37, с. 28].

Наступна операція з корпоративними цінними паперами — *придбання АТ власних акцій*. Акціонерне товариство може викупати власні акції для їх наступного перепродажу, розповсюдження серед своїх працівників або анулювання. За вітчизняним законодавством ця операція може здійснюватися тільки за рахунок сум, що перевищують статутний фонд; викуплені акції мають бути реалізовані або

анульовані протягом року. Розподіл прибутку, а також голосування і визначення кворуму на загальних зборах акціонерів здійснюють без урахування придбаних АТ власних акцій. З'ясуємо основні причини здійснення компаніями операцій з викупу власних акцій.

Можливі кілька ситуацій, що спонукають менеджерів до викупу. *Перша ситуація* — коли викуп власних акцій може бути альтернативою дивідендним виплатам компанії. При цьому акціонери, які зберегли свої акції, володітимуть більшою часткою активів фірми, тому їх добробут не знижуватиметься при переході компанії від виплати грошових дивідендів до викупу акцій і видачі їх акціонерам. Крім того, у них є вибір — продати додаткові акції за ринковою ціною, сплатити податок і отримати гроші, якщо вони потрібні зараз, або залишити акції в себе. При виплаті дивідендів усі акціонери мають їх отримати. За певних умов спрямування коштів АТ на викуп частини власних акцій для розподілу їх між акціонерами може бути вигідніший для акціонерів, ніж отримання більшої суми дивідендів.

Зауважимо, що ситуація, коли АТ, маючи готівку для сплати дивідендів, спрямовує її на викуп власних акцій, щоб розподілити їх замість того, щоб підвищувати дивіденди, навряд чи нині можлива в Україні.

За умов нерозвиненого вторинного ринку цінних паперів акції мають низьку ліквідність, тому акціонери швидше віддають перевагу поточним виплатам дивідендів як надійнішому доходу, ніж отриманню додаткових акцій, які важко продати.

Друга ситуація (знову таки із зарубіжного досвіду [22]) — коли викупувються власні акції замість того, щоб підвищувати дивіденди. При цьому в поточному році компанія отримує тимчасове підвищення припливу коштів і не сподівається, що так буде в майбутньому. За таких умов менеджери найімовірніше продовжуватимуть вважену дивідендну політику, тобто не будуть різко підвищувати виплату дивідендів грошима, а розподілять кошти у вигляді викуплених акцій, щоб уникнути зниження дивідендів у наступний період.

Третя ситуація, що ініціює викуп власних акцій, так само поширена у країнах з розвиненим фінансовим ринком. Компанія, переживаючи період зниження цін на свої акції, шляхом викупу великих пакетів акцій намагається підвищити їх курс. У багатьох випадках запровадження програм викупу власних акцій справді сприяє встановленню довіри інвесторів і ціна на акції підвищується, але існує небезпека, що вона знову знизиться після припинення АТ операцій з

викупу. Як зазначалося, компанії необхідно мати власні акції в портфелі на той час, коли власники опціонів і варантів, випущених на її акції та облигації, зможуть скористатися наданими правами. Отже, реалізація опціонів і варантів так само призводить до необхідності здійснення операцій з викупу власних акцій.

Час від часу компанії можуть здійснювати такі операції, як подрібнення та консолідація акцій. **Подрібнення акцій** — це збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька, наприклад подрібнення 3:1 означає, що кожна акція замінена на три. Якщо акція має номінальну вартість, то подрібнення супроводжується відповідним зниженням їх номінальної вартості. У розглядуваному прикладі вона зменшиться втричі. Подрібнення акцій можливе тоді, коли надто високі ціни на акції, що незручно для дрібних інвесторів. Подрібнення акцій інколи вигідне для акціонерів, адже ринок не завжди реагує на збільшення кількості акцій компанії в обігу відповідним зниженням ринкової ціни акції. Якщо остання не знизиться втричі, то акціонер, отримавши втричі більшу кількість акцій, може мати додатковий дохід від продажу акцій. Зазвичай подрібнення акцій не впливає на загальний прибуток компанії і не збільшує її фінансові ресурси, а прибуток, що припадає на кожну акцію в обігу, зменшується.

Процедуру подрібнення акцій компанії застосовують дуже часто. Не так часто компанії здійснюють **консолідацію** (або зворотний спліт), тобто зменшують кількість акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну (наприклад, три старі акції на одну нову) з відповідним підвищенням номінальної вартості акції. Однією з причин цього може бути встановлення біржами обмеження щодо мінімальної ціни однієї акції; зворотний спліт може підняти ціну до цього мінімуму.

Якщо АТ залучає капітал за рахунок довгострокових облигаційних позик, може виникнути потреба в рефінансуванні.

Рефінансування облигацій — це достроковий викуп випущених облигацій із заміною їх на облигації нового випуску з нижчою процентною ставкою. Ця операція може бути вигідною при зниженні ринкових процентних ставок. За право дострокового викупу компанія має платити; пов'язані з можливістю викупу додаткові витрати складаються зі сплати за підвищені купони як компенсації покупцям облигацій за право викупу, а також виплати премії в разі реалізації цього права.

З'ясуємо на прикладі, чи вигідне рефінансування облигацій компанії [50, с. 388–389].

Приклад. Ставка купона облигацій корпорації, що перебувають в обігу, $C_o = 10\%$.

Ставка купона облигацій нового випуску, що дорівнює поточній ринковій ставці, $C_n = 8\%$.

Премія інвесторам з розрахунку за одну облигацію $C_p = 200$ дол.

Номінальна вартість облигації — 1000 дол.

Розв'язання. Якщо облигації замінити, то щорічна економія на сплаті відсотків на одну облигацію становитиме

$$(C_o - C_n) \cdot 1000 = (10 - 8) : 100 \cdot 1000 = 20 \text{ дол.}$$

Нинішня вартість цієї економії:

$$PV = \frac{20}{C_n} = \frac{20}{0,08} = 250 \text{ дол.}$$

Чиста нинішня вартість операції рефінансування

$$NPV = PV - C_p = 250 - 200 = 50 \text{ дол.}$$

Отже, рефінансування вигідне компанії.

2.3. Формування і розвиток в Україні ринку корпоративних цінних паперів

У сучасному світі розвинений фондовий ринок є необхідним елементом фінансової системи країни і засобом ефективного функціонування її економіки, оскільки він виконує функцію залучення інвестиційних ресурсів до реального сектора економіки. Аналіз стану вітчизняного фондового ринку, вагомим сегментом якого є ринок корпоративних цінних паперів, свідчить про те, що для ефективного виконання цієї функції ринок ще потребує певного розвитку (табл. 2.1).

Як свідчить історія, обіг корпоративних цінних паперів став результатом довготривалого еволюційного розвитку економіки і зростання потреб підприємств, що ефективно працюють, у додаткових фінансових ресурсах, які почали залучатися через фондовий ринок. В Україні ж корпоративні цінні папери з'явилися не з об'єктивних

Таблиця 2.1

Етапи розвитку фондового ринку України

Період, років	Законодавчо-нормативна основа	Характеристики етапів	
		кількісні	якісні
1	2	3	4
1991–1994	Закони України “Про цінні папери і фондову біржу” (1991 р.), “Про господарські товариства” (1991 р.)	Обсяг угод з купівлі-продажу цінних паперів на Українській фондовій біржі, грн.: 1992 р. — 335,6 1993 р. — 33976,3 1994 р. — 429625	Заснування першої в державі Української фондової біржі (1991 р.). Низькі темпи розвитку ринку цінних паперів, пов’язані з повільними темпами приватизації, відсутністю інфраструктури, недостатнім правовим регулюванням. Відсутність системи обліку прав власності на цінні папери
1995–2000	Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів (1995 р.). Закони України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (1996 р.), “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (1997 р.)	Обсяг випущених акцій на 01.01, млн грн.: 1998 р. — 9,97; 1999 р. — 12,24; 2000 р. — 31,682. Частка акцій фінансово-кредитних установ (комерційні банки, страхові компанії, інвестиційні фонди та компанії) у загальній кількості акцій, %: 1998 р. — 6; 1999 р. — 13. Обсяг випущених облігацій, млн грн.: 1996–1997 рр. — 116,4; 1998 р. — 8,19;	Розширення фондового ринку як результат прискорення темпів приватизації. Корпоративна форма власності стає провідною. Створення державної системи регулювання фондового ринку в особі ДКЦПФР. Збільшення частки організованого ринку в торгівлі цінними паперами. Створення інвестиційних фондів та компаній (найбільшу кількість було зареєстровано у 1996–1997 рр.) для здійснення операцій з приватизаційними

1	2	3	4
		<p>1999 р. — 132,1. Обсяг торгів, млрд грн.: 1997 р. — 7,5; 1998 р. — 10,456; 1999 р. — 16,8. Частка організованого ринку в загальному обсязі торгів, %: 1998 р. — 5; 1999 р. — 11,3. Організований ринок — шість фондових бірж; дві торговельно-інформаційні системи</p>	<p>паперами. Створення мережі реєстраторів іменних цінних паперів. Заснування в 1999 р. Національного депозитарію України з метою формування цілісної системи обліку прав власності на цінні папери українських емітентів. Уповільнення темпів приватизації (1999 р.). Невеликі обсяги залучення інвестицій промисловими підприємствами шляхом випуску акцій та облігацій</p>
2001 і далі	<p>Закони України “Про обіг векселів в Україні” (2001 р.), “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” (2001 р.), “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” (2001 р.). Необхідно прийняти</p>	<p>Обсяг випущених акцій на 01.01.01 — 46,515 млрд грн, корпоративних облігацій в 2001 р. — 694,33 млн грн</p>	<p>Завершення масової приватизації. Удосконалення системи захисту прав інвесторів. Підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів, розвиток нормативно-правової бази. Подальший розвиток інфраструктури фондового ринку, системи біржової торгівлі для підвищення ліквідності та прозорості фондового ринку, розвитку його інформаційних технологій. Розвиток ринку похідних цінних паперів.</p>

1	2	3	4
	законопроекти “Про недержавні пенсійні фонди”, “Про похідні цінні папери”, “Про акціонерні товариства”, нову редакцію Закону України “Про цінні папери і фондову біржу”		Створення ф’ючерсних та опціонних підрозділів бірж з торгівлі деривативами. Удосконалення механізмів доступу дрібних інвесторів до операцій з цінними паперами через інститути фінансових посередників. Збільшення обсягів залучення інвестицій підприємствами шляхом емісії акцій та облігацій

причин, а були штучно ініційовані програмою приватизації та корпоратизації державних підприємств. Отже, питома вага акцій, випущених внаслідок корпоратизації державних підприємств у 1994–1998 рр., становила майже половину загального обсягу зареєстрованих ДКЦПФР емісій акцій, а акції, що були емітовані на загальних підставах (тобто з метою розміщення самими підприємствами серед інвесторів для залучення додаткових коштів), — близько 20 % [46, с. 5]. Ця тенденція зберігалась і надалі. Так, за вісім місяців 2001 р. (з січня по серпень) було випущено акцій з метою залучення коштів (за даними ДКЦПФР) на суму 619,56 млн грн, тоді як загальний обсяг випуску акцій становив 8319,1 млн грн. Іншими словами, більшість первинних емісій акцій не сприяла залученню реальних коштів в економіку, а лише обслуговувала процес приватизації і надходження в бюджет доходів від продажу належних державі часток у корпоративізованих підприємствах. Ринок цінних паперів створювався на тлі щорічного спаду ВВП, уповільнення процесу відтворення та зниження рентабельності підприємств. За 1990–1996 рр. щорічний темп спаду ВВП становив 13 % при загальному зниженні за 6 років на 57 % (з 1997 р. темпи зниження уповільнилися, а в 2000 р. вперше за 10 років зафіксовано зростання на 6 % порівняно з 1999 р.) [54].

У цей же період зменшилися обсяги виробництва майже всіх галузей промисловості, крім паливної та чорної металургії. Рентабельність промисловості знизилася з 35,6 % у 1993 р. до 5,8 % у 1997 р.;

нерентабельними галузями були сільське господарство, вугільна, хімічна, нафтохімічна і легка промисловість [36, с. 19]. Понад половину українських підприємств стали нерентабельними.

Не дивно, що збільшення кількості емісій акцій за таких економічних умов призвело до заповнення новонародженого вітчизняного ринку цінних паперів низькоякісними фінансовими інструментами — акціями низкорентабельних або напівзбанкрутілих емітентів.

У 1999–2000 рр. темпи приватизації уповільнились, відповідно зменшились емісії акцій, що її супроводжують; обсяги залучення інвестицій шляхом розміщення акцій не змінилися і залишилися низькими (особливо у промисловості) [45, с. 4]. Ще складнішою була ситуація з розповсюдженням корпоративних облігацій. По суті, ринок цих цінних паперів в Україні ще майже не функціонує. У 1996–1997 р. розпочались емісії облігацій підприємств, було зареєстровано їх випуски на загальну суму 116,4 млн грн. За свідченням голови ДКЦПФР О. Мозгового, протягом 1997–1998 рр., цей ринок в Україні було фактично знищено. У 1998 р. було зареєстровано випуск облігацій підприємств на суму лише 8,19 млн грн. Основною причиною цього було віднесення коштів, запозичених підприємством шляхом розміщення власних облігацій, до доходу підприємства і оподаткування податком на прибуток всієї суми отриманої позики. Іншою причиною була висока прибутковість облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), операції з якими на той час відволікли значні інвестиційні ресурси з ринку корпоративних паперів. Після скасування в 1999 р. оподаткування коштів, залучених шляхом випуску облігацій, обсяги випуску облігацій різко зросли. У 1999 р. зареєстровано їх випуск на суму 132,1 млн грн, тобто в 16,5 раза більше, ніж у 1998 р., за 8 місяців (січень–серпень) 2001 р. — на суму 327 млн грн. Розвиток ринку корпоративних облігацій — тривалий процес, інтенсивність якого залежить від багатьох чинників. У країнах з розвиненими фінансовими ринками, зокрема у США, найбільший обсяг корпоративних облігацій, що мають термін погашення 20–30 років. В Україні емісії таких облігацій найближчим часом малоімовірні; реальнішим видається випуск облігацій з терміном погашення через 4–5 років. Основними чинниками, що сприятимуть, на наш погляд, випуску облігацій українськими АТ, є такі:

- досягнення певного рівня розвитку інших секторів фінансового ринку, зокрема ринку акцій або ринку державних цінних паперів; сформована інфраструктура може бути використана для розміщення та обігу корпоративних облігацій;

- підвищення ролі позик у фінансуванні корпорацій; нині довготермінове позикове фінансування підприємства використовують дуже мало, оскільки воно або практично недосяжне, або дуже дороге;
- підвищення рентабельності АТ, збільшення кількості великих кредитоспроможних компаній, що користуються довірою інвесторів і спроможні бути емітентами облігацій.

Для подальшого розвитку ринку корпоративних цінних паперів необхідно:

- розвивати тенденції макроекономічної стабілізації, основними показниками якої є рівень інфляції, банківські процентні ставки, валютні курси;
- підвищувати реальні доходи населення, оскільки фінансові ринки спираються на заощадження приватних осіб;
- зміцнювати довіру суспільства до цінних паперів та інституціональних фінансових посередників.

2.4. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів у зарубіжних країнах і в Україні

Державне регулювання — один з найважливіших чинників, що визначає долю фондового ринку в кожній країні. Найважливішою є регламентація правил реєстрації випусків цінних паперів. У більшості розвинених країн висуваються жорсткі вимоги до реєстрації. Певною мірою це захищає інвесторів від нечесних позичальників. Проте надмірна “зарегульованість” ринку може призвести до небажаних наслідків — зниження кількості емісій, розміщення цінних паперів за межами країни. Наприклад, японські корпорації розміщують свої облігації переважно в Лондоні, де їх купують японські ж інвестори [41, с. 25].

Нині необхідність державного регулювання ринку, у тому числі й фондового, визнають усі країни. Проте існують різні підходи щодо ступеня та конкретних механізмів втручання держави у функціонування ринку цінних паперів. Розглянемо на прикладі США, Великої Британії та Німеччини регулювання фондових ринків у промислово розвинених країнах.

У Великій Британії тільки в 1986 р. було прийнято засадничий закон “Про фінансові послуги”, що започаткував розвиток законодавчої системи регулювання ринку. До цього ринок цінних паперів у цій країні регулювався значно гірше порівняно з Японією, Німеччиною і США. Ліберальний законодавчий режим призвів до того, що міжнародна торгівля євробондами переважно була зосереджена саме у Великій Британії [34, с. 14].

Дія закону про фінансові послуги поширюється не тільки на цінні папери, а й на інші фінансові інструменти (товарні ф'ючерси, опціони на дорогоцінні метали, довгострокові страхові поліси), тому в ньому використовується термін “інвестиції”, а не цінні папери, і йдеться про регулювання інвестиційного бізнесу, а не фондового ринку.

Нині у Великій Британії здійснюється реформа у сфері регулювання фінансової системи, у процесі якої розширюються повноваження нового регулюючого органу — Ради з фінансових послуг (Financial Services Authority — FSA). Сфера повноважень цієї Ради тепер охоплює контроль за регулюванням інвестиційного бізнесу відповідно до закону про фінансові послуги 1986 р., а також нагляд за банківською діяльністю, який у 1998 р. був переданий Банком Англії у компетенцію цієї Ради. Передбачається, що Рада з фінансових послуг стане єдиним регулюючим органом фінансового сектора Великої Британії. Ця Рада є незалежним недержавним органом, що підзвітний державній скарбниці, наступником комісії з цінних паперів та інвестицій, яка діяла після прийняття закону 1986 р. Згадувана комісія так само була недержавною організацією і фінансувалася за рахунок спеціальних внесків учасників фондового ринку, їй були передані всі основні повноваження з регулювання — від контролю над керуючими пенсійними фондами до контролю над торгівлею ф'ючерсами та опціонами.

Основні функції з регулювання діяльності фірм, що мають ліцензії на ведення інвестиційного бізнесу (їх понад 22 тис.), виконують спеціалізовані уповноважені органи під контролем Ради з фінансових послуг — три саморегульовані організації, шість уповноважених інвестиційних бірж і уповноважені клірингові палати. У Великій Британії більша частка інвестиційного бізнесу припадає приблизно на 6 тис. фірм, що працюють під контролем трьох саморегульованих організацій — Організації з регулювання діяльності інвестиційних

керуючих, Ради з цінних паперів і ф'ючерсів і Ради з приватних інвестицій.

Визначення і статус саморегульованих організацій регламентується законом “Про фінансові послуги”. Безпосередньою функцією цих організацій є допуск на окремі сегменти фондового ринку приватних осіб і фірм, що ведуть інвестиційний бізнес, а також моніторинг ринку, забезпечення виконання учасниками встановлених правил, розгляд суперечок і скарг.

Рада з фінансових послуг контролює шість уповноважених інвестиційних бірж: Лондонську фондову біржу (LSE), Лондонську міжнародну біржу фінансових ф'ючерсів та опціонів (LIFFE), Трейд-пойнт (Tradepoint), Лондонську біржу цінних паперів і похідних інструментів (OMLX), Лондонську біржу металів (LME) і Міжнародну нафтову біржу (IPE).

Розглядувана Рада здійснює нагляд за діяльністю двох клірингових палат, які обслуговують біржові операції; контролює діяльність клірингової палати з готівкових угод і форвардних контрактів з іноземною валютою; розслідує порушення чинного законодавства в інвестиційній сфері. Щорічно ця Рада здійснює 600 нових розслідувань; три чверті з них припадає на розслідування випадків незаконного інвестиційного бізнесу (без ліцензії). За законодавством Рада з фінансових послуг несе відповідальність за створення і реалізацію програм компенсації інвесторів (вкладників) у випадку неплатоспроможності фірм, банків. Нині існують дві окремі схеми — для інвесторів і для вкладників. Схема компенсації інвесторів передбачає виплати приватним інвесторам до граничного рівня 48 тис. фунтів стерлінгів. За схемою захисту депозитів у разі неплатоспроможності банку кожному вкладнику сплачується до 90 % загальної суми депозиту (максимум 18 тис. фунтів стерлінгів).

Рада з фінансових послуг несе відповідальність за ведення комп'ютеризованого реєстру фірм, що мають ліцензії на здійснення інвестиційного бізнесу.

Німецькому ринку цінних паперів належить вагоме місце серед фондових ринків розвинених країн. Одним із засадничих законодавчих актів, що регулюють цей ринок, є закон “Про торгівлю цінними паперами” (1994 р.). Цим законом встановлено систему контролю операцій із цінними паперами, що має кілька рівнів, оскільки Німеччина — федеративна держава [33, с. 14–15]:

- федеральний; контроль здійснює Федеральне відомство з нагляду за торгівлею цінними паперами;
- суб'єктів федерації (земель); контроль покладається на установи з нагляду за біржами;
- біржовий; на біржах контроль здійснюють відділи з контролю за торгівлею цінними паперами;
- банківський; у банках діють відділи контролю за операціями з цінними паперами.

Федеральне відомство самостійно функціонує в межах своїх повноважень і фінансується за рахунок коштів професійних учасників ринку цінних паперів; водночас воно підпорядковане Федеральному міністерству фінансів. До складу Федерального відомства входить Рада з цінних паперів, яка є дорадчим органом і формується за принципом — один представник від кожного суб'єкта федерації. Рада консулює Федеральне відомство при підготовці нормативних актів та з інших питань.

Установи з нагляду за біржами, створені на рівні земель, здійснюють адміністративно-правовий та поточний контроль. Вони видають дозволи на створення біржі, а також розпорядження про її ліквідацію, стежать за поточними угодами із цінними паперами, перевіряють правильність встановлення курсів цінних паперів, спостерігають за діяльністю брокерів, мають право звертатися до суду в разі виявлення правопорушень, а також створювати комітети з санкцій, які можуть накладати штрафи (до 50 тис. марок) або відсторонювати від участі в торгах професійних учасників, що порушують порядок і правила їх здійснення.

На біржовому рівні відділи з контролю формуються біржею. Вони здійснюють поточне спостереження за операціями із цінними паперами: збирають дані про біржові операції; контролюють правильність котирувань; дотримання біржових правил; повідомляють керівництво біржі про виявлені порушення.

Важливу роль на фондовому ринку Німеччини відіграють банки, що виконують весь спектр операцій з цінними паперами. Тільки банки мають право передавати заявки інвесторів на біржу, укладати угоди для приватних інвесторів. Відділи з контролю за операціями із цінними паперами, що створюються в банках, управляють потоками інформації і контролюють поведінку службовців, які виконують операції із цінними паперами, валютою, дорогоцінними металами, по-

хідними фінансовими інструментами. Контроль здійснюється шляхом відслідковування стану особистих рахунків співробітників і рахунків, переданих їм у довірче управління. Здійснюється також нагляд за тим, щоб робітники функціональних підрозділів банку зберігали конфіденційність інформації при виконанні операцій із цінними паперами, не передавали інформацію з одного відділу в інший; у разі потреби обмін інформацією здійснюється під жорстким наглядом контрольної служби.

Фінансова система є найбільш регульованим сектором американської економіки. Така сама ситуація існує в Японії, Канаді та європейських країнах.

Законодавча основа регулювання фондового ринку була закладена ще в 1933 р. у законі про цінні папери, причиною прийняття якого був крах фондової біржі у 1929 р. Згідно із цим законом у США було створено і діє дотепер Комісія з цінних паперів і бірж (SEC). Вона вимагає від корпорацій-емітентів реєструвати проспекти емісії, надавати громадськості певну інформацію про продаж цінних паперів, активи і доходи, а також обмежує купівлю-продаж цінних паперів корпорації найбільшими акціонерами (що відомі як інсайдери), щоб запобігти маніпуляціям з курсами цінних паперів.

У США створено установи, що здійснюють нагляд і за іншими секторами фінансового ринку, зокрема комісія з товарів і торгівлі (регулює ф'ючерсні ринки), управління контролера грошового обігу (регулює федеральні чартерні комерційні банки), управління національних кредитних спілок (регулює федеральні чартерні кредитні спілки), комісія із страхування та банків штатів (регулює чартерні банки і страхові компанії штатів), управління нагляду за ощадними установами (ощадні й позичкові асоціації). Крім того, нагляд за всіма банками покладається на Федеральну резервну систему. Федеральна корпорація страхування депозитів крім контролю за комерційними банками, взаємними ощадними і позиковими асоціаціями забезпечує страхування до 100 тис. дол. на кожного вкладника в банк; це урядова організація, в яку комерційні банки і взаємні ощадні банки роблять внески для відшкодування вкладникам збитків у разі банкрутства банку. Цю корпорацію було створено в 1934 р. після хвилі банкрутств банків у 1930–1933 рр.

Основними засобами контролю за функціонуванням фінансового ринку, що застосовуються всіма згаданими установами, є реєстрація

і перевірка бухгалтерських книг відповідних фінансових компаній та встановлення обмежень на активи, якими вони володіють [44, с. 98].

У 1996 р. було прийнято Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” [3], що визначив правові засади державного регулювання ринку цінних паперів та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних.

Закон визначає також, що державне регулювання ринку цінних паперів здійснює ДКЦПФР. Основними формами регулювання, які вона застосовує, є видача ліцензій на професійну діяльність на ринку цінних паперів; реєстрація емісій та інформації про емісію цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надходить від емітентів та осіб, які професійно працюють на ринку цінних паперів, контролюючим органам. Згідно із законом ДКЦПФР має широкі повноваження в разі виявлення правопорушень, зокрема призупинення або анулювання ліцензії; зупинення торгівлі на фондовій біржі; здійснення перевірок і ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів та осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових бірж; накладання адміністративних стягнень, штрафних санкцій за порушення законодавства; порушення питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку; зупинення або припинення допуску цінних паперів на фондові біржі; зупинення клірингу та укладення договорів купівлі-продажу на певний термін для захисту держави, інвесторів; надсилання матеріалів у правоохоронні органи щодо фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, або в Антимонопольний комітет у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства; моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ринок.

Законом передбачено, що ДКЦПФР може делегувати зареєстрованим нею саморегульованим організаціям частину повноважень з регулювання і контролю за ринком цінних паперів, зокрема щодо розробки та впровадження правил і стандартів виконання операцій; сертифікації фахівців фондового ринку; надання ліцензій особам, що здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність.

Нині в Україні вже діють 10 саморегульованих організацій, найвідоміші з них — Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), яка налічує 281 члена, і Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ), що об’єднує реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв. До її складу входять 108 членів.

Фінансуються ДКЦПФР та її територіальні відділення за рахунок коштів державного бюджету України.

З метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг і забезпечення діяльності та розвитку конкурентоспроможного ринку фінансових послуг у 2001 р. був прийнятий Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг”. Ним передбачено, зокрема, що для державного регулювання ринків фінансових послуг (крім ринків банківських послуг, цінних паперів та похідних цінних паперів) створюється спеціально уповноважений орган виконавчої влади.

Отже, можна констатувати, що започатковане і розвивається регулювання фондового ринку України з урахуванням досвіду промислово розвинених країн, який, має спільні риси із системами регулювання ринку цінних паперів, які вони застосовують. Зокрема, спільним є контроль за ринком цінних паперів як державними органами, так і саморегульованими організаціями. Але на відміну від таких країн, як США і Велика Британія, в українській системі регулювання фінансового ринку поки що відсутній надійний механізм захисту інвесторів (вкладників) у разі неплатоспроможності фінансових компаній — банків і торговців цінними паперами.

Очевидно, практична відсутність у системі регулювання гарантії повернення вкладів (адже можливість повернення банківського вкладу в сумі, що не перевищує 1200 грн, не здатна позитивно вплинути на ситуацію) стримує приплив інвестицій від населення через фінансових посередників у реальний сектор економіки, уповільнює темпи розвитку фінансового ринку.

Захист інвестора — найважливіша, але не єдина причина створення системи регулювання фондового ринку. У сучасному світі регулювання фондового ринку, визнається абсолютно необхідним для усунення “системних” помилок ринкової економіки. Проте існує багато додаткових витрат на регулювання. До прямих належать витрати праці й капіталу для формування і функціонування регулюючих органів, до непрямих — витрати фірм, що підпадають під регулювання. Зокрема, складання регулярних звітів потребує значних витрат часу висококваліфікованих фахівців (див. у розд. 3 звітність ВАТ перед ДКЦПФР). Крім того, існує концепція “пастки регулювання”, згідно з якою державний орган, призначений вводити регулюючі норми в інтересах суспільства, стає найбільшим лобістом об’єктів

регулювання, тобто фірм, що працюють на фондовому ринку (ця концепція найяскравіше виявляється в діяльності саморегульованих організацій), обмежуючи конкуренцію, діючи на користь кількох фірм і надаючи їм монопольне право на надання послуг [34, с. 18]. Отже, удосконалення вітчизняного державного регулювання фондового ринку потребує ретельного аналізу переваг і недоліків існуючих підходів до цього процесу.

Питання для самоконтролю

1. Функції акцій за умов розвиненого фондового ринку.
2. Основні ознаки класифікації акцій.
3. Роль корпоративних облігацій у діяльності АТ.
4. Які цінні папери крім акцій і облігацій можуть використовувати корпорації у своїй діяльності?
5. Особливості емісії і розміщення акцій на первинному ринку.
6. Для чого АТ можуть викупати власні акції?
7. Що таке рефінансування облігацій?
8. Етапи розвитку фондового ринку України.
9. Державне регулювання фондового ринку у США, Великій Британії та Німеччині.
10. Які форми державного регулювання ринку цінних паперів застосовуються в Україні?

Розділ 3. **ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ КОРПОРАЦІЇ І ЇЇ АНАЛІЗ**

3.1. Склад і особливості складання фінансової звітності АТ

Фінансова звітність (її типові форми) не є комерційною таємницею і є важливим засобом обміну фінансовою інформацією між фірмою та зовнішніми користувачами: потенційними інвесторами, кредиторами, постачальниками, конкурентами. Завдяки запровадженню міжнародних стандартів бухгалтерського обліку показники фінансових звітів стали своєрідною міжнародною фінансовою мовою, що забезпечує спілкування між фірмами різних країн. Інформація, що міститься у фінансовій звітності, необхідна також для прийняття управлінських рішень у межах фірми, особливо при прогнозуванні та плануванні майбутньої діяльності.

Особливо ретельно аналізується фінансова звітність ВАТ. Вони безпосередньо або через фінансових посередників пов'язані з багатьма інвесторами, залучають капітал через первинний фінансовий ринок, а також сприяють функціонуванню вторинного фондового ринку. Саме тому фінансове становище корпорацій відкритого типу цікавить багатьох учасників фінансового ринку, а також державні регулюючі органи, рейтингові агентства, фінансових аналітиків та консультантів. Аналізу фінансових звітів зарубіжних корпорацій обов'язково відведене місце в усіх підручниках і посібниках з фінансового менеджменту.

У цьому розділі увага в основному звертається на вимоги до складання та оприлюднення фінансової звітності корпорацій, що діють в Україні, а також особливостям розрахунку і аналізу фінансових показників.

Згідно із Законом України “Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні” [1], а також стандартами бухгалтерського обліку № 1 “Загальні вимоги до фінансової звітності”, № 2 “Баланс”, № 3 “Звіт про фінансові результати”, № 4 “Звіт про рух грошових коштів”, № 5 “Звіт про власний капітал”, № 20 “Консолідована фінансова звітність” АТ зобов’язані виконувати такі вимоги:

- на основі даних бухгалтерського обліку скласти фінансову звітність, що включає баланс (форму № 1), звіт про фінансові результати (форма № 2), звіт про рух грошових коштів (форма № 3), звіт про власний капітал (форма № 4) і примітки до звітів;
- АТ, що мають дочірні підприємства, крім звітів про власні господарські операції скласти консолідовану фінансову звітність;
- ВАТ не пізніше 1 червня наступного за звітним року оприлюднювати річну фінансову та консолідовану звітність шляхом публікації в періодичних виданнях або розповсюдження у вигляді окремих друкованих видань.

Форми фінансової звітності № 1–4 складають усі підприємства, а не тільки АТ, і лише окремі статті в них призначені для заповнення виключно АТ. Так, у пасиві балансу за статтею “Додатковий вкладений капітал” АТ зазначають суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їх номінальну вартість, а за статтею “Вилучений капітал” — фактичну собівартість акцій власної емісії (ця сума наводиться в дужках і підлягає вирахуванню при визначенні підсумку власного капіталу). Розділ 3 Звіту про фінансові результати (форма № 2) заповнюють ВАТ, прості акції або потенційні прості акції яких відкрито продаються та купуються на фондових біржах, і АТ, що в даний момент випускають такі акції. У цьому розділі наводяться дані про середньозважену кількість простих акцій, що перебувають в обігу протягом звітного періоду; показується середньорічна кількість простих акцій в обігу, скоригована на кількість простих акцій, що можуть бути випущені в обіг згідно з укладеними угодами (опціон, ф’ючерсний контракт тощо); чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; сума дивідендів, що припадає на одну просту акцію (остання розраховується діленням суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди). Чистий прибуток на акцію (ПНА) — Earnings Per Share (EPS), який використовується для оцінки минулих результатів діяльності ВАТ,

відбиває, як ефективно підприємство використовує ресурси, надані власниками простих акцій. У міжнародній практиці, як правило, застосовуються два показники ПНА — базисний і розбавлений. У вітчизняній звітності перший дістав назву “чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію”, а другий — “скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію”. Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, обчислюється як відношення чистого прибутку (або збитку) за звітний період до середньозваженої кількості простих акцій, що перебувають в обігу протягом цього періоду. Чисельник дорівнює чистому прибутку (збитку) звітного періоду мінус дивіденди за привілейованими акціями, знаменник розраховується за формулою середньозваженої.

Розглянемо приклад розрахунку середньозваженої кількості простих акцій в обігу. Вихідні дані наведено в табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Облік кількості простих акцій в обігу

№ п/п	Показник	Кількість простих акцій, шт.
1	Кількість акцій на початок звітного періоду (на 1 січня звітного року)	500
2	Продаж нових акцій за грошові кошти (31 травня звітного року)	500
3	Акції в обігу після випуску нових акцій (р. 1 + р. 2)	1000
4	Придбання власних акцій за грошові кошти (1 грудня звітного року)	200
5	Кількість акцій в обігу на кінець звітного періоду (на 31 грудня звітного року) (р. 3 – р. 4)	800

Розрахуємо середньозважену кількість акцій:

$$500 \cdot 5/12 + 1000 \cdot 6/12 + 800 \cdot 1/12 = 775 \text{ акцій,}$$

де 5, 6, 1 — період від дати операції до дати наступної операції, місяців; 12 — звітний рік, місяців.

Обчислюючи ПНА, слід ураховувати зміну кількості простих акцій внаслідок сплати дивідендів простими акціями; випуску документа на право придбання простих акцій, призначених для існуючих акціонерів, за ціною, нижчою від справедливої вартості простих

акцій; подібнення акцій; консолідації акцій. При цьому припускають, що ці обставини виникли на початку звітнього періоду. Скоригований ПНА передбачає врахування при його обчисленні наявності у ВАТ потенційних простих акцій.

Потенційні прості акції — це цінні папери або контракти, які надають їх власникові право на прості акції в майбутньому. До них належать конвертовані облігації; привілейовані акції, які можуть бути конвертовані у прості; варанти і опціони на акції; акції, які можуть бути придбані за спеціальними програмами для працівників; контракти, за якими учасники матимуть право на отримання простих акцій залежно від виконання вимог, передбачених цими контрактами.

Нині в Україні більшість ВАТ ще не має зазначених фінансових інструментів, але світовий досвід свідчить, що з розвитком фондового ринку вони поширюватимуться. Потенційні прості акції, за якими будуть реалізовані закладені в них права, можуть викликати розпошення прибутку на одну просту акцію, тобто привести до зменшення базисного ПНА, розрахованого на основі середньозваженої кількості простих акцій. Потенційні прості акції, що справляють такий вплив ПНА, включаються до обчислення скоригованого ПНА.

Розглянемо приклад впливу на ПНА конвертованих облігацій.

Приклад. Чистий прибуток за звітний рік — 3000 грн. Кількість простих акцій в обігу — 1550 шт. ПНА — 1,94 грн. Кількість десяти-процентних облігацій, які можна конвертувати у прості акції, — 100 шт.

Вартість облігацій, які можна конвертувати — 1000 грн.

Умови конвертації: коефіцієнт конверсії дорівнює 5, тобто 10 облігацій обмінюються на дві прості акції.

Розв'язання. Заощаджена внаслідок зменшення витрат на сплату відсотків за облігаціями сума

$$1000 \cdot 0,1 = 100 \text{ грн.}$$

Додаткові витрати на сплату податку на прибуток, пов'язані з економією на сплаті відсотків (ставка податку на прибуток — 30 %),

$$100 \cdot 0,3 = 30 \text{ грн.}$$

Скоригований чистий прибуток (чистий прибуток збільшується на суму заощаджених витрат на сплату відсотків на облігації після оподаткування та зменшується на податок на прибуток)

$$3000 + 100 - 30 = 3070 \text{ грн.}$$

Скоригована кількість простих акцій в обігу (прості акції в обігу плюс кількість простих акцій, які будуть отримані в результаті конвертування облігацій з розрахунку 10 облігацій у дві прості акції)

$$1550 + 100 : 5 = 1550 + 20 = 1570.$$

Скоригований ПНА

$$3070 : 1570 = 1,96 \text{ грн.}$$

У цьому прикладі конвертовані облігації вважаються “антирозбавляючими”, оскільки збільшують ПНА. Відповідно до вимог міжнародних стандартів такі фінансові інструменти не слід включати в обчислення скоригованого ПНА.

Внесемо деякі зміни у вихідні дані розглянутого прикладу: припустимо, що 10 облігацій можуть конвертуватися в чотири акції, тобто коефіцієнт конверсії дорівнює 2,5. Тоді відповідно зміниться скоригована кількість простих акцій в обігу:

$$1550 + 100 : 2,5 = 1550 + 40 = 1590,$$

а скоригований ПНА становитиме

$$3070 : 1590 = 1,93 \text{ грн.}$$

За таких умов конвертовані облігації розглядаються як “розбавляючі”, оскільки вони зменшують ПНА і обов’язково включаються до обчислення скоригованого ПНА.

У розділі “Рух коштів у результаті фінансової діяльності” Звіту про рух грошових коштів (форма № 3) АТ відображають за статтею “Сплачені дивіденди” суму дивідендів, сплачених грошима, а за статтею “Інші платежі” — використання коштів для викупу раніше випущених акцій.

У Звіті про власний капітал (форма № 4) є статті, за якими наводяться дані про зменшення власного капіталу АТ за рахунок викупу акцій, анулювання викуплених акцій, зменшення номінальної вартості акцій, а також про перепродаж викуплених акцій.

Великий обсяг інформації міститься у примітках до фінансових звітів АТ. По-перше, це стосується облікової політики, а також інформації, що містить додатковий аналіз статей звітності, необхідний для забезпечення її зрозумілості та доцільності.

За національними стандартами бухгалтерського обліку України підприємство повинно висвітлювати вибрану облікову політику,

описуючи принципи оцінки статей звітності. Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку (МСБО 1, 1997 р.) містять докладніші рекомендації щодо розкриття облікової політики. У них зазначається, що підприємство зобов'язане перерахувати конкретні аспекти облікової політики, необхідні для правильного розуміння фінансових звітів, а саме: визнання доходів; принципи консолідації, включаючи дочірні підприємства та асоційовані компанії; об'єднання компаній; спільні підприємства; визнання та амортизація матеріальних і нематеріальних активів; капіталізація витрат на позики та інших витрат; будівельні контракти; інвестиційна власність; оренда; витрати на наукові дослідження і розробки; запаси; податки, включаючи відкладені; резерви; витрати на виплати працівникам; хеджування; зазначення господарських і географічних сегментів та основи розподілу витрат між ними; облік інфляції; державні гранти.

Діяльність підприємства висвітлюється з різних боків. Зазначені міжнародні стандарти вимагають надавати додаткову інформацію не тільки про підприємство загалом, а й про його складові — сегменти. З цією метою виокремлюються господарські та географічні сегменти, щодо яких у примітках зазначаються такі показники: дохід сегмента; витрати; результати діяльності; активи; зобов'язання; собівартість основних засобів і нематеріальних активів, придбаних протягом певного періоду; амортизація; негрошові витрати (інші, крім амортизаційних відрахувань); частка підприємства у чистому прибутку або збитках асоційованої компанії, спільного підприємства або інші інвестиції, облік яких ведеться за методом участі в капіталі, якщо майже всі операції асоційованої компанії здійснюються в межах тільки цього сегмента, і сума пов'язаних з цим інвестицій.

У дод. 2 для прикладу наведено фрагменти з фінансових звітів і приміток до них корпорації “Microsoft”, підготовлених на підставі вимог МСБО.

У примітках до фінансових звітів АТ повинні подати таку інформацію:

- про загальну кількість і номінальну вартість акцій, на які передбачається підписка, а також на які здійснено підписку порівняно з передбаченою;
- про загальний розмір коштів, отриманих під час підписки, як плата за акції у грошовій формі (із зазначенням кількості акцій), у вигляді майна (із зазначенням його вартості та

кількості акцій) і в іноземній валюті (із зазначенням кількості акцій і курсу валюти);

- про акції у складі статутного капіталу за окремими типами і категоріями (зазначають кількість випущених акцій разом з несплаченою частиною статутного капіталу; номінальна вартість акції; зміни протягом звітного періоду щодо кількості акцій, що перебувають в обігу; права, привілеї та обмеження, пов'язані з акціями, у тому числі обмеження щодо розподілу дивідендів і повернення капіталу; акції, що належать безпосередньо товариству, його дочірнім та асоційованим підприємствам; перелік засновників і кількість акцій, що є власністю членів виконавчого органу; перелік осіб, частка яких у статутному фонді перевищує 5 %; акції, зарезервовані для випуску згідно з опціонами та контрактами із зазначенням їх термінів і сум);
- про накопичену суму дивідендів, не сплачених за привілейованими акціями;
- про суму, що включена (або не включена) до складу зобов'язань, коли дивіденди були передбачені, але формально не затверджені.

Крім форм фінансової звітності, обов'язкових для всіх підприємств, ВАТ зобов'язані регулярно (щорічно) складати і подавати в ДКЦПФР звіт за формою, затвердженою рішенням цієї комісії, а також публікувати після прийняття звіту комісією в одному з офіційних друкованих видань інформацію про фінансово-господарську діяльність та пояснення до неї (див. дод. 3) [16]. Звіт, що подається в ДКЦПФР, повинен містити такі розділи: “Основні відомості про емітента” (див. дод. 4), “Відомості про цінні папери емітента” (див. дод. 5), “Опис бізнесу” (див. дод. 6), “Інформація про майновий стан та фінансово-господарську діяльність емітента” (див. дод. 7). Розділ “Опис бізнесу” крім даних, наведених у дод. 6, включає текстову частину, де в довільній формі висвітлюється така інформація:

- стисла історія підприємства, важливі події його розвитку;
- організаційна структура емітента, назва та місцезнаходження дочірніх підприємств, філій, представництв, їх роль та перспективи розвитку;
- опис вибраної облікової політики (метод нарахування амортизації, метод оцінки вартості запасів, метод обліку та оцінки вартості фінансових інвестицій тощо);

- основні види продукції (послуг), що виробляє (надає) емітент, перспективи виробництва окремих товарів, залежність його від сезонних змін; основні ринки збуту та клієнти; канали збуту і методи продажу; джерела сировини, їх доступність та динаміка цін; особливості розвитку галузі виробництва, в якій діє емітент; рівень упровадження нових технологій; введення нових тарифів; конкуренція в галузі; особливості продукції емітента порівняно з продукцією конкурентів;
- суттєві проблеми, що впливають на діяльність емітента, ступінь залежності від законодавчих або економічних обмежень;
- факти сплати штрафів і компенсацій за порушення чинного законодавства;
- вибрана політика щодо фінансування діяльності; достатність робочого капіталу на поточні потреби; можливі шляхи поліпшення ліквідності за оцінками фахівців емітента;
- вартість укладених, але ще не виконаних договорів на кінець звітного періоду і дані про очікувані прибутки від їх виконання;
- прогнози та плани щонайменше на рік про діяльність емітента (щодо розширення виробництва, реконструкції, поліпшення фінансового становища, опис суттєвих факторів, які можуть вплинути на діяльність у майбутньому; опис політики емітента щодо досліджень та розробки за звітний рік);
- інша інформація, що може бути суттєвою для оцінки інвестором фінансового становища та результатів діяльності підприємства.

3.2. Консолідована фінансова звітність

Консолідована фінансова звітність пов'язана з функціонуванням групи підприємств, яка складається з материнської (холдингової) компанії та дочірніх підприємств (компаній). Консолідована фінансова звітність складається шляхом впорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми

№ 1–4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але не є юридичною особою.

Консолідовані фінансові звіти включають усі підприємства, що контролюються холдингом. Під контролем розуміємо вирішальний вплив на фінансову, господарську та комерційну політику підприємства з метою отримання вигод від його діяльності. За МСБО контроль припускається, якщо материнська компанія прямо чи опосередковано (через дочірні компанії) володіє більш як половиною голосів на підприємстві; якщо явно не продемонстровано, що контроль відсутній. Контроль може здійснюватися і у випадках, коли частка голосів материнської компанії не перевищує 50 %, наприклад, право на контроль визначене угодою інвесторів чи зазначене у статуті підприємства або материнській компанії надане право визначати кількість і склад членів Ради директорів дочірнього підприємства. Практично всі великі західні корпорації мають дочірні підприємства і складають консолідовані фінансові звіти. Методи і технологія консолідації добре опрацьовані й описані в МСБО, а також у національних стандартах обліку більшості економічно розвинених країн. В Україні діє стандарт 20 “Консолідована фінансова звітність”, що регламентує порядок складання консолідованої фінансової звітності. Для того щоб фінансові звіти містили вірогідну інформацію про групу підприємств як єдине ціле, необхідно об’єднати всі пункти фінансових звітів (кожну статтю активів, зобов’язань, власного капіталу, доходів і витрат), складених на одну й ту саму дату балансу за один і той самий звітний період; при цьому необхідно виключити:

- балансову вартість фінансових інвестицій материнської компанії в кожне дочірнє підприємство і її частку в кожному з них;
- суму внутрішньогрупових операцій (операції між материнським і дочірніми підприємствами або між дочірніми підприємствами однієї групи) і внутрішньогрупового сальдо (сальдо дебіторської заборгованості й зобов’язань на дату балансу, що утворилося в результаті внутрішньогрупових операцій);
- суму нереалізованих прибутків і збитків внаслідок внутрішньогрупових операцій (крім збитків, які не можуть бути відшкодовані).

Крім того, материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості в капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. *Частка меншості* — це частка

чистого прибутку (збитку) і чистих активів дочірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії і відповідно чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається в консолідованому балансі й звіті про фінансові результати окремим рядком.

Складання консолідованої фінансової звітності вимагає застосування єдиної облікової політики для подібних операцій усіма підприємствами, що входять у групу. Про статті, де застосовувалася різна облікова політика, повідомляється у примітках до консолідованих фінансових звітів. Крім того, у таких примітках слід також наводити:

- перелік великих дочірніх підприємств із зазначенням назви, країни реєстрації або місцезнаходження, частку власності і в разі відмінності — частку в розподілі голосів;
- характеристику методу, використаного для обліку дочірніх підприємств в окремих фінансових звітах материнського підприємства.

Крім того, необхідно зазначити:

- причини вилучення дочірнього підприємства з консолідації;
- характер відносин між материнським та дочірнім підприємством, якщо материнське підприємство не володіє в дочірньому прямо чи опосередковано більш як половиною голосів;
- назву підприємства, де материнському підприємству належить більше половини голосів прямо або опосередковано через дочірні підприємства, але яке через відсутність контролю не є дочірнім підприємством;
- вплив придбання або продажу дочірніх підприємств на фінансове становище (на дату складання фінансового звіту), результати звітного періоду та відповідні суми попереднього періоду;
- статті, які визначені із застосуванням різної облікової політики.

Консолідована звітність є відкритою, тому її можна використовувати з метою аналізу, реклами, отримання довідкової інформації всіма зацікавленими особами, зокрема акціонерами материнської компанії, державними органами (ДКЦПФР, Антимонопольним комітетом), неурядовими організаціями (союзами підприємців, торговельно-промисловими палатами та ін.).

3.3. Показники, що визначають положення корпорації на фондовому ринку

Мета фінансового управління корпорацією — максимальне підвищення вартості акцій. Тому аналіз фінансової звітності має з'ясувати, як змінилася ринкова вартість акції, які чинники сприяли змінам, які фінансові показники найбільшою мірою впливають на вартість акції, які заходи слід передбачити у фінансових планах для підвищення вартості акції. Розглянемо показники, що використовуються для цього у розвинених країнах. Для визначення фінансового становища АТ використовують показники, що характеризують його фінансову залежність, ліквідність, ділову активність (ефективність використання активів), рентабельність. Ці показники придатні для оцінки фінансового становища не тільки АТ, а й підприємств будь-якої організаційно-правової форми. Для ВАТ додатково використовують ще кілька показників, які називають коефіцієнтами ринкової активності.

Під час аналізу фінансової звітності існує вірогідність стикнутися з величезною кількістю розрахункових показників. Тому, як свідчить світовий досвід фінансового управління компаніями, слід використовувати невелику кількість основних коефіцієнтів. Найпоширеніші з них наведено в табл. 3.2, яких достатньо для загальної оцінки фінансового становища.

Таблиця 3.2

Основні коефіцієнти та розрахункові формули для оцінки фінансового становища підприємства

Коефіцієнт	Розрахункова формула
1	2
1. Коефіцієнти фінансової залежності (довгострокової платоспроможності)	
1.1. Коефіцієнт боргового навантаження (загальної заборгованості)	$\frac{\text{довгострокові} + \text{поточні зобов'язання}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$
1.2. Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії)	$\frac{\text{власний капітал}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$

1	2
1.3. Коефіцієнт власного капіталу	$\frac{\text{загальні активи}}{\text{власний капітал}}$
1.4. Коефіцієнт покриття відсотків (фінансових витрат)	$\frac{\text{прибуток до вирахування процентів і податків (ЕВІТ)}}{\text{сума відсотків за борговими зобов'язаннями}}$
2. Коефіцієнти ліквідності (короткострокової платоспроможності)	
2.1. Коефіцієнт власного оборотного капіталу	$\frac{\text{оборотні активи – поточні зобов'язання}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$
2.2. Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)	$\frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}}$
2.3. Коефіцієнт термінової ліквідності	$\frac{\text{оборотні активи – запаси}}{\text{поточні зобов'язання}}$
2.4. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$\frac{\text{грошові кошти + поточні фінансові інвестиції}}{\text{поточні зобов'язання}}$
2.5. Показник захищеного періоду, днів	$\frac{\text{оборотні активи}}{\text{середні щоденні операційні витрати}}$
3. Коефіцієнти ефективності використання активів (оборотності)	
3.1. Оборотність активів	$\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня сума активів}}$
3.2. Оборотність власного оборотного капіталу	$\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{власний оборотний капітал (оборотні активи – поточні зобов'язання)}}$

1	2
3.3. Оборотність запасів	$\frac{\text{собівартість реалізованої продукції}}{\text{середня сума запасів}}$
3.4. Період реалізації запасів, днів	$\frac{365 \text{ днів}}{\text{оборотність запасів}}$
3.5. Оборотність дебіторської заборгованості	$\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня сума дебіторської заборгованості}}$
3.6. Період погашення дебіторської заборгованості, днів	$\frac{365 \text{ днів}}{\text{оборотність дебіторської заборгованості}}$
4. Коефіцієнти рентабельності (прибутковості)	
4.1. Рентабельність реалізації	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}}$
4.2. Рентабельність активів (ROA)	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{середня сума активів}}$
4.3. Рентабельність власного капіталу (ROE)	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}}$
5. Коефіцієнти ринкової активності	
5.1. Коефіцієнт “ціна — прибуток” (P/E = Price/Earnings Ratio)	$\frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{прибуток на акцію (EPS)}}$
5.2. Коефіцієнт “ринкова — балансова вартість”	$\frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{балансова вартість акції}}$
5.3. Дивідендна дохідність акції	$\frac{\text{дивіденд на акцію}}{\text{ринкова ціна акції}}$

Для фінансових коефіцієнтів (на відміну від обліку) не існує міжнародних стандартів, тому, вибираючи їх, слід спиратися на власний досвід, здоровий глузд, урахувувати вітчизняну специфіку. Не потрібно перевантажувати аналіз показниками, що несуть одну й ту саму інформацію.

Існують методики, в яких пропонуються дуже багато показників. Не всі вони потрібні для аналізу, оскільки є коефіцієнти, що тісно корелюють між собою і, отже, показують одне й те саме. Слід вибрати показники, що майже не корелюють між собою, тоді кожний з них нестиме додаткову інформацію про фінансове становище підприємства. Наприклад, існує тісна кореляція між коефіцієнтами поточної та термінової ліквідності (0,7), рентабельності активів і коефіцієнтом покриття відсотків (0,9), рентабельністю активів та власного капіталу (0,8) [21, с. 755]. Це свідчить про те, що можна не обчислювати обидва показники, а обмежитись одним.

Фінансові коефіцієнти взаємопов'язані. Найважливіші взаємозв'язки описуються рівнянням Дюпона (Du Pont), яке використовується для аналізу можливостей поліпшення функціонування компанії. Рівняння Дюпона показує, що один з найважливіших показників — рентабельність власного капіталу (ROE), залежить від трьох показників — рентабельності реалізації, оборотності активів і коефіцієнта власного капіталу:

$$ROE = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}} \cdot \frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{активи}} \cdot \frac{\text{активи}}{\text{власний капітал}}. \quad (3.1)$$

Тепер докладніше розглянемо показники, що характеризують ставлення інвесторів до корпорації, тобто коефіцієнти ринкової активності. Розраховують їх за даними не тільки фінансової звітності, а й фондового ринку:

$$\begin{aligned} \text{коефіцієнт "ціна – прибуток"} \text{ (Price / Earnings Ratio)} &= \\ &= \text{ринкова ціна акції} : \text{прибуток на акцію}. \end{aligned} \quad (3.2)$$

Цей коефіцієнт показує, яку суму інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку компанії.

$$\begin{aligned} \text{Дивідендна дохідність (dividend yield) акції} &= \\ &= \text{дивіденд на одну акцію} : \text{курс акції}. \end{aligned} \quad (3.3)$$

Велике значення показника може свідчити про те, що інвестори очікують низьких темпів підвищення дивідендів або що вони вимагають високої доходності.

$$\begin{aligned} & \text{Коефіцієнт “ринкова – балансова вартість”} \\ & \text{(Market-to-Book Ratio) =} \\ & = \text{курс акції : балансова вартість акції.} \end{aligned} \quad (3.4)$$

Балансова (книжкова) вартість акції — це частка власного капіталу, що припадає на одну акцію. Цей коефіцієнт показує, наскільки більша вартість компанії порівняно з тим, що вклали в неї акціонери.

$$\begin{aligned} & \text{Коефіцієнт “} q \text{ Тобіна” = ринкова вартість активів :} \\ & \text{: оціночна відтворювальна вартість.} \end{aligned} \quad (3.5)$$

Це відношення ринкової вартості позичкового та власного капіталу до поточної відтворювальної вартості активів. Показник свою назву дістав від прізвища економіста Дж. Тобіна. Цей коефіцієнт схожий на попередній — “ринкова — балансова вартість”, але між ними існують відмінності. Чисельник коефіцієнта q містить вартість усіх боргових зобов'язань і акцій компанії, а не тільки вартість акцій та нерозподілений прибуток; знаменник — вартість усіх активів, а не тільки вартість власного капіталу. До того ж ці активи обліковуються не за первісною вартістю, як на рахунках бухгалтерського обліку, а за вартістю, за якою вони можуть бути замінені в цей момент. Отже, для розрахунку знаменника необхідно проіндексувати історичну вартість активів з урахуванням інфляції.

Дж. Тобін стверджував, що у компанії з'являється стимул до інвестицій, коли $q > 1$ (тобто довгострокові активи, наприклад устаткування, коштує дорожче, ніж вартість його заміни), і що вони припиняють інвестувати, коли $q < 1$ (тобто вартість устаткування менша від вартості заміни). Якщо $q < 1$, може виявитися дешевше придбати певні активи шляхом злиття компаній, а не купівлі їх за підвищеною ціною.

Американські компанії, активи яких ціняться нижче їх відтворювальної вартості ($q < 1$), повинні враховувати, що така недооцінка може загрожувати поглинанням (поширена у США операція) з метою переведення їх активів в іншу сферу діяльності. Доречно також припустити, що q буде вищим у фірм, які мають сильні конкурентні

переваги. Найвищі рівні q були свого часу у компаній з відомими торговельними марками; наприклад “Polaroid” — 6,42, “Херох” — 5,52, IBM — 4,21, “Coca-Cola” — 4,21 (за даними 70-х років, коли великі компанії США були зобов’язані звітувати про відтворювальну вартість активів за рекомендаціями з обліку впливу інфляції, розробленими Управлінням стандартів фінансового обліку) [21, с. 751].

На наш погляд, для аналізу українських ВАТ настав час застосовувати коефіцієнт “ q Тобіна”. Оскільки акції багатьох ВАТ недооцінені, а рівень інфляції в Україні ще високий, слід очікувати, що ВАТ, у яких $q < 1$, буде багато. Найбільш привабливим з них може загрозувати також перекупівля задешево, злиття, поглинання з боку потужніших компаній, у тому числі транснаціональних.

$$\begin{aligned} \text{Коефіцієнт дивідендних виплат (Dividend pay out)} &= \\ &= \text{дивіденди} : \text{прибуток на акцію}. \end{aligned} \quad (3.6)$$

Цей коефіцієнт часто встановлюється низький, оскільки менеджери не схильні знижувати дивіденди через зменшення прибутку. Якщо прибуток компанії істотно коливається, менеджери для підстрахування встановлюють низький коефіцієнт дивідендних виплат. Якщо прибуток раптово знижується, коефіцієнт імовірно тимчасово збільшується. Прибуток, що не сплачується у вигляді дивідендів, реінвестується в діяльність компанії.

$$\begin{aligned} \text{Частка реінвестованого прибутку} &= \\ &= 1 - \text{коефіцієнт дивідендних виплат} = \\ &= (\text{чистий прибуток} - \text{дивіденди}) : \text{чистий прибуток}. \end{aligned} \quad (3.7)$$

Якщо цей показник помножити на рентабельність власного капіталу, можна помітити, як швидко підвищується вартість інвестицій акціонерів внаслідок реінвестування прибутку.

$$\begin{aligned} \text{Зростання власного капіталу внаслідок реінвестування} &= \\ &= (\text{чистий прибуток} - \text{дивіденди}) : \text{чистий прибуток} \times \\ &\times (\text{чистий прибуток} : \text{власний капітал}). \end{aligned} \quad (3.8)$$

Наприклад, якщо компанія отримуватиме 17,4 % прибутку в розрахунку на балансову вартість власного капіталу і реінвестуватиме 80 % прибутку, то щорічно прибуток і власний капітал зростатимуть

на 13,9 % ($0,8 \cdot 0,174 = 0,139$, або 13,9 %). Аналітики називають цей показник стійким темпом зростання.

Основним показником ліквідності акцій є **спред** — відносна різниця між котируваннями на продаж і купівлю у відсотках від ціни купівлі. Акції з найменшим спредом найліквідніші.

Показниками ліквідності акцій є також дохідність інвестицій в акції (приріст курсової вартості за період у відсотках) і рівень ринкової капіталізації (добуток курсу акцій компанії та загальної кількості простих акцій). Рівень ринкової капіталізації характеризує активність емітента з просування своїх акцій на вторинному ринку, а також масштаби ринку корпоративних цінних паперів.

Капіталізація українського ринку корпоративних цінних паперів характеризується невисоким рівнем. Мало того, останнім часом спостерігалася тенденція до її зниження, оскільки ще недостатньо розвинений вторинний фондовий ринок. Наприклад, у 1997 р. ринкова капіталізація 50 провідних українських компаній становила 7,8 млрд грн, а в 1998 р. — лише 1,3 млрд грн [20, с. 74]. Проте значна недооцінка акцій багатьох українських ВАТ є основним потенційним фактором зростання капіталізації, вплив якого посилюватиметься разом з розширенням операцій на вторинному ринку.

Існує два основні підходи до оцінки фінансового становища фірми, її кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, прогнозування ймовірності банкрутства.

Перший підхід. На підставі визначення певного набору фінансових показників і оцінки кожного з них зробити остаточний висновок. Але корпорація може мати кілька фінансових коефіцієнтів, що свідчать про ефективну діяльність, а окремі показники можуть бути низькими. У цьому разі визначення місця компанії серед конкурентів ускладнюється.

Другий підхід. Вибрати ключові фінансові коефіцієнти та на їх основі сконструювати інтегральний показник фінансового становища.

Вперше другий підхід застосував У. Бівер у 1966 р. Він порівняв фінансові коефіцієнти 79 збанкрутілих фірм з показниками діяльності 79 конкурентоспроможних компаній. Виявилось, що фірми-банкрути мали такі показники, як і очікувалось — більше боргів, нижчу рентабельність активів і реалізації, менше вільних грошових коштів і більшу дебіторську заборгованість, а отже, нижчий коефіцієнт поточної і набагато нижчий коефіцієнт абсолютної ліквідності, ніж у

фірм, які досягли успіху. Дослідник виявив, що за фінансовими коефіцієнтами фірм-банкрутів ще за п'ять років до краху були помітні ознаки несприятливого становища. Це навело на думку, що аналіз фінансових коефіцієнтів можна використати для прогнозування ймовірності банкрутства, та й ще об'єднати розрізнену інформацію, що міститься в окремих показниках, в єдиний показник — індикатор для того, щоб легше було відстежувати ситуацію. Згодом (у 1968 р.) за допомогою спеціального статистичного методу — мультидискримінантного аналізу — американський економіст Е. Альтман отримав індекс кредитоспроможності, так звану Z -модель Альтмана (спочатку двофакторну, потім п'яти- та семифакторну).

Коефіцієнт Z (або індекс кредитоспроможності) Альтмана — це функція від кількох показників, що характеризують фінансове становище ВАТ. За даними статистичної вибірки Е. Альтман розрахував критичне значення Z , що дорівнювало 2,675. Якщо для конкретного підприємства індекс $Z < 2,675$, можливе банкрутство в недалекому майбутньому (за два-три роки), якщо $Z > 2,675$, фінансове становище підприємства досить стійке.

Раніше застосуванню в Україні п'ятифакторної моделі Альтмана, куди входить показник відношення власного капіталу за ринковою оцінкою до залученого капіталу, перешкождала відсутність фондового ринку, на якому визначається ринкова ціна акціонерного капіталу. Проте останнім часом з появою в Україні ВАТ, акції яких котируються на біржі, популярність методики Альтмана зростає. Застосовують різні варіанти його підходу до визначення фінансового становища на основі одного інтегрального показника. І хоча ефективність прогнозів за допомогою розрахунку індексу Z залишається спірною, зручність і наочність оцінки за одним показником сприяє поширенню серед різних користувачів — комерційних банків (для оцінки кредитоспроможності позичальника), потенційних інвесторів (для визначення інвестиційної привабливості підприємства), державних регулюючих органів (Фонд державного майна, ДКЦПФР).

Зокрема, Фонд державного майна України встановив, що у звіті, який подає представник, уповноважений управляти державними корпоративними правами, розраховується коефіцієнт вірогідності банкрутства [9]. Цей показник є не що інше, як п'ятифакторна Z -модель Альтмана:

$$Z = 1,2 K_{об} + 1,4 K_{p.a.n} + 3,3 K_{p.a} + 0,6 K_{п} + 1,0 K_{ф}, \quad (3.9)$$

де

$$K_{\text{об}} = \frac{\text{оборотні активи}}{\text{вартість активів}} \text{ — частка оборотних активів в активах ВАТ};$$

$$K_{\text{р.а.н}} = \frac{\text{нерозподілений прибуток}}{\text{вартість активів}} \text{ — коефіцієнт рентабельності активів, обчислений за нерозподіленим прибутком};$$

$$K_{\text{ра}} = \frac{\text{прибуток від звичайної діяльності до оподаткування}}{\text{середня вартість активів}} \text{ — коефіцієнт рентабельності активів};$$

$$K_{\text{п}} = \frac{\text{ціна продажу однієї акції} \times \text{кількість акцій у статутному фонді ВАТ}}{\text{балансова вартість боргових зобов'язань}} \text{ — відношення ринкової вартості акціонерного капіталу до боргових зобов'язань ВАТ за балансовою вартістю};$$

$$K_{\text{ф}} = \frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня вартість активів}} \text{ — коефіцієнт фондовіддачі (або оборотність активів)}.$$

Застосування підходу Е. Альтмана загалом цілком правомірне. Але Е. Альтман розраховував свою кореляційну модель на основі статистичного аналізу показників американських компаній. Для вітчизняних умов потрібно розраховувати модель виходячи з даних українських підприємств. Приклад побудови двофакторної Z-моделі на основі реальних даних українських металургійних підприємств вже відомий [25, с. 99].

Аналіз фінансових коефіцієнтів використовують такі основні групи користувачів:

- менеджери компанії;
- аналітики кредитних відділів банків або інших організацій, що надають позики;
- аналітики з цінних паперів, що цікавляться ефективністю діяльності та перспективами компанії.

Найціннішими є показники, подані в історичному аспекті, тобто чим довші динамічні ряди, тим точніші висновки аналітика.

Показники компанії порівнюють як із середніми показниками у відповідній галузі, так і з показниками кількох провідних компаній цієї самої галузі. Такий аналіз називається бенчмаркінгом, а компанії, показники яких є критерієм порівняння — компаніями “бенчмарк” [22, с. 133].

Бенчмаркінг дає змогу визначити місце компанії серед кращих компаній і відповідно її конкурентоспроможність.

За допомогою аналізу фінансової звітності вдається з'ясувати, чому компанія досягає успіху: по-перше, фінансово стійкі фірми мають інші значення коефіцієнтів, ніж ті, яким загрожує банкрутство, по-друге, фінансові коефіцієнти дають змогу отримати цінну інформацію щодо ринкового ризику компанії, нових випусків корпоративних облігацій, визначення індексів конкурентоспроможності корпорації тощо.

Проте існує кілька проблем, пов'язаних з використанням даних фінансової звітності. І в жодній країні світу вони не вирішені. По-перше, фінансові аналітики змушені використовувати бухгалтерські дані, балансову (історичну) вартість активів, оскільки неможливо отримати достовірну ринкову інформацію. По-друге, хоча діють стандарти з бухгалтерського обліку, компанії все одно користуються значною свободою при розрахунку прибутку і визначенні балансових показників. Тому аналізуючи фінансові коефіцієнти, слід звертати увагу на те, яка облікова політика і бухгалтерські рішення стоять за тим чи іншим показником. Наведемо кілька прикладів того, що слід враховувати при інтерпретації фінансових коефіцієнтів (на прикладі американських компаній) [21, с. 752].

У звіті про прибуток компанія відобразила чисті витрати з виплати відсотків за вирахуванням доходів у вигляді отриманих відсотків (замість того, щоб показати отримані та сплачені відсотки). Тут немає порушення, але це слід ураховувати при порівнянні з витратами на сплату відсотків інших компаній.

Прибуток, який компанія відобразила у фінансовій звітності, перевищує прибуток, показаний з метою оподаткування. Це пояснюється тим, що при складанні фінансової звітності було застосовано метод прямого рівномірного нарахування амортизації, а при розрахунку оподаткованого прибутку американські компанії мають право використовувати прискорену амортизацію.

У статті балансу “Інші довгострокові активи” компанія відобразила вартість ділової репутації фірми (гудвіл). Це різниця між ціною,

яку корпорація сплатила при купівлі кількох компаній, і балансовою вартістю їх активів; оскільки гудвіл амортизується, корпорація щорічно нараховує 2,5 % його вартості, тим самим зменшуючи свій прибуток. Це означає, що важко порівнювати показники фірм, ділова репутація яких відображена в балансі за високою вартістю, з показниками фірм, вартість ділової репутації яких не висвітлена в балансі. З цього приводу серед економістів навіть дискутується питання, чи слід вважати гудвіл активом.

По-третє, не існує об'єктивних критеріїв значущості тих чи інших коефіцієнтів, які аналізують і використовують у фінансовому управлінні фірмами. Не можна з упевненістю стверджувати, які коефіцієнти є найважливішими і якими можуть бути високі та низькі їх значення.

Щоб визначити коефіцієнт, спочатку слід порівняти значення того чи іншого показника компанії за поточний рік з його значенням за попередні роки. Іншими словами, важливо слідкувати за динамікою фінансових коефіцієнтів, щоб своєчасно помітити негативну тенденцію.

Потім потрібно порівняти значення показника компанії з аналогічними показниками інших компаній. Проте компанії різних галузей об'єктивно не можуть мати однакові показники. Тому слід обмежити порівняння діяльності різних компаній в одній галузі, але вибір базових компаній для порівняння є суб'єктивним, оскільки не існує цілком ідентичних компаній.

Операційна діяльність багатьох великих корпорацій пов'язана з кількома різними галузями. У таких випадках важко здійснити порівняльний аналіз фінансових коефіцієнтів з якимись середніми показниками або знайти схожі компанії для порівняння. Тому порівняльний аналіз доцільніше застосовувати для невеликих вузькоспеціалізованих компаній, ніж для великих розгалужених ВАТ.

Питання для самоконтролю

1. Які форми фінансової звітності зобов'язані складати АТ?
2. Які показники у формах фінансової звітності заповнює виключно АТ і які з них не стосуються підприємств інших організаційно-правових форм?

3. Зміст щорічного звіту, який ВАТ зобов'язані подавати в ДКЦПФР.
4. Що таке консолідована фінансова звітність і для чого її складають?
5. Які основні фінансові коефіцієнти використовують для загальної оцінки фінансового становища АТ?
6. Коефіцієнти ринкової активності. Як їх визначити?
7. Як визначити інтегральні показники фінансового становища корпорації. У чому їх цінність?
8. Що таке бенчмаркінг?
9. Які проблеми виникають у фінансових аналітиків при використанні даних фінансової звітності?

Розділ 4. ВАРТІСТЬ КАПІТАЛУ КОРПОРАЦІЇ

4.1. Визначення вартості капіталу та активів з урахуванням фактору часу

Критерієм ефективної діяльності корпорації є примноження капіталу, джерелом формування якого є внески акціонерів. Тому основним завданням фінансового управління корпорацією є збільшення вартості акціонерного капіталу і відповідно примноження багатства акціонерів. Для досягнення цієї мети необхідно, з одного боку, приймати правильні інвестиційні рішення, тобто визначати, куди спрямувати кошти фондів корпорацій, які активи придбати, а з іншого — правильно обирати джерела фінансування інвестицій, тобто слід прагнути залучити капітал на найвигідніших умовах (якомога дешевше), а інвестувати його в активи, вартість яких згодом перевищить витрати на їх придбання.

Отже, інвестиційні рішення ґрунтуються на визначенні вартості (ціни) активів і капіталу, що залучається з різних джерел, для фінансування активів.

Вартість капіталу — це ціна, яку корпорація має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування. Вона визначається процентною ставкою, яку необхідно сплачувати за використання капіталу. З погляду корпорації це мінімальна ставка доходу, яку мають принести інвестиції, щоб можна було розрахуватися з інвесторами і кредиторами.

Кожна грошова одиниця, що використовується як капітал, тобто інвестується в певні активи з метою отримання доходу, має формувати грошовий потік: що більший очікуваний майбутній грошовий потік, то цінніше придбаний актив (наприклад, акція). Звідси

впливає визначення *вартості активів* як розміру прибутку, на який розраховують інвестори.

Проте вкладення коштів і отримання доходів — операції, що не збігаються в часі. А час впливає на гроші однозначно — вони знецінюються під впливом факторів ризику, невизначеності, інфляції. Тому всі фінансові операції здійснюються під гаслом “гроші сьогодні дорожчі, ніж завтра”, і воно буде тим актуальніше, чим на триваліший термін вкладаються кошти.

Безумовно, зміну вартості грошей у часі слід урахувувати, визначаючи майбутні грошові потоки від інвестицій і вартість капіталу як процентної ставки доходу. Тому в основу оцінки вартості капіталу і рішень з інвестування капіталу покладена концепція зміни вартості грошей у часі. Вона містить комплекс фінансових розрахунків, пов'язаних з нарахуванням простих і складних відсотків, визначенням майбутньої вартості (Future Value — FV) інвестицій, теперішньої вартості (Present Value — PV) майбутніх грошових потоків, оцінкою звичайних і безстрокових (довічних) анuitетів (однакові за розміром платежі через рівні періоди часу), визначенням чистої теперішньої вартості (Net Present Value — NPV) і внутрішньої норми прибутку (Internal Rate of Return — IRR) інвестиційних проєктів. У навчальній літературі з фінансового менеджменту докладно розглядається механізм урахування дії фактора часу. Нагадаємо тільки, так би мовити “ази”, необхідні для розуміння методів оцінки активів і джерел капіталу корпорацій.

Для визначення ефективності фінансових операцій застосовують дві відносні величини, що характеризують приріст капіталу початкового внеску або щодо кінцевої суми, — це відносне зростання (процентна ставка) і відносне зниження (дисконт) або облікова ставка.

Процентна ставка

$$r = \frac{FV - PV}{PV} \cdot 100\%, \quad (4.1)$$

де FV — кінцева сума, що повертається після завершення операції (майбутня вартість); PV — сума початкового внеску капіталу (теперішня вартість).

Дисконт (облікова ставка)

$$d = \frac{FV - PV}{FV} \cdot 100\%. \quad (4.2)$$

При нарахуванні простих відсотків сума, що повертається з відсотками наприкінці операції,

$$FV = PV(1 + Tr), \quad (4.3)$$

де T — тривалість операції, років; r — річна ставка відсотків.

При нарахуванні складних відсотків початковий капітал нарощується разом з відсотками. Тому сума, що повертається в кінці операції, становитиме

$$FV = PV(1 + r)^T, \quad (4.4)$$

де $(1 + r)^T$ — коефіцієнт нарощування.

Якщо потрібно розв'язати обернену задачу, тобто знаючи FV , визначити PV , застосовують процедуру дисконтування:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^T}, \quad (4.5)$$

де $\frac{1}{(1+r)^T}$ — коефіцієнт дисконтування (капіталізації доходів); r — річна ставка відсотків, що виконує роль дисконтної ставки.

Коефіцієнти дисконтування застосовують для розрахунку знецінюючого впливу фактора часу на очікувані майбутні грошові потоки (доходи) від інвестицій. Отже, за формулою (4.5) визначають дисконтований грошовий потік, тобто теперішню вартість майбутніх доходів з урахуванням знижки (втрати частини вартості грошей за час T).

Зважаючи на вплив фактора часу, вартість (ціна) активів визначають як теперішню вартість (PV) їх майбутніх грошових потоків.

Чиста теперішня вартість NPV — це різниця між дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутніх грошових потоків PV і початковими інвестиціями I за інвестиційним проектом. Якщо $NPV > 0$, то проект можна інвестувати, оскільки буде одержано реальний дохід, якщо $NPV < 0$, то це невигідний варіант, оскільки початкові інвестиції не покриваються дисконтованими майбутніми доходами.

З погляду примноження багатства акціонерів метою менеджерів корпорації має бути пошук і реалізація інвестиційних проектів, що забезпечать сумарно найбільше значення NPV .

Якщо $NPV = 0$, початкові інвестиції відшкодовуються, але прибутку не буде одержано.

Дисконтна ставка, коли $NPV = 0$, називається внутрішньою нормою прибутку (Internal Rate of Return — *IRR*) проекту, тобто цю величину можна вважати максимально можливою ціною, за якою корпорація може залучити капітал на фінансування проекту. Якщо ціна капіталу буде вищою, фірма зазнає збитків від такого інвестування.

Для прийняття рішень щодо інвестицій можна використовувати також показник періоду окупності інвестицій, який показує кількість років, необхідний на відшкодування початкових інвестицій. Щоб урахувати дію фактора часу, тут можна теж використати дисконтування, тобто прогнозовані щорічні грошові потоки дисконтувати за певною ставкою і підсумовувати дисконтовану вартість доти, поки вона не зрівняється із сумою початкових інвестицій. Слід віддавати перевагу проектам з коротшим терміном окупності дисконтованими грошовими потоками.

У фінансових операціях часто застосовують періодичні платежі. Однакові платежі в кінці кожного періоду протягом певної кількості періодів називають звичайним ануїтетом. Якщо платежі здійснюються постійно протягом невизначеної кількості періодів, їх називають безстроковими, або довічними, ануїтетами. Прикладом звичайного ануїтету можуть бути щорічні виплати фіксованого доходу за процентними облігаціями протягом терміну обігу облігацій, а прикладом довічного — фіксовані дивіденди за привілейованими акціями (адже це безстрокові цінні папери).

Майбутню і теперішню вартості ануїтету визначають за формулами відповідно

$$FV_A = \sum_{t=0}^{n-1} (1+r)^t A = \frac{(1+r)^n - 1}{r} A; \quad (4.6)$$

$$PV_A = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} A, \quad (4.7)$$

де A — сума ануїтету; n — кількість періодів.

Довічний ануїтет обчислюють за формулою

$$PV_A = \frac{A}{r}. \quad (4.8)$$

Оскільки вартість активів, як зазначалося, спирається на теперішню вартість майбутніх грошових потоків, які може забезпечити актив, то для його оцінки слід визначити, з яких доходів складається

грошовий потік того чи іншого активу. З огляду на це застосовують певні підходи до оцінки різних видів цінних паперів.

Оцінка простих акцій.

Грошові доходи власника простої акції мають дві форми:

- дивіденди у грошовій формі;
- дохід (або збиток) від приросту (зниження) курсу акції. Зазвичай інвестори сподіваються одержати дохід в обох формах. Тоді норму дохідності (процентна ставка) r , яку інвестор очікує в наступному році, визначають за формулою

$$r = \frac{D_1 + P_1 - PV_a}{PV_a}, \quad (4.9)$$

де D_1 — очікуваний дивіденд на акцію; P_1 — очікувана ціна акції в кінці першого року; PV_a — теперішня вартість акції.

Якщо відома очікувана норма дохідності інших акцій з аналогічним ступенем ризику, а також є прогноз щодо розміру дивідендів і зміни ціни акцій, можна обчислити теперішню вартість акції:

$$PV_a = \frac{D_1 + P_1}{1 + r}. \quad (4.10)$$

Загальна формула для визначення теперішньої вартості акції така:

$$PV_a = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_T}{(1+r)^T}, \quad (4.11)$$

де T — тривалість періоду, років; D_t — дивіденди t -го року; $\sum_{t=1}^T$ — сума дисконтованих дивідендів з першого по T -й рік; P_T — очікувана ціна акції наприкінці року T .

Акції не мають встановленого терміну обігу, загалом вони вічні. У цьому разі T означає нескінченність, і теперішня вартість очікуваної майбутньої ціни наблизиться до нуля і може не враховуватися в розрахунку теперішньої вартості. Отже, для визначення теперішньої вартості акції потрібно просто продисконтувати потік дивідендів за дисконтною ставкою, що дорівнює нормі дохідності цінних паперів з подібним ступенем ризику.

Тоді формула (4.11) спрощується до формули довічної ренти (довічного анuitету) — (4.8). За цією ж формулою розраховують ціну привілейованої акції.

Приклад. Визначити ціну привілейованої акції, якщо фіксований дивіденд дорівнює 20 грн, дисконтна ставка — 20 %. Ціна акції (за формулою (4.8)) $\frac{20}{0,2} = 100$ грн.

Припустимо, що прогнозується постійне зростання дивідендів на кілька відсотків. Американський вчений М. Гордон запропонував таку формулу для розрахунку теперішньої вартості акції:

ціна простої акції з постійним темпом зростання дивідендів

$$PV_a = \frac{D_0(1+\xi)}{r-\xi}, \quad (4.12)$$

де ξ — постійний темп зростання дивідендів, %.

Якщо $D_0 = 20$ грн, $r = 20\%$, $\xi = 3\%$, то

$$PV_a = \frac{20(1+0,03)}{0,2-0,03} = 121,2 \text{ грн.}$$

Ця формула корисна, але слід ураховувати, по-перше, що вона має сенс тільки тоді, коли очікуваний темп зростання дивідендів $\xi < r$ (дисконтної ставки), по-друге, її не можна використовувати для оцінки акцій компаній, що мають високі поточні темпи зростання. Таке зростання рідко може тривати необмежено довго, а формула (4.12) базується на припущенні, що час необмежений.

Якщо дивіденди зростають нерівномірно, визначення ціни акції ускладнюється, доводиться робити це поетапно, за періодами, коли дивіденди збільшуються відносно рівномірно.

Ціна акції визначена як теперішня вартість майбутніх дивідендів. Це теоретична або “внутрішня” і її вартість, яка в американській економічній літературі дістала назву “у капелюсі”, чим підкреслюється її відмінність від ринкової (зовнішньої оцінки акції).

Теоретичну, тобто поточну внутрішню, вартість (PV_S) будь-якого цінного паперу в загальному вигляді можна розрахувати за формулою

$$PV_S = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (4.13)$$

де CF_i — грошовий потік, що очікується в i -му році; r — прийнятна (очікувана) дохідність.

Ставка (r) встановлюється як сума базової ставки (r_0) і надбавки за ризик (r_r). Базова ставка (r_0) встановлюється в розмірі відсоткової

ставки за банківськими депозитами або виходячи з відсотку, що сплачується за безризиковими цінними паперами (наприклад, державні облигації).

Залежно від схеми сплати доходів за різними цінними паперами формула (4.13) конкретизується.

Визначення ціни облигації. Грошовий потік облигації, за якою щороку сплачується фіксований дохід (певний відсоток від номінальної вартості), складається з цих щорічних виплат (ануїтету) протягом терміну обігу облигації і виплати її номінальної вартості при погашенні. Тому ціна облигації визначається як теперішня вартість цього грошового потоку:

$$PV_0 = PV_A + PV_N = A \sum_{t=1}^T \frac{1}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^T}, \quad (4.14)$$

де PV_A — теперішня вартість щорічних виплат доходу за облигацією; PV_N — теперішня вартість номінальної вартості облигації; A — фіксований щорічний дохід (ануїтет); T — кількість років обігу облигації; N — номінальна вартість облигації; r — ринкова процентна ставка за борговими зобов'язаннями.

Приклад. Визначити теоретичну ціну облигації, якщо $N = 100$ грн; щорічний фіксований дохід — 20%; облигація погашається через 4 роки; середня ринкова ставка за борговими зобов'язаннями — 24%.

Розраховуємо:

$$\begin{aligned} PV_0 &= 100 \cdot 0,20 \sum_{t=1}^4 \frac{1}{(1+0,24)^t} + \frac{100}{(1+0,24)^4} = \\ &= 20 \cdot 2,4043 + 100 \cdot 0,423 = 48,1 + 42,3 = 90,4 \text{ грн.} \end{aligned}$$

4.2. Сучасні теорії визначення ціни фінансових активів

Нині у країнах з розвиненим фінансовим ринком для визначення ціни фінансових активів найчастіше застосовують теорії, що ґрунтуються на взаємозв'язку між ризиком і дохідністю цінних паперів.

Взаємозв'язок “ризик — дохід” — це друга концепція (після концепції зміни вартості грошей у часі), що лежить в основі сучасної теорії інвестування і корпоративних фінансів.

На відміну від попередніх (традиційних) підходів до інвестування, коли аналізувалася поведінка окремих фінансових активів (акцій, облігацій) і основною характеристикою активу була дохідність, у сучасній теорії основним об'єктом дослідження є “портфель”, тобто набір активів (звідси назва “портфельна” теорія). При цьому в оцінці як окремих активів, так і портфелів ураховуються обидва найважливіші фактори — дохідність і ризик. Суттєвим моментом у сучасній теорії є врахування взаємних кореляційних зв'язків між дохідностями активів. Саме це дає змогу здійснювати ефективну диверсифікацію портфеля, що сприяє суттєвому зниженню ризику портфеля порівняно з ризиком включених у нього активів.

Способи кількісного вимірювання ступеня ризику ми не розглядатимемо. Зазначимо лише, що ступінь ризику виражається середньоквадратичним відхиленням очікуваного доходу від очікуваного значення. Визначення рівня ризику потребує знання теорії ймовірностей, розрахунків таких показників, як очікуваний дохід, стандартне відхилення, дисперсія, середньоквадратичне відхилення, коефіцієнт варіації та ін. Визначення ризику і доходу всього інвестиційного портфеля починається з розрахунку стандартних відхилень і очікуваного доходу від окремих активів портфеля.

Спробуємо знизити ризик портфеля, збільшуючи диверсифікацію, тобто додаючи різноманітні цінні папери. Але якщо додавати цінні папери, доходи яких перебувають у додатній кореляції з тими, що вже є в портфелі, ризик не знизиться; слід придбати цінні папери, доходи яких мають іншу амплітуду коливань, ніж ті, що вже є в ньому. Графічно це показано на рис. 4.1. Іншими словами, ризик портфеля можна знизити, якщо скласти його з активів, що перебувають між собою у від'ємній кореляції.

Для відбору таких активів використовують метод коваріації — статистичний метод порівняння напрямків змін двох змінних, у розглядуваному випадку двох видів цінних паперів. Метод коваріації застосовують для розрахунку коефіцієнтів кореляції різних активів портфеля і вибору активів, що зводять до мінімуму ризикованість портфеля. Коефіцієнт кореляції може змінюватися від $-1,0$ до $+1,0$; значення $-1,0$ означає, що напрями зміни доходів протилежні, $+1,0$ — що напрям змін доходів активів однаковий.

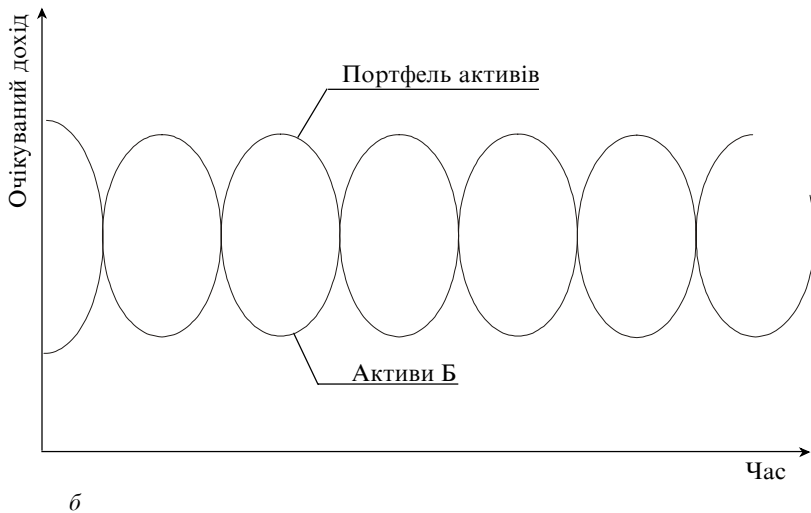
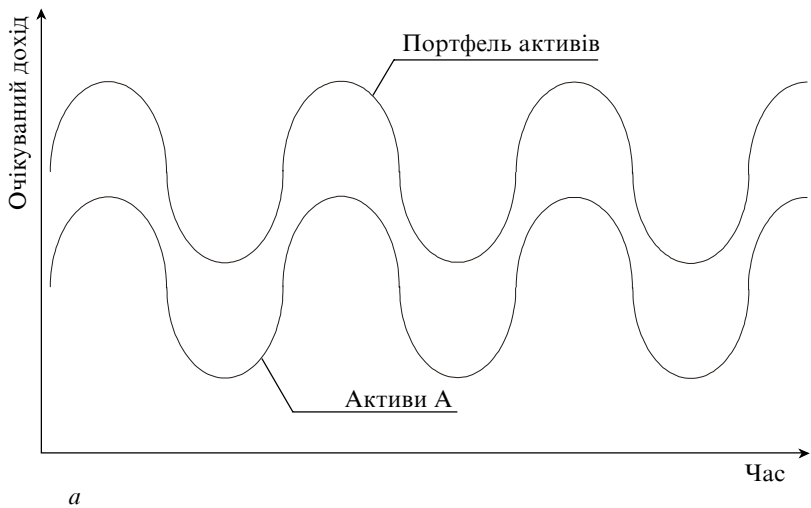


Рис. 4.1. Коваріація і мінливість [18]:
a — додатна кореляція; *б* — від'ємна кореляція

Добре опрацьовані методи оптимізації і розвиток комп'ютерних технологій дали змогу реалізовувати сучасні методи побудови інвестиційних портфелів з багатьма десятками і навіть тисячами активів. Розробка сучасної теорії портфеля була зумовлена бурхливим розвитком фінансових ринків у США та в інших західних країнах після Другої світової війни, зростанням обсягів продажу цінних паперів на них, обсягів купівлі цінних паперів великими інституційними інвесторами (інвестиційними та пенсійними фондами), а також збільшенням кількості банкрутств. Усі ці обставини вимагали поглибленого дослідження питань оцінки вартості корпорацій в умовах невизначеності одержання необхідного доходу.

Сучасна теорія інвестицій була започаткована появою в 1952 р. статті “Вибір портфеля” майбутнього Нобелівського лауреата (1990 р.) американського вченого Г. Марковиця. У цій статті вперше було запропоновано модель формування оптимального портфеля цінних паперів і наводилися методи побудови таких портфелів за певних умов. У наступні роки Г. Марковиць постійно вдосконалював і розвивав модель. З'явилися наукові праці інших учених, що працюють в цьому ж напрямку. У 1963 р. учень Г. Марковиця У. Шарп запропонував так звану однофакторну модель ринку капіталів, де вперше з'являються широківідомі тепер α (“альфа”) і β (“бета”) характеристики акцій.

На основі однофакторної моделі У. Шарп розробив спрощений метод вибору оптимального портфеля, який зводив задачу квадратичної оптимізації до лінійної. Завдяки цьому спрощенню методи портфельної оптимізації стали прийнятними для практичного застосування на той час.

Завдяки розвитку обчислювальної техніки, а також удосконаленню статистичної техніки оцінки показників “альфа” і “бета” окремих цінних паперів та індексу дохідності ринку загалом на початку 70-х років з'явилися перші пакети програм для розв'язування задач управління портфелем цінних паперів.

Нині модель Г. Марковиця використовують переважно на першому етапі формування портфеля активів при розподілі інвестованого капіталу за різними типами активів: акціями, облігаціями, нерухомістю тощо. Однофакторну модель У. Шарпа застосовують на другому етапі, коли капітал, що інвестується в певний сегмент ринку активів, розподіляється між окремими конкретними активами (тобто за конкретними акціями, облігаціями тощо).

“Портфельну теорію” Г. Марковиця розвинув Дж. Тобін. До речі, він отримав Нобелівську премію у 1981 р., тобто на 9 років раніше, ніж Г. Марковиць та У. Шарп.

Підходи Г. Марковиця і Дж. Тобіна дещо різняться. Перший акцентує увагу на поведінці окремого інвестора, що формує оптимальний, на його погляд, портфель на основі власної оцінки дохідності та ризику активів, які обираються, тобто його підхід перебуває у сфері мікроекономічного аналізу. Крім того, спочатку модель Г. Марковиця стосувалася переважно портфеля акцій, тобто ризикових активів. Дж. Тобін запропонував включити в аналіз безризикові активи, наприклад державні облігації. Його підхід, по суті, макроекономічний, оскільки основним об'єктом вивчення в нього є розподіл сукупного капіталу в економіці за двома його формами: готівковою (грошовою) і безготівковою (у вигляді цінних паперів). Якщо у працях Г. Марковиця акцент робиться не на економічному аналізі вихідних положень теорії, а на математичному аналізі їх наслідків і розробці алгоритмів розв'язання оптимізаційних задач, то Дж. Тобін на перший план висуває фундаментальні проблеми економіки. Цим він продовжує традицію класиків (насамперед Дж. Кейнса). Основною його темою стає аналіз факторів, що спонукають інвесторів формувати портфелі активів, а не тримати капітал у будь-якій одній формі, наприклад грошовій.

Перший етап розвитку сучасної теорії інвестицій завершився в середині 60-х років. Далі розпочався етап, пов'язаний з так званою моделлю оцінки капітальних активів, або САРМ (Capital Asset Pricing Model). Головним розробником цієї моделі вважається У. Шарп. Основним результатом САРМ було встановлення співвідношення між дохідністю і ризиком для кожного активу в умовах рівноважного ринку. Ступінь ризику визначається як амплітуда коливань доходів за цінними паперами. Якщо спостерігається неістотне коливання очікуваних доходів певних акцій, то інвестування в них неризиковане, а цінні папери з доходами, що значно відхиляються від очікуваних, ризиковані. При цьому важливо, що, вибираючи оптимальний портфель, інвестор повинен враховувати не весь ризик, пов'язаний з активом (ризик за Г. Марковицем), а тільки його частину (систематичний ризик). Отже, У. Шарп поділив ризик на систематичний (недиверсифікований) і несистематичний (диверсифікований). Систематичний ризик є частиною ризику активу, що тісно пов'язана із загальним ризиком ринку загалом (іноді його називають

ринковим ризиком) і кількісно вимірюється коефіцієнтом β . Цю частину ризику інвестор не може усунути, оскільки вона залежить від загального стану економіки, а іншу частину — несистематичний ризик, пов'язаний з окремими активами, інвестор може усунути, вибираючи відповідний (оптимальний) портфель.

Коефіцієнт β , що ввів У. Шарп, який є відношенням систематичного ризику окремого активу до середнього ризику ринку, показує ступінь систематичного ризику. Якщо коефіцієнт акцій компанії $\beta = 1,0$, то це означає, що вони мають такий самий ступінь ризику, як і ринок капіталу загалом; їх курс коливається так само, як і середньоринковий. Такі акції вважаються цінними паперами із середнім ризиком.

Якщо $\beta > 1$, ризик акцій вищий, ніж середньоринковий; їх дохідність коливається більше, ніж дохідність ринку, акції вважаються цінними паперами з високим ризиком.

Наприклад, якщо $\beta = 2$, мінливість цін цінних паперів удвічі більша, ніж середніх цінних паперів з $\beta = 1,0$, вони вдвічі ризикованіші; вартість таких акцій протягом короткого часу може підвищитися або знизитися вдвічі.

Якщо $\beta < 1$, ризик цінних паперів нижчий за ринковий, їх дохідність коливається менше, ніж ринкова; наприклад, при $\beta = 0,5$ мінливість (нестійкість) цін таких акцій удвічі менша, ніж нестійкість ринку, тобто вони мають вдвічі менший ступінь ризику.

Отже, β визначає відносну нестійкість цін певних акцій порівняно з нестійкістю цін фондового ринку загалом, це — коваріація акцій відносно ринку.

Тенденція коливання цін фондового ринку загалом вимірюється біржовими індексами, наприклад індексом Доу–Джонса. Відомі рейтингові агентства у США розраховують і публікують коефіцієнти цінних паперів β тисяч компаній. Коефіцієнт β показує середній додатковий дохід при зміні ринкового індексу на 1 %.

Знаючи коефіцієнт цінних паперів β , можна формувати “портфель” за певним критерієм або дохідності, або ризикованості, або збалансованості ризику і доходу. Якщо бажано мати низький ризик, до портфеля цінних паперів слід додавати акції з низьким коефіцієнтом β , навпаки, щоб мати більше доходів, слід додавати акції з високим значенням β .

Поряд з коефіцієнтами β публікують ще один показник, який характеризує ризикованість акцій — коефіцієнт α . Він показує середній

рівень зміни ціни акцій конкретної компанії у відсотках за певний період, коли ринок загалом не міняється.

Наприклад, якщо зазначено, що за розрахунками за місяць $\alpha = -0,34$, а $\beta = 1,2$, це означає, що ціни на акції компанії знижувались у середньому на 0,34 % за місяць, коли ринок залишався незмінним, і зростали на 1,2 % при кожній зміні ринкового індексу на 1 %. Припустимо, що в наступному місяці ціни на ринку зросли на 11,5 %. Виходячи з минулих даних щодо α і β розглядуваних акцій можна розрахувати очікувані зміни ціни акцій у цьому місяці.

Очікувані зміни ціни: $-0,34 \% + 1,2 \cdot 11,5 \% = 13,46 \%.$

Згідно з концепцією ризику і доходу вони перебувають у прямо пропорційній залежності: що вищий ризик, то більший дохід.

У моделі CAPM це враховується для оцінки активів з того погляду, що інвестор вимагатиме тим більшу ставку доходу за певними цінними паперами, що більший ризик він пов'язує з ними. Ступенем ризику цінних паперів є коефіцієнт β : що він вищий, то більшою буде премія за ризик, яку очікують отримати інвестори. Звідси за моделлю CAPM необхідну ставку доходу для певного цінного паперу (%) можна визначити так:

$$K_s = R_f + \beta(K_m - R_f), \quad (4.15)$$

де R_f — безпечна ставка (за безпечну ставку беруть ставку доходу за практично безризикованими цінними паперами; у зарубіжній практиці це державні цінні папери, наприклад скарбничі векселі, державні облігації); $\beta(K_m - R_f)$ — премія за ризик для даного активу; K_m — середня дохідність ринку.

Рівняння оцінки активів CAPM (4.15) відображене на рис. 4.2 лінією, яку називають лінією ринку капіталу (*SML*). Вона показує очікуваний дохід, який ринок встановлює для цінних паперів при певному значенні β . Наприклад, якщо цінний папір має $\beta = 1,0$, тобто такий самий ступінь ризику, як і ринок, то цей папір має такий самий сподіваний дохід, як і ринковий портфель.

Щоб пояснити, чому цінні папери мають оцінюватися так, щоб комбінація β –дохід розміщувалася на лінії, розглянемо ситуацію з цінними паперами А, що міститься нижче від лінії *SML*, і В, що зміститься вище лінії *SML*; припустимо, що А і В мають $\beta = 0,5$. Тоді цінні папери А і В повинні мати ставку доходу K_s . Якщо папір А матиме нижчу ставку доходу (як на рис. 4.2), інвестори почнуть продавати їх доти, поки теперішня їх ціна не впаде, а очікуваний дохід

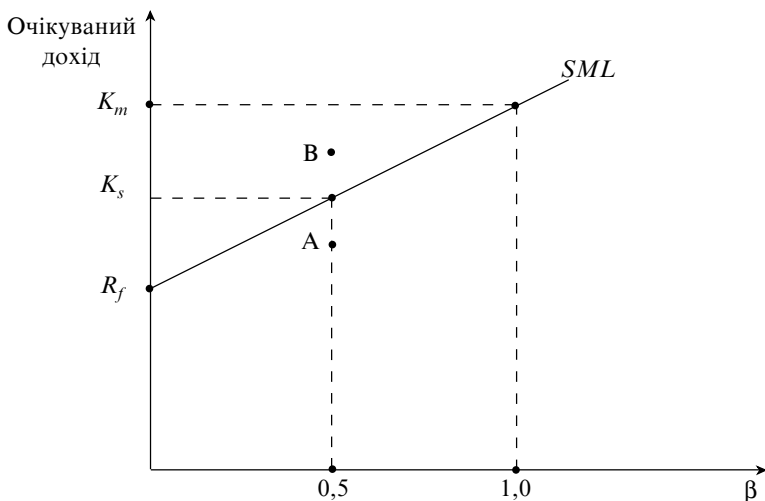


Рис. 4.2. Лінія ринку капіталу *SML*

не збільшиться до величини, що розміщена на *SML*. Якщо б існував цінний папір **В**, що має $\beta = 0,5$, а очікуваний дохід розміщувався над лінією *SML*, усі інвестори хотіли б придбати їх; ціна їх зростала б доти, поки сподіваний дохід не знизився до величини, що лежить на лінії *SML*.

Використовуючи необхідну ставку доходу K_s як дисконтну, можна визначити теперішню вартість простих акцій з урахуванням ризику.

Розглянемо застосування *SAPM* для оцінки акцій.

Приклад. Коефіцієнт акцій компаній $\beta = 1,5$. Середня дохідність ринку акцій за індексом Доу–Джонса — 12 %. Дохідність державних облігацій — 9 %. Щорічний приріст дивідендів — 2 %. У наступному році очікується дивіденд 4 дол. на акцію. Визначити теперішню ціну акції.

Розв’язання. Обчислимо необхідну ставку доходу за формулою (4.15):

$$K_s = 0,09 + 1,5(0,12 - 0,09) = 0,135, \text{ або } 13,5 \%$$

За формулою (4.12) визначаємо ціну простої акції:

$$PV_a = \frac{4(1+0,02)}{0,135 - 0,02} \approx 35 \text{ дол.}$$

Важливою якістю моделі CAPM є її лінійність відносно ступеня ризику. Це дає можливість визначити коефіцієнт β портфеля інвестицій як середньозважену коефіцієнтів β фінансових активів, що входять у портфель:

$$\beta_n = \sum_{i=1}^n \beta_i d_i, \quad (4.16)$$

де n — кількість фінансових активів у портфелі; β_i — значення β i -го активу; d_i — питома вага i -го активу в портфелі.

Приклад. Портфель містить такі цінні папери:

- 1) 10 % акцій компанії A з $\beta = 1$;
- 2) 20 % акцій компанії B з $\beta = 0,8$;
- 3) 30 % акцій компанії C з $\beta = 1,2$;
- 4) 40 % акцій компанії D з $\beta = 1,5$.

Розв'язання. Розрахуємо коефіцієнт β цього портфеля:

$$\beta_n = 0,1 \cdot 1 + 0,2 \cdot 0,8 + 0,3 \cdot 1,2 + 0,4 \cdot 1,5 = 1,22.$$

У 1977 р. модель CAPM підпала під жорстку критику у праці Р. Ролла [75]. Він висловив думку, що цю модель слід відкинути, оскільки вона не підлягає емпіричній перевірці. До речі, суперечки щодо цього тривають і досі. Незважаючи на це в західному світі CAPM залишається, мабуть, найвпливовішою сучасною фінансовою теорією. Практичні керівництва з фінансового менеджменту в частині вибору стратегії довготермінового інвестування і зараз ґрунтуються на моделі CAPM.

У 1976 р. С. Росс запропонував альтернативну модель оцінки капітальних активів, що дістала назву арбітражної, або APM (Arbitrage Pricing Model). Вона базується на припущенні, що співвідношення між очікуваною дохідністю і ризиком має бути таке, щоб жодний індивідуальний інвестор не міг одержати необмежений дохід від суто арбітражної операції.

На противагу моделі CAPM, в якій розглядається одне джерело систематичного ризику — ринковий дохід, у теорії АРТ використовують кілька джерел систематичного ризику в економіці, які неможливо усунути диверсифікацією. Ці джерела зумовлені різними факторами (рівень інфляції, сукупний обсяг виробництва, зміна цін на нафту, довго- та короткострокові проценти та ін.). Звідси дохід на актив складається з багатьох компонентів, що змінюються згідно з цими факторами, і випадкового компонента, властивого цьому

активу. Згідно з АРМ цінні папери з однаковою чутливістю до факторів поводять себе однаково, за винятком позафакторного ризику. Тому такі папери матимуть однакову очікувану дохідність, у протилежному разі існувала б можливість одержання арбітражного прибутку. Але як тільки така можливість виникає, діяльність інвесторів призводить до її зникнення. Формалізована модель АРМ має вигляд

$$K_s = R_f + \beta_1(\gamma_1 - R_f) + \dots + \beta_n(\gamma_n - R_f) + e_s, \quad (4.17)$$

де K_s — необхідна ставка доходу певного цінного паперу; R_f — безпечна ставка; β_1, \dots, β_n — коефіцієнт, що описує чутливість доходу цього цінного паперу до n -го фактора; $\gamma_1, \dots, \gamma_n$ — дохідність акції з одиничною чутливістю до n -го економічного фактора; e_s — випадковий компонент ризику, притаманний цьому активу; $\beta_n(\gamma_n - R_f)$ — премія за ризик.

Модель АРМ доцільно застосовувати, якщо можливо:

- визначити прийнятно короткий перелік макроекономічних факторів;
- оцінити премії за очікуваний ризик за кожним із цих факторів;
- з'ясувати чутливість цінного паперу до цих факторів.

Модель АРМ, яка містить множину факторів, дає змогу точніше оцінити очікувану дохідність капіталу і найвагоміші ризики, які впливають на його вартість, ніж модель САРМ, що є однофакторною.

Втім, полеміка навколо питання, за допомогою якої моделі: САРМ чи АРМ можна краще описати реальну ситуацію, триває.

З інвестиційною теорією і теорією фінансового менеджменту тісно пов'язаний ще один цикл досліджень, пов'язаний з так званою **теорією ефективного ринку**. У теорії вирішується проблема, чи досить повно ринкові ціни відображають “істинну вартість” фінансових активів. Якщо ні, то інвестор, який помітить, що на ринку систематично недооцінюється або переоцінюється той чи інший актив, був би здатний отримувати дохід досить довго і практично без ризику. Згідно з концепцією ефективного ринку це неможливо, оскільки ринкові ціни загалом відбивають практично всю доступну інвесторам інформацію. У такому разі коливання ринкових цін мають бути випадковими і жодний інвестор не в змозі передбачити майбутні ціни ринку. Модель “випадкового блукання” ринкових цін активів стимулювала застосування динамічних теоретико-ймовірнісних моделей, що ґрунтуються на теорії випадкових процесів. Зокрема, у 1973 р. М. Шоулс і Ф. Блек запропонували модель опціонів (модель

Блека–Шоулса) для отримання ймовірнісної оцінки вартості опціону. Ці схеми розрахунків були дуже швидко використані на практиці. В 70-ті роки саме відбувався бурхливий розвиток ринку опціонів. Наприклад, за три роки після відкриття в 1973 р. Чиказької біржі опціонів кількість контрактів, що укладалися на ній щодня, зростає більш як у 100 разів. З часом з'явилися складніші моделі як опціонів, так й інших похідних цінних паперів, але модель Блека–Шоулса досі залишається однією з найпоширеніших.

Загалом 70-ті роки ХХ ст., що були третім етапом у розвитку сучасної теорії інвестицій, характеризуються стрімким розвитком математичних методів фінансового аналізу. Із зрозумілих причин усі сучасні теорії інвестицій і теорії фінансів розроблено на заході. Зрозуміло й те, що нині інтерес до них постійно зростає в нашій країні. Із практичним застосуванням положень цих теорій у вітчизняних умовах значно гірше. Для застосування багатьох з них в Україні умови ще не склалися. Поки що в нас не існує того масштабного, розвинутого фінансового ринку, немає достатньої кількості емітентів цінних паперів, “портфельних” інвесторів, різновидів фінансових активів, тих обсягів їх купівлі-продажу, що спонукало представників західної фінансової науки й практики до винаходів і їх використання у фінансовому управлінні. Отже, сучасні підходи передбачають високий ступінь розвиненості фондового ринку. Вони дають важливий інструмент для аналізу і розв'язання завдань, що виникають в інвестуванні, але необхідно усвідомлювати умови і передумови, які забезпечують їх ефективне застосування; неможливе їх сліпе, некритичне копіювання без урахування особливостей економічної ситуації конкретної країни.

4.3. Середньозважена і гранична вартості капіталу

Капітал корпорації формується з внутрішніх і зовнішніх грошових фондів.

Внутрішні фонди створюються за рахунок грошових потоків від операційної діяльності, а також продажу частини активів. Чистий грошовий потік (*net cash flow*) дорівнює сумі чистого прибутку і амортизації. Частина цих грошей (за вирахуванням сплачених

грошима дивідендів) є джерелом інвестицій в необоротні та оборотні активи. **Зовнішні грошові** фонди залучаються шляхом емісії нових акцій (збільшення власного капіталу), а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків). Основна роль у фінансовому розвитку корпорації належить внутрішнім джерелам. Проте зміцнення фінансового становища корпорації, підвищення її можливостей щодо самофінансування розширює також можливості фінансування за рахунок зовнішніх грошових фондів. Порівняно з невеликими і середніми корпораціями, які мають обмежені можливості щодо додаткового зовнішнього фінансування, великі є активними учасниками первинного фінансового ринку, на якому отримують додатковий власний і позиковий капітал.

Обираючи шляхи додаткового зовнішнього фінансування, слід брати до уваги як фінансові, так і організаційно-управлінські чинники.

Фінансові чинники, що впливають на вибір джерел фінансування:

- різна ціна капіталу, що залучається з різних джерел;
- додаткові витрати, пов'язані з емісією корпоративних цінних паперів;
- межа зростання частки позикового капіталу, зумовлена ризиком втрати платоспроможності;
- несприятлива кон'юнктура фондового ринку для розміщення цінних паперів у певному періоді.

Організаційно-управлінські чинники:

- розпорошення права власності при появі нових акціонерів;
- загроза переходу контролю за компанією до іншої.

У вкладанні капіталу в корпоративні цінні папери беруть участь дві сторони: інвестор і емітент. Інвестор розраховує необхідну ставку прибутку, який має принести вкладений капітал, і відповідно скільки варто заплатити за певний цінний папір, тобто яка розрахункова (теоретична) вартість (ціна) цього паперу *PV*. Розрахункові ціни, що визначаються за допомогою різних моделей, зокрема *SARМ* та *АРМ* — це, як вже зазначалося, внутрішні ціни. У конкретний час вони можуть відрізнятися від реальних ринкових цін. У цей час інвестор і виявляє “недооцінені” акції (ринкова їх ціна нижча за розрахункову), які необхідно купувати, і “переоцінені” акції (ринкова ціна яких вища за розрахункову), які потрібно продавати.

Приклад. Акції з $\beta = 1,2$ продаються за 50 дол. кожна. Поточний дивіденд становить 2,5 дол. Компанія-емітент розвивається стабіль-

но і передбачається, що через рік акція коштуватиме 54 дол. Безпечна ставка $R_f = 7\%$, середня ринкова ставка $K_m = 14\%$. Яка очікувана та необхідна ставка доходу за цими акціями? Чи варто їх купувати?

Розв'язання. Розраховуємо очікувану ставку доходу за формулою (4.9):

$$\frac{2,5 + 54 - 50}{50} = 0,13, \text{ або } 13\%.$$

Необхідну ставку доходу визначаємо за формулою (4.15): $K_s = 0,07 + 1,2(0,14 - 0,07) = 0,154$, або 15,4%.

Отже, необхідна ставка перевищує очікувану, тобто акція переоцінена, за 50 дол. її купувати не варто.

Зауважимо, що прибуток, на який розраховує інвестор-власник акції (облігації), тобто вартість певного активу, є вартістю цінного паперу (вартістю капіталу, залученого за його допомогою) для емітента.

Отже, якщо інвестору потрібна ставка доходу 15,4%, то це необхідна норма прибутку з капіталовкладень, яку повинна мати корпорація, щоб розрахуватися за отриманий капітал, оскільки для неї 15,4% — це вартість капіталу. Фірма матиме чистий дохід тільки тоді, коли прибутковість інвестування перевищить 15,4%.

Таким чином, моделі й формули вартості капіталу як процентної ставки, яку компанія має сплачувати інвесторам і кредиторам за використання капіталу, такі самі, як і ті, що визначають необхідну ставку доходу на різні цінні папери (див. формули (4.9), (4.15), (4.17)). Норма прибутку на цінний папір, який отримує інвестор, така сама, як і вартість капіталу для фірми-емітента. Тому однакові моделі застосовують і інвестори, і емітенти.

Важливим для компанії є поняття **середньозваженої вартості капіталу** (Weighted Average Cost of Capital — WACC). Це вартість капіталу фірми загалом, що визначає загальну необхідну норму прибутку фірми. Оскільки корпорації зазвичай залучають капітал у різних формах, що мають різну вартість, середньозважена вартість розраховується за формулою

$$WACC = d_a K_a + d_{\text{пр.а}} K_{\text{пр.а}} + d_b K_b, \quad (4.18)$$

де d_a , $d_{\text{пр.а}}$, d_b — питома вага відповідно акціонерного капіталу, привілейованих акцій і боргових зобов'язань у загальній сумі капіталу;

K_a , $K_{пр.а}$, $K_б$ — вартість відповідно акціонерного капіталу, привілейованих акцій та боргових зобов'язань.

Вартість акціонерного капіталу, який складається з простих акцій та нерозподіленого прибутку, залежатиме від того, чи буде компанія здійснювати додаткову емісію акцій. У разі фінансування за рахунок випуску нових акцій до вартості капіталу від раніше розміщених простих акцій (або вартості нерозподіленого прибутку, адже вони однакові) потрібно додати витрати на випуск і розміщення нових акцій. Те саме слід зробити, якщо випускаються нові привілейовані акції або облігації. До речі, ці витрати суттєві. За даними американських досліджень, у разі емісій простих акцій на суму понад 50 млн дол. витрати становлять приблизно 4 % суми емісії, а в разі невеликих (менше 1 млн дол.) емісій — приблизно 21 % [22, с. 589]. Отже, для невеликих компаній додатковий випуск цінних паперів може бути надто дорогим джерелом фінансування і це, звичайно, слід урахувувати при плануванні структури капіталу.

Визначаючи вартість боргових зобов'язань (облігації, банківські кредити), необхідно зважати на податкову економію, оскільки виплата відсотків належить до витрат на виробництво і не обкладається податком на прибуток (на відміну від дивідендів, що виплачуються з чистого прибутку).

Наприклад, якщо процентна ставка за банківський кредит дорівнює 20 %, а податок на прибуток — 30 %, то вартість капіталу, що включається до розрахунку WACC, $K_б = 20 \% \cdot (1 - 0,3) = 14 \%$.

Для розрахунку питомої ваги кожного виду капіталу можна скористатися балансовою (книжковою) вартістю, тобто даними пасиву балансу, але для більш точного розрахунку за базу слід брати ринкову вартість акцій та облігацій.

Показник WACC найчастіше застосовують як дисконтну ставку у процесі оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів (при складанні бюджету капіталовкладень). За даними американських досліджень, 93 % компаній розраховують і використовують WACC для оцінки доцільності капіталовкладень [22, с. 411].

Складаючи бюджет капіталовкладень, використовують також показник *граничної вартості капіталу* (ГВК). Це середньозважена вартість кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який отримує фірма. Гранична вартість капіталу може зростати в разі необхідності залучення певної суми додаткового фінансування за рахунок зовнішніх джерел.

Приклад. Компанія має структуру капіталу, що складається із 40 % довгострокового боргу, 2 % привілейованих акцій та 58 % акціонерного капіталу (нерозподілений прибуток плюс прості акції) і продовжує утримувати таке співвідношення, тобто $d_a = 0,58$; $d_{пр.а} = 0,02$; $d_b = 0,40$; $K_a = 13,4\%$; $K_{пр.а} = 10,3\%$; $K_b = 10\%$. Податок на прибуток становив 30 %.

Розв'язання. Визначимо середньозважену вартість капіталу:

$$\begin{aligned} WACC &= 0,58 \cdot 13,4\% + 0,02 \cdot 10,3\% + 0,4 \cdot 10\% \cdot (1 - 0,3) = \\ &= 7,77\% + 0,21\% + 2,8\% = 10,78\%. \end{aligned}$$

Якщо компанія не змінює структуру капіталу, то кожна нова грошова одиниця, що залучена як джерело фінансування, складатиметься з 58 коп. акціонерного капіталу, 2 коп. привілейованих акцій та 40 коп. боргу, а отже, кожна нова (гранична) 1 грн капіталу матиме середньозважену вартість 10,78 %.

З'ясуємо, чи зможе компанія залучати дедалі більше додаткового капіталу і зберігати $WACC = 10,78\%$. Це можливо до певного часу, а потім ГВК почне підвищуватися. Такий час може настати, наприклад, тоді, коли компанія розширить свою діяльність так, що їй не вистачить суми нерозподіленого прибутку. Вона буде змушена випустити нові прості акції. Витрати на їх випуск і розміщення збільшать вартість акціонерного капіталу, відповідно збільшиться і $WACC$. І тоді кожна додаткова гривня капіталу коштуватиме дорожче.

4.4. Сучасні підходи до оцінки акціонерного капіталу

Існують різні види вартості активів, майна, бізнесу загалом, які можуть бути визначені у процесі оцінювання і використовуються відповідно до потреби.

Ринкова вартість — найвірогідніша ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку; вона може визначатися для будь-якого виду активів окремо і для бізнесу загалом. Стосовно цінних паперів ринкова вартість називається курсом цінних паперів.

Номінальною є встановлена *вартість*, зазначена на цінному папері або сертифікаті цінних паперів.

Емісійною називається *вартість*, за якою здійснюється первинне розміщення цінних паперів (якщо вони розміщуються за ціною вище номінальної вартості або якщо акції не мають номінальної вартості).

Книжкова (балансова) вартість — це вартість активів корпорації, відображена в її бухгалтерському балансі. Визначається книжкова вартість:

- власного капіталу, яка дорівнює сумі першого розділу пасиву балансу (або сумі чистих активів компанії);
- акції, яка дорівнює результату від ділення книжкової вартості власного капіталу на кількість акцій корпорації, що перебувають в обігу.

Ліквідаційною називається *вартість*, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін. Визначається для активів, утримання яких призводить до заподіяння АТ збитків, або для активів, які потрібно реалізувати для виплати боргів кредиторам. У разі визнання АТ банкрутом може бути розрахована так звана ліквідаційна вартість акції — сума активів, що залишилася для розподілу між акціонерами після розрахунків з кредиторами, поділена на кількість акцій, що перебувають в обігу.

Відновною є *вартість* відтворення об'єкта в ринкових умовах на дату оцінки, який за ознаками може бути адекватною функціональною заміною об'єкта оцінки (без урахування зносу). Визначається для майнових активів, що належать до основних засобів.

Дійсна вартість — це відновна вартість за вирахуванням зносу.

Утилізаційною називають *вартість* матеріальних активів, які підлягають утилізації, досягли граничного стану внаслідок повного зносу або надзвичайної події і втратили свою первісну корисність або не мають ринку збуту.

Внутрішня (теоретична або розрахункова) вартість — це теперішня вартість майбутніх грошових потоків. Визначається методом капіталізації очікуваних доходів від цінних паперів, інших активів, фірми загалом.

Розрахункова вартість з урахуванням ризику — це теперішня вартість майбутніх грошових потоків від цінних паперів, що розрахована із застосуванням ставки капіталізації у вигляді необхідної ставки доходу, визначеної за моделями CAPM або APT.

Нині в Україні приватизація продовжується переважно шляхом продажу пакетів акцій корпоративізованих підприємств, що належать державі, приватним інвесторам; крім того, багато АТ оголошують додаткові емісії акцій з метою залучення капіталу; багато АТ перебувають у скрутному фінансовому становищі та змушені розробляти і виконувати програми санаційних заходів; концентруються права власності за рахунок скуповування акцій у дрібних акціонерів. Усі зазначені процеси потребують оцінки вартості корпоративних цінних паперів, вартості акціонерного капіталу або/і компанії загалом.

Окремі види активів компанії, а також фірма загалом можуть бути оцінені за різними методиками залежно від мети, для якої здійснюється оцінка — для купівлі, продажу, обміну, оренди, ліквідації, реорганізації, фінансової санації, злиття, приватизації, реприватизації тощо.

Світовий досвід свідчить, що здебільшого фірми застосовують підхід, який базується на визначенні теперішньої вартості майбутніх грошових потоків об'єкта оцінки, або так званий **метод дохідності**.

Стосовно акцій корпорації це означає визначення їх внутрішньої (теоретичної або розрахункової) вартості методом капіталізації очікуваних доходів без ризику або з ризиком, якщо дисконтна ставка розрахована за моделями CAPM або APM (див. формули (4.12), (4.15), (4.17)).

Для оцінки вартості компанії за методом дохідності виконують такі процедури:

- аналізують фінансово-господарську діяльність компанії за попередні роки;
- прогнозують її грошові потоки;
- вибирають дисконтну ставку (коефіцієнт капіталізації);
- дисконтують спрогнозовані грошові потоки за вибраною ставкою; у результаті отримують вартість акціонерного капіталу.

Для оцінки вартості діючої фірми іноді можна застосовувати спрощений варіант, а саме: спрогнозувати середньорічний грошовий потік (чистий прибуток + амортизація) і визначити середньозважену вартість капіталу (WACC). Оскільки передбачається, що фірма може функціонувати невизначений термін, то її вартість обчислюють за формулою теперішньої вартості довічної ренти; як дисконтну ставку беруть WACC. Такий розрахунок може знадобитися для розв'язання

різних завдань, наприклад при виборі варіанта — продати фірму за запропонованою ціною чи реконструювати її.

Приклад. Фірму можна продати за 60 млн грн або реконструювати. Після реконструкції прогнозується середньорічний грошовий потік 6,5 млн грн, WACC = 12 %.

Теоретичну вартість фірми визначаємо за формулою (4.8):

$$PV = \frac{6,5}{0,12} = 54,2 \text{ млн грн.}$$

Оскільки $54,2 < 60$, то фірму краще продати.

За певних застережень метод дохідності може бути прийнятним і для умов України. По-перше, у разі його застосування може виникнути суттєва суперечність щодо оцінки вартості компанії між продавцем і покупцем. Зокрема, прогнозуючи грошовий потік, менеджери компанії часто намагаються передбачити найкращий варіант розвитку подій, а інвестор, навпаки, урахувати вплив усіх чинників ризику і вибрати найгірший з можливих варіантів. Отже, визначена фінансовим менеджером вартість акціонерного капіталу може значно відрізнятись від оцінок інвесторів.

По-друге, результат оцінки значною мірою залежить від вибраної дисконтної ставки. Взагалі це має бути ціна капіталу корпорації, тобто процентна ставка, яка сплачується за залучення капіталу на ринку. Проте в умовах нерозвиненого і нестабільного фінансового ринку дохідність ринку корпоративних цінних паперів значно коливається і змінюється внаслідок низької ліквідності акцій більшості ВАТ, незначних обсягів акцій, що продаються; такі умови спонукають до використання експертної оцінки в кожному конкретному випадку.

Фонд державного майна України [12] для розрахунку початкової ціни пакетів акцій ВАТ, що підлягають продажу за гроші на комерційних конкурсах, пропонує керуватися такими основними критеріями:

- прибутковістю роботи підприємств та її динамікою;
- балансовими показниками вартості основних та оборотних засобів, кредиторської заборгованості;
- котируванням акцій ВАТ на біржовому та позабіржовому ринках;
- властивостями пакета акцій, що пропонуються до продажу на комерційному конкурсі;

- станом фінансового ринку України, що впливає на розмір дисконтних ставок, які використовуються для розрахунку.

Для розрахунку початкової ціни пакетів акцій ВАТ пропонується використовувати алгоритми таких методів:

- дохідності;
- акумулювання активів (майновий метод);
- індексування номінальної вартості акцій;
- аналогів продажу (котирування).

Один з варіантів визначення вартості власного капіталу як вартості діючого підприємства запроваджено Методикою оцінки державних корпоративних прав [10]. Згідно з цією методикою вартість власного капіталу (ВВК) як вартість діючого підприємства визначається за формулою

$$\text{ВВК} = \frac{^2\text{Пр} + \text{А}_\text{м}}{K_\text{кап}} - \text{Д}_\text{з}, \quad (4.19)$$

де ЧПр — чистий прибуток (прибуток за мінусом податку на прибуток) за звітний рік; $\text{А}_\text{м}$ — сума нарахованої за звітний період амортизації, тис. грн.; $K_\text{кап}$ — коефіцієнт капіталізації; $\text{Д}_\text{з}$ — залишок довгострокових зобов'язань (за даними третього розділу пасиву балансу на кінець звітного періоду), тис. грн.

Коефіцієнт капіталізації ($K_\text{кап}$) за цією методикою визначається залежно від коефіцієнта рентабельності ($K_\text{рент}$) АТ, із збільшенням $K_\text{рент}$ він знижується. Значення $K_\text{кап}$ для різних $K_\text{рент}$ (у діапазоні від нуля до одиниці) встановлені зазначеною методикою. Наприклад, при $K_\text{рент} = 0 \dots 0,1$ маємо $K_\text{кап} = 0,7$; при $K_\text{рент} = 0,11 \dots 0,2$ маємо $K_\text{кап} = 0,5$, при $K_\text{рент} > 1$ маємо $K_\text{кап} = 0,08$.

Коефіцієнт рентабельності АТ за розглядуваною методикою визначають так:

$$K_\text{рент} = \frac{\text{Пр}}{\text{В}_\text{в}}, \quad (4.20)$$

де Пр — прибуток звітного періоду; $\text{В}_\text{в}$ — витрати на виробництво продукції.

Передбачено, що ця методика застосовується тільки для моніторингу ефективності управління державними корпоративними правами. Як бачимо, вона базується лише на аналізі звітних даних і не передбачає прогнозування майбутніх грошових потоків.

Ринковий підхід (метод аналогів) базується на визначенні ринкової вартості об'єкта. Він дає змогу визначити вартість акцій конкретної корпорації виходячи з курсів акцій компаній-аналогів.

Початковий етап оцінки — трансформація та нормалізація фінансової звітності оцінюваної компанії за період, який дає змогу виявити закономірності та тенденції в її розвитку. Мета цих процедур — звести до мінімуму вплив усіх випадкових чинників для коректнішого порівняння з компаніями-аналогами. Вони суттєво відрізняються за корпоративною стратегією, обліковою і дивідендною політикою та багатьма іншими показниками, які впливають на вартість підприємств. Використовуючи найважливіші характеристики, необхідно відібрати відносно невелику кількість компаній-аналогів. Як правило, для порівняння використовують інформацію про компанії-аналоги щодо національного ринку.

Стосовно кожної з компаній-аналогів аналізується фінансова звітність. Фінансовий аналіз охоплює аналіз структури капіталу, ліквідності, порівняння балансових звітів, аналіз доходів.

На наступному етапі визначають, які з мультиплікаторів можна застосовувати для оцінюваної компанії. Найчастіше використовують такі:

- вартість компанії / валові доходи;
- вартість компанії / прибуток до оподаткування;
- вартість компанії / чистий прибуток;
- вартість компанії / грошовий потік;
- вартість компанії / балансова вартість.

У кожному конкретному випадку визначають найефективніший мультиплікатор.

На завершальному етапі показник оцінюваної компанії множать на мультиплікатор компанії-аналога. Якщо застосовують кілька мультиплікаторів, то на підставі експертної оцінки визначають питому вагу кожного і роблять остаточний висновок [30]. Перевагою цього підходу є застосування інформації, яка ґрунтується на реальних ринкових угодах. Проте цей підхід має і зворотний бік: до уваги береться тільки минула інформація. Для потенційного інвестора частіше більш важливо передбачати майбутні доходи, які можна отримати в результаті володіння оцінюваними активами, тому застосовувати ринковий підхід в разі оцінки інвестиційних проектів нецільно.

Цей підхід дає змогу оцінити вартість акціонерного капіталу практично всіх компаній, які мають аналоги, зокрема вартість цінних паперів, що не обертаються на фондовому ринку.

Найбільший недолік ринкового підходу полягає в тому, що на практиці не існує абсолютно однакових компаній. У цьому зв'язку отримані у такий спосіб оцінки мають кілька значень, тобто існує так званий інтервал вартості. Крім того, оскільки нині на українському фондовому ринку в обігу перебувають акції лише небагатьох компаній, можливості порівняння з компаніями-аналогами дуже обмежені.

Отже, доходимо висновку, що застосування ринкового підходу в разі оцінки вартості акціонерного капіталу компаній можливе в таких випадках:

- за наявності повної інформації про фінансово-господарську діяльність оцінюваної компанії;
- у разі активного обігу акцій компанії-аналогів на фондовому ринку;
- при наявності інформації про корпоративну політику оцінюваної компанії та перспективи її розвитку.

За умов сучасного фондового ринку України ринковий підхід доцільно застосовувати для визначення ринкової вартості інформаційно закритих компаній, які перебувають на початковому етапі акціонування і аналоги яких активно працюють на фондовому ринку [57, с. 55].

Питання для самоконтролю

1. Як визначається вартість капіталу і вартість активів з урахуванням фактора часу?
2. Як визначається теперішня (теоретична) ціна акцій та облігацій?
3. Сутність сучасних теорій інвестування Г. Марковиця, У. Шарпа, Дж. Тобіна.
4. Що характеризують коефіцієнти α і β ?
5. Як визначається необхідна ставка доходу цінних паперів за моделлю CAPM?
6. Що показує лінія ринку капіталу *SML*?

7. Чим відрізняється “арбітражна модель”(АРМ) оцінки капітальних активів від моделі CAPM?
8. Як застосовуються показники середньозваженої вартості капіталу і граничної вартості капіталу?
9. Які види вартості активів можна визначити у процесі їх оцінки?
10. Як визначається вартість фірми за методами дохідності та ринкового підходу?

Розділ 5. СТРУКТУРА КАПІТАЛУ І ВИБІР ДЖЕРЕЛ ЗАЛУЧЕННЯ ДОДАТКОВОГО КАПІТАЛУ

5.1. Розвиток теорій структури капіталу

Паралельно з розвитком “портфельних теорій” Г. Марковиця, У. Шарпа і Дж. Тобіна у США розвивалися також інші розділи науки про корпоративні фінанси та управління ними. Зокрема, вони стосувались аналізу структури капіталу компаній, планування капітальних витрат, оцінки вартості фірми. Ці проблеми в 50–60-х роках ХХ ст. висвітлювалися у працях Ф. Модільяні та М. Міллера, які вже стали класичними. Обидва вчені були відзначені Нобелівською премією з економіки (Ф. Модільяні в 1985 р., М. Міллер у 1990 р.). В основу своєї теорії (що дістала в літературі назву теорії ММ) вони поклали твердження, що структура капіталу не впливає на його вартість. На їхню думку, ринкова вартість корпорації визначається виключно її чистим грошовим потоком, який, у свою чергу, залежить від інвестицій. Виходячи з цього ринкова вартість корпорації не залежить від структури капіталу (співвідношення між позиковим і власним капіталом), а визначається шляхом капіталізації очікуваних грошових потоків з урахуванням ризику.

Ринкова вартість V_0 дорівнює сумі ринкової вартості акціонерного V_0^e (оплаченого) капіталу (*equity value*) та ринкової вартості боргу D_0 (*debt*):

$$V_0 = V_0^e + D_0. \quad (5.1)$$

Згідно з теорією ММ на ринкову вартість V_0 не впливає структура капіталу корпорації, оскільки якщо підвищується D_0 , то відповідно

на цю саму суму знижується V_0^e . Отже, ринкова вартість не зміниться, якщо корпорація профінансує додаткову потребу в капіталі на 100 % за рахунок боргу, або навпаки, на 100 % акціонерним капіталом. Оскільки корпорації сплачують податок на прибуток, то ситуація змінюється, тобто теоретично оптимальний варіант — 100 % фінансування за рахунок боргу.

Теорію ММ вчені та практики критикували через те, що в ній ігнорувалися реальні умови фінансового ринку, зокрема вплив податків, витрати на додатковий випуск акцій, спади ділової активності. Критики теорії ММ вважали, що фірми без боргів або з невеликими боргами матимуть менше проблем. Що більше фірма використовує для фінансування позики, то вищі витрати, пов'язані з боргами, підвищується ймовірність втратити ліквідність, зменшується можливість одержати нові позики, що знижує ринкову вартість фірми V_0 . На початку 60-х років з'явилася теорія Г. Дональдсона (Гарвардський університет), яка дістала назву *субординації джерел (pecking order)*. Положення цієї теорії визначали послідовність, якої мають дотримуватися менеджери корпорацій, приймаючи рішення про фінансування. По-перше, слід використовувати внутрішні джерела (нерозподілений прибуток та амортизацію). По-друге, визначаючи розмір дивідендів, потрібно виходити з необхідності інвестицій для забезпечення певних майбутніх грошових потоків. За звичайних умов частка нерозподіленого прибутку має бути такою, щоб разом з амортизацією забезпечувати фінансування інвестицій. По-третє, дивідендам має бути властива певна стабільність, особливо в короткостроковому періоді, їх не можна значно знижувати або підвищувати. Тому компанія залежно від реальних грошових потоків та інвестиційних потреб у конкретному році для підтримки стабільних дивідендів використовує внутрішні резервні фонди або поповнює їх. По-четверте, якщо постає потреба в залученні зовнішніх джерел, то це слід робити в такій послідовності: банківські кредити, випуск конвертованих облігацій і в останню чергу — випуск нових акцій.

На основі порівняння теорій ММ і Г. Дональдсона розвивається так звана *теорія асиметричної інформації* С. Майерса [21]. Вона ґрунтується на тому, що менеджери корпорації мають повнішу інформацію, ніж інвестори. Асиметрична інформація — це різні можливості доступу до інформації. Наприклад, позичальник, який бере позику на фінансування інвестиційного проекту, володіє повнішою

інформацією про потенційні доходи і ризик, ніж кредитор. Асиметрична інформація зумовлює виникнення проблеми несприятливого (небажаного) вибору. Припустимо, потенційний покупець акцій не має достатньої інформації і не може відрізнити компанії з високими очікуваними доходами та низьким ступенем ризику від компаній з поганим фінансовим становищем, низькими очікуваними доходами і високим ступенем ризику. У такій ситуації інвестор буде готовий заплатити якусь середню ціну за акції, яка відображатиме середній стан компаній-емітентів. Менеджери компаній, що мають показники, вищі за середні, мають повнішу інформацію щодо стану фірми, ніж інвестор, і не погодяться продавати акції за середньою ціною. За цю ціну будуть готові продавати цінні папери фірми з поганим фінансовим становищем. У цьому разі інвестор прийме рішення не купувати цінні папери взагалі. Отже, проблема несприятливого вибору стосується і інвесторів, і емітентів; оскільки фінансовий ринок погано функціонуватиме, небагато компаній зможуть мобілізувати капітал на такому ринку. На думку С. Майерса, для того щоб усунути нерівність доступу до інформації, менеджерам корпорацій слід дбати про поширення сприятливої інформації, тоді інвестори платитимуть за акції корпорації більше. Наприклад, коли компанія підвищує дивіденди й розширює інвестиції, ціна її акцій на ринку зростає і, навпаки, коли дивіденди знижуються, інвестиції скорочуються, а компанія залучає додатково нові зовнішні джерела фінансування, то ціна її акцій падає. Іншими словами, менеджери мають передусім дбати про головне — оптимізацію капітальної вартості, а “субординація джерел”, на думку С. Майерса, відвертає їх від досягнення цієї мети.

Незалежно від засадничих положень різних теорій структури капіталу кожна корпорація у практичній фінансовій діяльності прагне досягти оптимального співвідношення між джерелами фінансування, оскільки структура капіталу впливає на його вартість. У попередньому розділі було розглянуто, як визначається вартість різних джерел фінансування і як це впливає на значення WACC (середньозваженої вартості капіталу). Менеджери дбають про зниження згаданого показника, оскільки це підвищує вартість фірми (цей показник використовують як дисконтну ставку до майбутніх доходів фірми: що вона нижча, то вища ринкова вартість фірми). Оптимальною структурою капіталу є така, що максимізує вартість компанії, сприяє підвищенню курсу її акцій і забезпечує високий рівень ліквідності.

5.2. Ризик і структура капіталу

Основною проблемою оптимізації структури капіталу є визначення співвідношення між позиковими і власними джерелами фінансування. Якщо кошти вигідніше брати в борг, то необхідно з'ясувати, до якої межі можна підвищувати це співвідношення, не ризикуючи погіршити ліквідність фірми? Фінансовий важіль (ліверидж — *leverage*) — показник, пов'язаний з управлінням структурою капіталу корпорації. З його розрахунком пов'язане визначення плеча, ефекту та рівня фінансового важеля.

Плеце фінансового важеля — це співвідношення між капіталом фірми позиковим (ПК) і власним (ВК).

Ефект фінансового важеля (ЕФВ) — це приріст рентабельності власного капіталу порівняно із загальною рентабельністю капіталу фірми, що виникає завдяки використанню позик. Визначають ЕФВ так:

$$\text{ЕФВ} = \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}} (P_a - r_n), \quad (5.2)$$

де P_a — рентабельність активів (відношення прибутку фірми до суми активів), %; r_n — процентна ставка за користування позикою, %.

Ефект фінансового важеля показує, на скільки відсотків рентабельність власного (акціонерного) капіталу перевищує рентабельність усього капіталу фірми.

У цьому разі для розрахунку рентабельності активів береться прибуток до сплати відсотків за позики і податку на прибуток, тобто ЕВІТ. Щоб з'ясувати, наскільки рентабельність власного (акціонерного) капіталу перевищує рентабельність всього капіталу за чистим прибутком, у формулу (5.2) слід додати множник $(1 - \Pi_{\text{пр}})$, щоб урахувати податок на прибуток. Що більший податок на прибуток, то менший приріст рентабельності власного капіталу за чистим прибутком. Якщо ставка податку становить 30 %, то $\Pi_{\text{пр}} = 0,3$.

Перевага фінансового важеля полягає в можливості використовувати капітал, який узято в борг під фіксований відсоток, для інвестицій, що приносять вищий прибуток, ніж сплачені відсотки. Різниця означатиме приріст прибутку акціонерів, які володіють простими акціями. Цей приріст буде тим більший, що довше плече важеля, тобто більше співвідношення позиковий капітал : власний капітал і

більша різниця між рентабельністю всього інвестованого капіталу і ставкою позичкового процента. Тому компанія може підвищувати борг доти, поки кредитори здатні давати позики, і в такий спосіб збільшувати дохід на одну просту акцію (EPS). Однак фінансовий важіль може мати і зворотний ефект, який одразу ж виявиться, якщо прибуток компанії нижчий від вартості позикового капіталу. Тоді сплачені проценти за кредит зведуть нанівець прибуток акціонерів.

Розглянемо, як проявляється ЕФВ при різних показниках рентабельності активів фірми, плеча фінансового важеля і однакової процентній ставці за користування позикою.

Приклад. Розрахунок ЕФВ.

1. Рентабельність активів — 20 %; процентна ставка за кредит — 10 %.

а. Якщо частка боргу — 25 %, то рентабельність власного капіталу

$$P_{\text{в.к}} = 20\% + \frac{25}{75}(20\% - 10\%) = 23,33\%; \text{ ЕФВ} = 3,33\%.$$

б. Якщо частка боргу — 50 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 20\% + \frac{50}{50}(20\% - 10\%) = 30\%; \text{ ЕФВ} = 10\%.$$

в. Якщо частка боргу — 75 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 20\% + \frac{75}{25}(20\% - 10\%) = 50\%; \text{ ЕФВ} = 30\%.$$

2. Рентабельність активів — 12 %, процентна ставка за кредит — 10 %.

а. Якщо частка боргу — 25 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 12\% + \frac{25}{75}(12\% - 10\%) = 12,67\%; \text{ ЕФВ} = 0,67\%;$$

б. Якщо частка боргу — 50 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 12\% + \frac{50}{50}(12\% - 10\%) = 14,0\%; \text{ ЕФВ} = 2\%;$$

в. Якщо частка боргу — 75 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 12\% + \frac{75}{25}(12\% - 10\%) = 18\%; \text{ ЕФВ} = 6\%.$$

3. Рентабельність капіталу 8 %, процентна ставка за кредит — 10 %.

а. Якщо частка боргу — 25 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 8\% + \frac{25}{75}(8\% - 10\%) = 7,33\%; \text{ ЕФВ} = -0,67\%.$$

б. Якщо частка боргу — 50 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 8\% + \frac{50}{50}(8\% - 10\%) = 6\%; \text{ ЕФВ} = -2\%.$$

в. Якщо частка боргу — 75 %, то

$$P_{\text{в.к}} = 8\% + \frac{75}{25}(8\% - 10\%) = 2\%; \text{ ЕФВ} = -6\%.$$

Із графіків, побудованих за цими розрахунками (рис. 5.1), бачимо, що ЕФВ виявляється яскравіше, якщо різниця між рентабельністю капіталу та процентною ставкою за кредит більша (крива 1). Якщо різниця зменшується, то й ефект менший (крива 2). При подальшому зменшенні різниці спостерігається негативний ефект, тобто рентабельність власного капіталу стає меншою від рентабельності активів (крива 3).

Плеche фінансового важеля показує фінансовий ризик, пов'язаний зі структурою капіталу, отже, при недостатньо високій рентабельності капіталу фірма, що має більшу частку позикового капіталу, швидше втрачає платоспроможність, оскільки виникає від'ємний ЕФВ. У цьому разі підвищується ризик несплати відсотків і повернення боргу для кредиторів. Виходячи з цього кредитори зазвичай визначають верхню межу частки позикового капіталу у структурі капіталу потенційного позичальника. Зарубіжний досвід свідчить, що для промислових компаній ця межа становить 50 %, для підприємств комунальних послуг — 60 %, а торговельні фірми з високоліквідними активами можуть мати ще більшу частку боргу.

Частка позикового капіталу впливає і на процентну ставку за кредит. Із збільшенням плеча фінансового важеля позиковий капітал, як правило, дорожчає. Проте залежність відсотка за кредит від структури капіталу є нелінійною, оскільки на неї впливають також інші фактори, наприклад суб'єктивне рішення кредитора. У таких випадках вирішальну роль відіграє показник рентабельності капіталу. Якщо рентабельність висока, процентна ставка може підвищува-

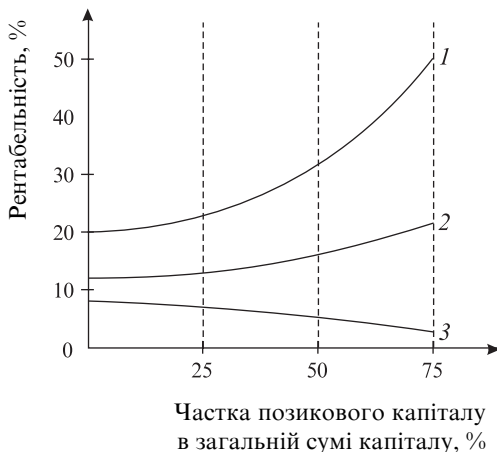


Рис. 5.1. Зміна рентабельності власного капіталу корпорації внаслідок ефекту фінансового важеля

тися неістотно, навіть при значному збільшенні плеча фінансового важеля.

Дохід на одну просту акцію (EPS) — найважливіший показник, який намагаються підвищити менеджери корпорації. Це кінцевий фінансовий показник, що формується під впливом різних факторів, у тому числі під дією фінансового важеля. Для розрахунку цього впливу застосовують *рівень фінансового важеля* (або силу впливу фінансового важеля на EPS). Це процентне змінювання прибутку на акцію (EPS), пов'язане з процентним змінюванням прибутку до вирахування відсотків і податку на прибуток (ЕВІТ), тобто він пов'язує зміни EPS зі зміною ЕВІТ:

$$\text{рівень фінансового важеля} = \frac{\text{зміна EPS, \%}}{\text{зміна ЕВІТ, \%}} = \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{ЕВІТ} - I},$$

де I — сума відсотків позики.

Рівень фінансового важеля показує, на скільки відсотків зростає EPS при підвищенні ЕВІТ на 1 % при певному значенні плеча фінансового важеля.

Фінансовий важіль додає фінансовий ризик до підприємницького, пов'язаного з діяльністю компанії. Підприємницький ризик означає невизначеність стосовно одержання загального прибутку — ЕВІТ (до сплати відсотків і податків) від основної діяльності. Він зумовлений багатьма факторами, основні з яких — зміна попиту на продукцію корпорації, зміна цін на вироблену продукцію, а також на сировину, матеріали, підвищення інших витрат на виробництво і збут тощо. Суттєвою складовою підприємницького ризику є так званий операційний ризик, який вимірюється рівнем операційного важеля і залежить від суми умовно-постійних витрат фірми. До них належать амортизаційні відрахування, сума відсотків за позикові кошти, орендна плата, адміністративно-управлінські витрати, погодинна заробітна плата, витрати на рекламу та ін.

Фінансовий та операційний ризики тісно пов'язані між собою, оскільки витрати з обслуговування боргу (сплата відсотків за позики) належать до умовно-постійних, а отже, при збільшенні частки позикового капіталу (плеча фінансового важеля) дещо підвищується й рівень операційного важеля. Дія операційного важеля виявляється в тому, що будь-яка зміна виручки від реалізації тягне за собою більш значну зміну прибутку. Це зумовлено наявністю в компанії умовно-постійних витрат, що не змінюються (або майже не змінюються) із зростанням або зниженням суми виручки. Відповідно для одержання прибутку фірма має продавати не тільки кожну одиницю продукції з прибутком, а й певну кількість продукції, щоб покрити всі умовно-постійні витрати. З необхідністю підтримувати виручку не нижче від тієї, що покриває умовно-постійні витрати, пов'язана важливість для будь-якої компанії визначення порога рентабельності (або точки беззбитковості, або точки нульового прибутку), тобто виручки, яка забезпечує повне покриття всіх витрат (змінних і умовно-постійних). Якщо виручка вища за порогову, це забезпечує фірмі певний прибуток, а виручка нижча за порогову призводить до збитків. Що більші умовно-постійні витрати, то вищий поріг рентабельності і більші зміни прибутку викликає кожний відсоток зміни виручки від реалізації, то вищий операційний ризик, пов'язаний із цією фірмою, і, отже, вищий рівень операційного важеля.

Рівень операційного важеля ($P_{o,b}$), або сила впливу операційного важеля показує, на скільки відсотків змінюється прибуток (ЕВІТ)

при зміні виручки на 1 %. Розраховують цей рівень за формулою

$$P_{o,v} = \frac{\text{валова маржа}}{\text{прибуток (ЕВІТ)}}$$

Валова маржа — це різниця між виручкою і змінними витратами; прибуток у цій формулі визначається як сума прибутку до сплати податку на прибуток і суми відсотків за позики (це показник ЕВІТ). Отже, операційний важіль впливає на проміжний фінансовий результат — ЕВІТ, тоді як фінансовий важіль — на кінцевий фінансовий результат — EPS.

Що більша частка умовно-постійних витрат у загальних витратах фірми, то вищий рівень операційного важеля і більшою мірою змінюватиметься ЕВІТ при зміні виручки на 1 %.

Що більше плече фінансового важеля, то вищий рівень фінансового важеля і більшою мірою змінюватиметься EPS при зміні ЕВІТ на 1 %.

Якщо фірма використовує позиковий капітал, діють обидва важелі, що виявляється в істотній зміні EPS навіть при незначній зміні виручки.

Рівень загального або операційно-фінансового важеля показує, на скільки відсотків змінюється EPS при зміні виручки на 1 %. Визначають цей рівень за формулою

$$\text{рівень операційно-фінансового важеля} = \frac{\text{рівень операційного важеля}}{\text{важеля}} \times \frac{\text{рівень фінансового важеля}}{\text{важеля}}$$

Визначення рівня операційно-фінансового важеля може стати у пригоді менеджерам корпорацій та інвесторам. Наприклад, якщо прогнози щодо підвищення виручки сприятливі, менеджери можуть планувати більше позик, оскільки при підвищенні виручки високий рівень операційно-фінансового важеля забезпечує ще більше зростання EPS. У цей період інвестори в разі оптимістичних прогнозів щодо розвитку нових галузей промисловості також можуть віддати перевагу тим фірмам галузі, в яких високий загальний ліверидж, оскільки це забезпечить високі темпи підвищення чистого прибутку, і діяти навпаки, якщо очікується спад.

Сфери впливу важелів на кінцевий фінансовий результат ілюструє рис. 5.2.

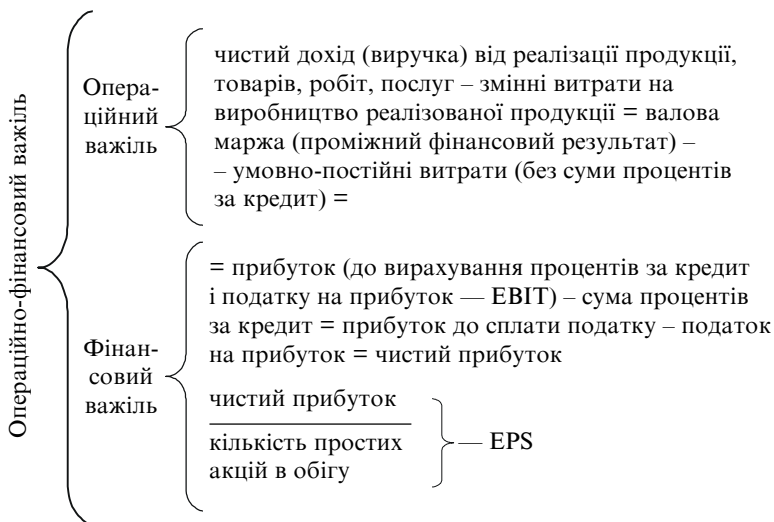


Рис. 5.2. Сфери впливу операційного, фінансового та операційно-фінансового важелів

Розглянемо вплив важелів на EPS корпорації.

Приклад. Розрахувати рівні операційного, фінансового та операційно-фінансового важелів промислового ВАТ “Міраж” і визначити, якою буде EPS відповідно при зростанні та зниженні виручки від реалізації на 10 %.

Відкрите акціонерне товариство “Міраж” продає свої вироби за ціною 55 грн за 1 шт. Змінні витрати на виробництво і реалізацію 1 шт. становлять 32,5 грн. Річна загальна сума умовно-постійних витрат — 3237500 грн. У звітному році реалізовано 175 тис. шт. виробів. Частка позикового капіталу в загальній сумі капіталу — 25 %; процентна ставка за кредит — 10 %; податок на прибуток — 30 %. Рентабельність капіталу — 20 %. Кількість простих акцій в обігу — 200 тис. шт. Сума капіталу 4 млн грн.

Розв’язання.

Розрахуємо виручку від реалізації: $55 \cdot 175000 = 9625000$ грн.

Змінні витрати становлять $32,5 \cdot 175000 = 5687500$ грн.

Валова маржа (виручка – змінні витрати) дорівнює 3937500 грн.
 ЕВІТ (валова маржа – умовно-постійні витрати + сума відсотків за кредит) $3937500 - 3237500 + 1000000 \cdot 0,1 = 700000 + 100000 = 800000$ грн.

$$\text{Рівень операційного важеля} = \frac{\text{валова маржа}}{\text{ЕВІТ}} = \frac{3937500}{800000} = 4,922.$$

$$\text{Рівень фінансового важеля} = \frac{\text{ЕВІТ}}{\text{ЕВІТ} - I} = \frac{800000}{700000} = 1,143.$$

Рівень операційно-фінансового важеля становить $4,922 \cdot 1,143 = 5,626$.

Чистий прибуток (прибуток – податок на прибуток) дорівнює $700000 - 0,3 \cdot 700000 = 700000 - 210000 = 490000$ грн.

$$\text{EPS} = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{кількість простих акцій в обігу}} = \frac{490000}{200000} = 2,45 \text{ грн.}$$

Якщо виручка зростає на 10 %, то

$$\text{EPS} = 2,45 + \frac{2,45 \cdot 5,626 \cdot 10}{100} = 2,45 + 1,38 = 3,83 \text{ грн.}$$

якщо знижується на 10 %, то

$$\text{EPS} = 2,45 - \frac{2,45 \cdot 5,626 \cdot 10}{100} = 2,45 - 1,38 = 1,07 \text{ грн.}$$

Отже, показник рівня операційно-фінансового важеля можна використовувати для оцінки сумарного рівня ризику, пов'язаного із структурою витрат і структурою капіталу компанії, а також для прогнозування чистого прибутку на акцію при різних варіантах темпів зміни виручки від реалізації й виборі різних співвідношень позикових і власних коштів. Розрахунок рівня операційно-фінансового важеля свідчить про те, що менеджери можуть знизити сукупний ризик, пов'язаний з підприємством, по-різному: або підтримувати невисокі рівні фінансового і операційного важелів, або досягти такого самого результату при високому рівні фінансового важеля, якщо компанія має низький рівень операційного важеля, або не підвищувати рівень

фінансового важеля, якщо фірма має високий рівень операційного важеля.

Слід зважити на те, що у великих компаній, як правило, великі умовно-постійні витрати, що пов'язано з високою фондомісткістю продукції, складною організаційно-управлінською структурою, великим штатом працівників з погодинною оплатою, значними витратами на рекламу тощо. Зменшити частку умовно-постійних витрат без руйнування виробничо-господарського комплексу, що склався, дуже важко, а тому й важко знизити рівень операційного важеля. У таких умовах менеджери більш гнучко мають управляти структурою капіталу, саме її оптимізація стає основним засобом зниження сукупного ризику.

Західний досвід оптимізації структури капіталу нині навряд чи може бути повністю застосований у вітчизняній практиці фінансування корпорацій, оскільки за кордоном керуються вихідним принципом, що позиковий капітал дешевший від акціонерного. В Україні ж високі процентні ставки за кредити не покриваються прибутком, який створюють підприємства. Для більшості вітчизняних корпорацій сама постановка завдання оптимізації структури капіталу видається передчасною, оскільки незрозуміло, чи буде досягнуто позитивного результату, крім додаткових витрат. Проте раніше чи пізніше після закріплення позитивних тенденцій зростання економіки країни перед менеджерами корпорацій, безумовно, постає потреба вжиття заходів щодо оптимізації структури капіталу.

5.3. Взаємозв'язок дивідендної політики і структури капіталу

Основні орієнтири в управлінні структурою капіталу — підвищення вартості фірми, ринкової ціни акцій, зниження WACC, збереження платоспроможності — неодмінно привертають увагу менеджерів до дивідендної та інвестиційної політики. Так само, як прийняття рішень щодо фінансування інвестицій привертає їх увагу до сплати дивідендів і структури капіталу. Це пояснюється тим, що структура капіталу, дивідендна політика та інвестиційні рішення взаємопов'язані. Вони є не відокремленими об'єктами фінансового

управління, а взаємозалежними складовими ефективного управління корпорацією.

Визначальний фактор, що об'єднує ці складові, — їх залежність від обсягу чистого прибутку компанії та пропорцій його розподілу на накопичення і споживання. Чистий прибуток як дохід на капітал розподіляється між акціонерами, кредиторами і фондами корпорації. Стосовно пропорцій розподілу чистого прибутку існують протилежні наукові підходи. З одного боку, це “теорія нарахування дивідендів за залишковим принципом” Ф. Модільяні та М. Міллера (ММ), з іншого — так звана теорія синиці в руці М. Гордона.

Ф. Модільяні та М. Міллер висунули ідею про те, що розмір дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, тобто дивідендна політика не потрібна. Дивіденди слід виплачувати тоді, коли за рахунок прибутку профінансовані всі прийнятні інвестиційні проекти, оскільки сума сплачених дивідендів приблизно дорівнює сумі витрат, які несе компанія в цьому разі для залучення додаткових джерел фінансування. Цей підхід називається теорією нарахування дивідендів за залишковим принципом.

У межах розглядуваного підходу Ф. Модільяні та М. Міллер обґрунтовують існування так званого ефекту клієнтури. Цей ефект виявляється в тому, що різні групи інвесторів (клієнтура) віддають перевагу різним рівням дивідендних виплат. Якщо компанія обирає певну дивідендну політику, наслідком її буде привернення тієї чи іншої групи клієнтури; якщо компанія змінює дивідендну політику, єдиним наслідком цього буде привернення іншої групи. Залишається врахувати попит і пропозицію. Наприклад, припустивши, що 50 % інвесторів віддають перевагу високим дивідендам, а тільки 40 % компаній їх виплачують, то пропозиція буде недостатньою (ціни акцій таких компаній зростатимуть). Як наслідок, компанії, що сплачували низькі дивіденди, вирішать змінити дивідендну політику. Це триватиме доти, поки кількість компаній, що сплачують високі дивіденди, не дорівнюватиме 50 %. У цей момент на дивідендному ринку встановиться рівновага; подальші зміни в дивідендній політиці не матимуть сенсу, оскільки вся клієнтура буде задоволена.

Певний вплив дивідендної політики на ціну акціонерного капіталу ці вчені все ж визнавали, але не як наслідок впливу розміру дивідендів, а як результат інформаційного ефекту, зокрема про їх зростання, що зумовлює підвищення ціни акцій.

Один з опонентів теорії ММ, так само американський вчений М. Гордон висунув протилежну ідею про те, що дивідендна політика впливає на розмір сукупного доходу акціонерів. Поточні виплати дивідендів зменшують невизначеність інвесторів щодо купівлі акцій даної компанії, тим самим їх задовольняє менша норма дохідності на вкладений капітал, відповідно підвищується ринкова оцінка акціонерного капіталу. Якщо дивіденди не сплачуються, невизначеність зростає, підвищується також прийнятна для акціонерів норма дохідності, відповідно зменшується ринкова оцінка акціонерного капіталу. Виходячи з теорії М. Гордона інвестори обирають мінімізацію ризику, тому завжди віддають перевагу поточним дивідендам (“синиці в руці”) порівняно зі збільшенням їх і можливим приростом акціонерного капіталу, але в майбутньому.

Хоча підхід М. Гордона поширеніший, проте єдиної думки щодо цього не існує, дивідендна політика визначається багатьма факторами, тому кожна компанія обирає власний суб’єктивний підхід.

Попри різні теорії дивідендної політики фінансові менеджери зазвичай намагаються зберегти баланс між виплатою достатніх дивідендів (щоб підтримувати довіру акціонерів) та реінвестуванням прибутку (щоб підтримувати певні темпи розвитку компанії). Виплата високих дивідендів призводить до зменшення внутрішніх джерел розвитку фірми, що може спонукати менеджерів до залучення додаткових зовнішніх джерел за рахунок випуску нових акцій і позик; збільшення фінансування за рахунок зовнішніх джерел може змінити структуру капіталу і середньозважену вартість капіталу (WACC). Сплата низьких дивідендів або нестабільність виплат викликає недовіру акціонерів і потенційних інвесторів, що може призвести до зниження цін акцій. Отже, найменш ризикованою є дивідендна політика, що гарантує акціонерам за будь-яких обставин отримання дивідендів, тобто планування стабільних виплат дивідендів.

Визначаючи дивідендну політику, менеджерам слід скласти прогноз щодо приросту майбутніх доходів, оцінити чутливість доходів компанії до коливань ділової активності, звернути увагу на те, які доходи на акцію та коефіцієнти виплати дивідендів мають інші фірми галузі.

Усі фактори, які фірма бере до уваги, визначаючи дивідендну політику, за Є. Брігхемом [22, с. 550], можна об’єднати в чотири великі групи:

- існуючі обмеження щодо дивідендних виплат (законодавчі, податкові, брак готівки у фірми тощо);
- інвестиційні можливості фірми;
- доступність і вартість альтернативних джерел капіталу;
- вплив дивідендної політики на необхідну норму прибутку на просту акцію (K_s).

Практичні підходи зарубіжних компаній до дивідендної політики свідчать про те, що компанії з великими інвестиційними можливостями спрямовують невеликий відсоток свого прибутку на виплату дивідендів, а компанії з меншими інвестиційними можливостями — більший відсоток. Так, молоді компанії, що швидко розвиваються, зазвичай платять низькі дивіденди, а старі, що розвиваються повільно, — більші. Але і ті й інші намагаються уникати різких коливань у виплаті дивідендів, особливо різкого їх зниження.

У багатьох компаній показник “прибуток на акцію” набагато менш стабільний, ніж показник “дивіденд на акцію”.

Інвестиційні можливості фірми — це комплекс інвестиційних проєктів, які потенційно можуть бути прийняті до фінансування в наступному році, тобто це проєкти з позитивним NPV . Для кожного з них визначається IRR (нагадаємо, що IRR — це процентна ставка, при якій NPV проєкту дорівнює нулю) (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

Потенційні інвестиційні можливості фірми Z

Проект	Розмір капіталовкладень, тис. дол.	IRR , %
<i>A</i>	100	17,0
<i>B</i>	500	18,2
<i>C</i>	200	14,5
<i>D</i>	300	12,1
<i>E</i>	100	11,5

Далі проєкти ранжуються у порядку від найвищого рівня IRR до найнижчого з урахуванням розміру нового капіталу, необхідного для фінансування кожного проєкту. Інвестиційні можливості графічно відбито на рис. 5.3.

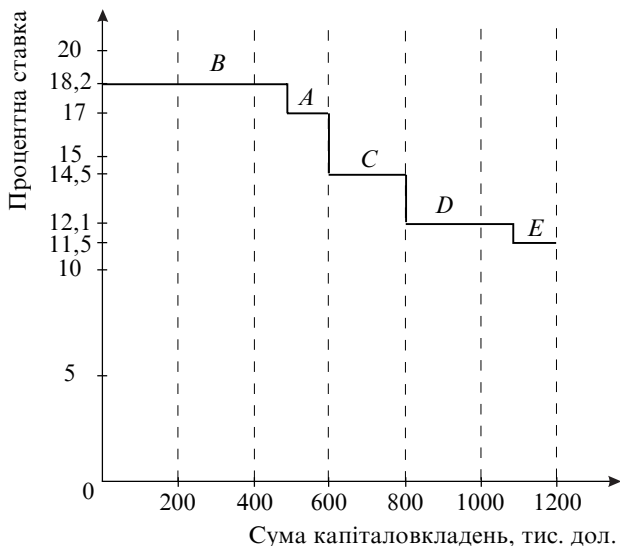


Рис. 5.3. Інвестиційні можливості фірми Z

Отже, для реалізації інвестиційних можливостей фірмі необхідно 1200 тис. дол. нового капіталу. Це може схилити менеджерів до залишкової дивідендної політики, якщо вони прагнуть реалізувати всі інвестиційні можливості.

Перш ніж обчислювати коефіцієнт виплати дивідендів, тобто яку частину чистого прибутку реінвестувати, а яку спрямувати в дивідендний фонд, менеджери визначають:

- оптимальний бюджет капіталовкладень;
- капітал, необхідний для фінансування цього бюджету;
- чистий прибуток, який слід спрямувати на реінвестування, щоб не зросла гранична вартість капіталу.

Розглянемо ці кроки, знову звернувшись до прикладу з інвестиційними можливостями фірми Z. Визначимо оптимальний бюджет капіталовкладень, тобто які найвигідніші інвестиційні проекти можна здійснити, якщо гранична вартість капіталу мінімальна. Для цього спочатку необхідно встановити базову структуру капіталу фірми, на яку можна буде спиратися, визначаючи оптимальний бюджет капіталовкладень.

Базова структура капіталу — це співвідношення між позиковим і власним капіталом (тобто плече фінансового важеля), з яким компанія планує нарощувати капітал. Базова структура залежно від зміни умов з часом може змінюватись.

Приклад. Припустимо, базова структура капіталу фірми *Z* складається з 40 % позикового капіталу та 60 % власного. Вартість власного капіталу (нерозподілений прибуток і раніше випущені акції) — 15 %, а вартість простих акцій нового випуску — 16,8 %. Вартість позик — 10 %. Податок на прибуток — 30 %.

Розв'язання. Тоді в разі використання нерозподіленого прибутку

$$WASS_1 = 0,4 \cdot 10 \% (1 - 0,3) + 0,6 \cdot 15 \% = 2,8 \% + 9 \% = 11,8 \%$$

Протягом планового періоду корпорація прогнозує одержати 420 тис. дол. чистого прибутку. Якщо весь цей прибуток спрямувати на інвестиції, то при дотриманні базової структури капіталу бюджет капіталовкладень фірми становитиме 700 тис. дол., що складається з 420 тис. дол. прибутку та 280 тис. дол. додаткових позик:

$$420 : 0,6 = 700 \text{ тис. дол.},$$

$$700 - 420 = 280 \text{ тис. дол. — додаткові позики.}$$

З цього бюджету фірма зможе повністю профінансувати проекти *A*, *B* і частково проект *C*. Для того щоб використати інвестиційні можливості, показані на рис. 5.3, потрібно залучити додаткові зовнішні джерела. Якщо випустити нові акції й залучити позикові кошти, то із збереженням базової структури капіталу *WASS* фірми підвищиться:

$$WASS_2 = 0,4 \cdot 10 \% (1 - 0,3) + 0,6 \cdot 16,8 \% = 2,8 \% + 10,1 \% = 12,9 \%$$

Отже, кожний долар капіталовкладень понад 700 тис. дол. коштуватиме 12,9 %, тобто гранична вартість капіталу підвищиться з 11,8 до 12,9 %.

Тепер об'єднаємо графік інвестиційних можливостей фірми з графіком граничної вартості капіталу і побачимо, від яких проектів слід відмовитись, оскільки їх *IRR* нижча від вартості капіталу (рис. 5.4).

Таким чином, як впливає з рис. 5.4, фірмі недоцільно фінансувати проекти *D* і *E*, оскільки вартість капіталу перевищує їх *IRR*, а варто профінансувати проекти *A*, *B*, *C*. Оптимальний бюджет капіталовкладень становитиме 700 тис. дол. у разі здійснення залишкової

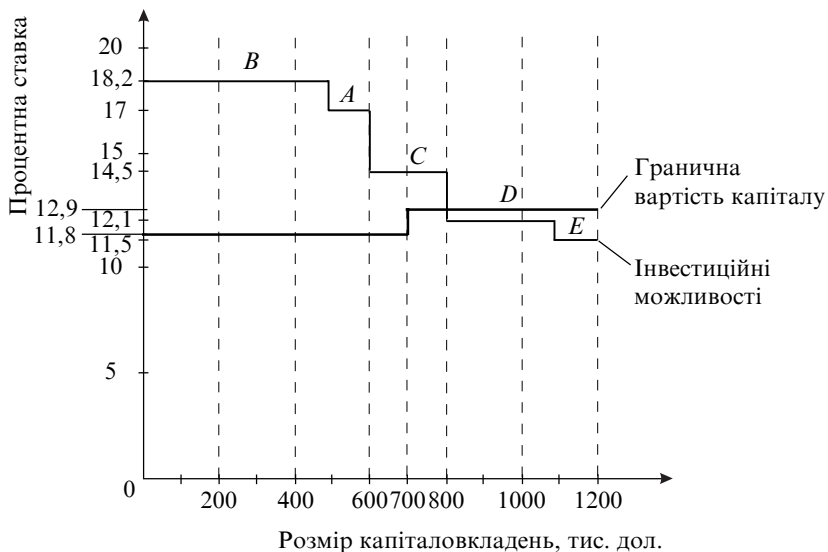


Рис. 5.4. Об'єднання графіків інвестиційних можливостей і граничної вартості капіталу

дивідендної політики, оскільки весь чистий прибуток (420 тис. дол.) буде реінвестовано. Якщо ж менеджери планують дотримуватися стабільної дивідендної політики, а в минулому році корпорація Z спрямувала на дивіденди, наприклад, 120 тис. дол., то з 420 тис. дол. чистого прибутку потрібно виділити не менш як 120 тис. дол. на виплату дивідендів. На інвестиції залишиться 300 тис. дол. прибутку, бюджет капіталовкладень становитиме $300 : 0,6 = 500$ тис. дол.; $500 - 300 = 200$ тис. дол. — додаткові позики. З цієї суми капіталовкладень фірма зможе профінансувати лише проект B. Для фінансування проектів A і C доведеться випустити нові акції й залучити нові позики або відмовитись від реалізації цих проектів.

Рішення щодо виплати дивідендів і реінвестування прибутку та їх пропорції суттєво впливають на фінансову структуру корпорації в тому розумінні, що від цих пропорцій залежить розмір нових позик.

Інвестиційні можливості й прибуток коливаються з року в рік, тому точне дотримання правил, що відповідають залишковій дивідендній політиці, спричинює коливання дивідендів, іноді значні. Це,

як доведено практикою, викликає недовіру акціонерів і може призвести до зниження ціни акцій. Тому розрахунки, що відповідають залишковій дивідендній політиці, фірми використовують найчастіше як орієнтовні з метою визначення можливих варіантів виплат дивідендів у перспективі, але не застосовують залишковий принцип у кожному конкретному році.

Корпорації здійснюють залишкову дивідендну політику час від часу, коли мають дуже привабливі інвестиційні можливості. В основному ж вони віддають перевагу стабільній дивідендній політиці.

Розрізняють такі типи дивідендної політики:

- постійних виплат, тобто коли АТ платить дивіденди, що дорівнюють постійному відсотку його прибутку;
- регулярних дивідендів, що полягає у виплаті регулярних стійких дивідендів;
- поступового збільшення дивідендів;
- екстрадивіденду, коли АТ поділяють дивіденд на дві частини: регулярний дивіденд і екстрадивіденд, який виплачується за сприятливих обставин;
- виплата дивідендів акціями.

На практиці багато зарубіжних компаній схиляються до дивідендної політики, яку можна назвати компромісною. Мається на увазі компроміс між фінансуванням інвестицій, задоволенням очікувань акціонерів щодо поточних виплат доходів і стабільністю структури капіталу. Компромісна дивідендна політика спрямована на досягнення таких цілей, як реалізація інвестиційних можливостей компанії (намагання профінансувати проекти з позитивним значенням *NPV*); підтримка оптимального співвідношення між боргом і акціонерним капіталом, а також запланованого рівня дивідендних виплат; уникнення скорочення суми дивідендів і необхідності випустити нові акції.

Вирішуючи питання про дивіденди, менеджери піклуються про забезпечення акціонерів “справедливим” рівнем дивідендів. Більшість менеджерів свідомо або несвідомо притримуються довгострокового планового коефіцієнта дивідендних виплат. Але якщо б вони просто використовували запланований коефіцієнт виплати щодо прибутку кожного року, то розмір дивідендів суттєво змінювався б з року в рік. Тому менеджери намагаються вирівняти коливання дивідендних виплат, лише частково наближаючись до запланованого коефіцієнта виплат.

Стабільність дивідендних виплат можна забезпечити, виплачуючи регулярні й додаткові дивіденди. Встановлюються регулярні дивіденди як відносно невелика частка постійного прибутку, щоб їх було легко підтримувати. За періоди, в яких спостерігається збільшення прибутку, сплачуються додаткові дивіденди (екстрадивіденди).

Іноді компанії звертаються до такої форми, як виплата дивідендів акціями. Акціонери отримують додатковий пакет акцій, а прибуток залишається в компанії; при цьому статутний фонд збільшується на суму дивідендів, сплачених акціями. Оскільки збільшується кількість акцій в обігу, прибуток на кожну акцію зменшується, теоретично ринкова ціна акцій також має знизитися. Практично це залежить від розміру дивідендів, що сплачуються акціями. Невеликі дивіденди у формі акцій — до 20 % (коли кількість акцій в обігу зростає не більш як на 20 %) — практично не впливають на ціну акції. Це вигідно акціонерам; якщо вони хочуть отримати готівку, вони продадуть акції та компенсують несплату дивідендів грошима. Дивіденди у формі акцій в розмірі понад 20 або 25 % називаються великим дивідендом; на таку ситуацію ринок може відреагувати зниженням ринкової ціни акції внаслідок збільшення кількості акцій компанії в обігу.

Причини, що спонукають компанії сплачувати дивіденди акціями: нестача готівки, коли настає час сплачувати дивіденди; необхідність реінвестування прибутку для розвитку компанії; бажання змінити структуру джерел капіталу; заохотити премією в формі акцій менеджерів, що успішно працюють.

Періодичність виплати дивідендів (щорічно, щоквартально, раз на півроку) регулюється законодавством конкретної країни. У Законі України “Про господарські товариства” [2] передбачено, що дивіденди виплачуються щорічно за результатами роботи АТ. Механізм виплати дивідендів законодавчо не регламентується, тому українські АТ, які сплачують дивіденди, діють на власний розсуд. У світовій практиці процедура виплати дивідендів чітко опрацьована, хронологічно вона складається з таких етапів:

- день об’яви дивіденду;
- день продажу акцій без дивіденду;
- день реєстрації;
- день виплати.

У США, наприклад, застосовується така стандартна процедура виплати дивідендів:

- 1) день об'яви дивіденду — 15 січня рада директорів приймає рішення про виплату 16 лютого дивіденду в розмірі 1,5 дол. на акцію всім зареєстрованим на 30 січня власникам акцій;
- 2) день початку продажу акцій без дивіденду — 26 січня (за 4 робочих дні до дати реєстрації). Якщо придбати акцію до цього дня, то покупець матиме право на дивіденд; якщо в цей день або пізніше — дивіденд отримує попередній власник акції;
- 3) день реєстрації — 30 січня, корпорація готує список акціонерів, тобто зареєстрованих власників акцій;
- 4) день виплати — 16 лютого; в цей день дивідендні чеки відсилаються зареєстрованим акціонерам.

Зупинимося на особливостях дивідендної політики українських ВАТ. Нині в Україні переважає тенденція до невиплати дивідендів взагалі або сплати мінімальних дивідендів за залишковим принципом. Більшість вітчизняних ВАТ взагалі не розробляє довгострокової дивідендної політики. Це зумовлено насамперед такими чинниками: збитковою або низькорентабельною діяльністю багатьох ВАТ; необхідністю спрямовувати весь прибуток на поповнення обігових коштів і фінансування капіталовкладень; особливостями організації ВАТ у процесі приватизації на базі державних підприємств.

Виплата дивідендів залежить не тільки від наявності та розміру прибутку АТ, а й від бажання власників контрольного пакета акцій прийняти рішення про виплату дивідендів. Аналіз свідчить, що навіть за наявності прибутку, достатнього для нарахування дивідендів, власники контрольного пакета акцій українських АТ можуть приймати рішення про відмову від нарахування дивідендів з таких причин:

- прагнення реінвестувати прибуток, максимально використати внутрішні можливості для подальшого розвитку підприємства;
- небажання власників контрольного пакета ділити прибуток з іншими акціонерами.

Остання причина дуже вагома, адже українські ВАТ, утворені на базі державних підприємств, мають особливий склад акціонерів: частково це працівники ВАТ, але багато акцій розпорощено між великою кількістю дрібних “сторонніх” акціонерів (що отримали акції за приватизаційні майнові сертифікати). Акціонери, що працюють

у ВАТ, фактично і приймають рішення про розподіл прибутку, оскільки дрібні “сторонні” акціонери або не відвідують загальні збори акціонерів, або передають право голосу за дорученням правління товариства.

Акціонери — працівники ВАТ не зацікавлені ділити прибуток зі “сторонніми”, адже вони мають можливість отримати більше коштів, якщо АТ спрямує чистий прибуток не в дивідендний фонд, а у фонд матеріального заохочення. Крім того, акціонери — працівники ВАТ можуть бути зацікавлені більше в утриманні об’єктів соціальної сфери (оскільки вони користуються ними), ніж у підвищенні дивідендів. Хоча продаж і передання органам місцевого самоврядування об’єктів соціального, культурного і побутового призначення триває, але багато ВАТ продовжують фінансувати за рахунок чистого прибутку витрати на утримання житлових будинків, гуртожитків, баз відпочинку та інших об’єктів.

В Україні чимало АТ якщо й виплачує дивіденди, то їх ставка значно менша від банківського відсотка. На сплату дивідендів АТ переважно виділяють 1–5 % чистого прибутку, а часто взагалі не нараховують дивідендів. Такий підхід до дивідендної політики посилюється відсутністю повноцінного фондового ринку, який, з одного боку, є джерелом залучення додаткового капіталу для корпорацій, а з іншого — через зміни ринкової ціни акцій змушує менеджерів корпорацій поважно ставитися до акціонерів, виділяти їм “справедливу” частку прибутку АТ.

Питання для самоконтролю

1. Сутність теорій структури капіталу, розроблених Ф. Модільяні та М. Міллером, Г. Дональдсоном, С. Майерсом.
2. Чому менеджери фірми зацікавлені у зниженні WASS (середньозваженої вартості капіталу)?
3. Як проявляється ефект фінансового важеля?
4. Як визначається рівень фінансового важеля і що він показує?
5. У чому проявляється дія операційного важеля?
6. Який показник одночасно визначає вплив фінансового і операційного важелів на EPS (дохід на акцію)?

7. Які існують теорії дивідендної політики і як практично менеджери підходять до визначення дивідендної політики корпорації?
8. Як інвестиційні можливості компанії впливають на дивідендну політику?
9. Чому більшість зарубіжних компаній схильні до компромісної дивідендної політики? У чому проявляється цей компроміс?
10. Яку дивідендну політику здійснює більшість українських АТ?

Розділ 6. **СТРАТЕГІЧНЕ І ПОТОЧНЕ ФІНАНСОВЕ ПЛАНУВАННЯ В КОРПОРАЦІЇ**

6.1. Стратегічні напрямки розвитку і об'єкти планування

Фінансове планування полягає у прогнозуванні фінансових показників і складанні форм фінансових планів, що відбивають взаємозв'язок і певні пропорції між цими показниками.

Фінансове планування як невіддільна частина загальної системи планування фінансово-господарської діяльності корпорації поділяється на довго- (стратегічне) і короткострокове (поточне).

Функції стратегічного планування:

- визначає перспективні напрямки розвитку корпорації, основні види її діяльності, уможливорює об'єднати в єдину систему чотири найважливіших об'єкти планування — обсяги реалізації продукції, фінансові ресурси, виробництво і потреби в закупівлях;
- формує для компанії загалом, а також для кожного структурного підрозділу конкретні цілі, що узгоджуються з корпоративною стратегією;
- стимулює менеджерів до глибшої оцінки сильних і слабких сторін фірми;
- створює основу для раціонального розподілу обмежених економічних ресурсів.

Довгострокові фінансові плани, що є складовою стратегічного планування, узгоджуються із загальною стратегією економічного розвитку корпорації. Термін “довгостроковість” означає, що період триває більше року. Зазвичай це планування розраховане на 2–5 (іноді більше) років. За цей час корпорація планує досягти пев-

них довгострокових цілей, вибравши відповідну стратегію розвитку.

Довгострокові цілі — це конкретні результати у відповідних кількісних показниках, яких має досягти компанія. Наприклад, збільшити чистий прибуток на інвестований капітал на 15 % за 3 роки; збільшити суму прибутку на 3 млн грн. од. за 4 роки; збільшити обсяг реалізації продукції “А” на 500 тис. шт. за 4 роки; знизити витрати на виробництво одиниці продукції “В” на 5 % за 2 роки тощо.

Підвищення курсу акцій та прибутку і раніше домінувало як довгострокова мета американських корпорацій, а нині ця тенденція поширилася; усі рішення у великих корпораціях приймаються виходячи з того, як це вплине на курс акцій; отримання прибутку негайно стає єдиною метою. Так, довгострокова мета гігантської американської корпорації “General Electric” формулюється так: забезпечити “агресивне підвищення” прибутку на акціонерний капітал, поєднати в галузі перше або друге місце.

В Україні прийняття рішення про підвищення курсу акцій і прибутку як єдиної мети компанії неможливе і передчасне, оскільки рівень розвитку економіки країни ще не відповідає навіть рівню Європи середини 90-х років ХХ ст. Американська модель розрахована на діяльність компаній у сучасних умовах глобального фінансового ринку, на якому постсоціалістичні країни почуваються невпевнено. Вони навіть потерпають від жорсткості та агресивності транснаціональних корпорацій, інтереси яких можуть не співпадати з інтересами конкретної держави і її громадян.

Існує 12 головних напрямків, на яких базується формування стратегії економічного розвитку корпорації. Їх перелік, зміст, а також характеристика з погляду потреби у фінансуванні (обсяг капіталовкладень) та ступеня фінансового ризику наведено в табл. 6.1. Великі корпорації, як правило, формують на основі поєднання кількох напрямків власну складну стратегію розвитку на певний період часу. Поєднання кількох напрямків розвитку одночасно необхідне в багатопрофільних компаніях, щоб відобразити особливості видів виробничо-господарської діяльності, яку здійснюють різні підрозділи. Навіть компанії, які мають один вид основної діяльності, часто komponують на основі зазначених в табл. 6.1 базових ізольованих підходів складнішу і багатограннішу стратегію. Наприклад, скорочення витрат і продаж окремих допоміжних об’єктів може поєднуватися з розвитком ринку і продукції.

Таблиця 6.1

Базові шляхи розвитку корпорації

№ п/п	Базовий шлях розвитку корпорації	Характерні ознаки	Характеристика вартості та ризикованості	
			Обсяг капіталовкладень	Ступінь фінансового ризику
1	2	3	4	5
1	Концентрація зусиль на поточному бізнесі	Збільшення обсягів виробництва тієї самої продукції (виконання робіт, надання послуг) і закріплення за собою того самого ринку збуту. Забезпечує повільні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Мінімум додаткових фінансових ресурсів	Мінімальний
2	Розширення ринку	Розширення ринку збуту тієї ж продукції (виконання робіт, надання послуг або з невеликою модифікацією) за рахунок маркетингових заходів (збільшення каналів розподілу, зміна змісту реклами і засобів сприяння продажу). Забезпечує помірні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Помірні інвестиції	Помірний
3	Оновлення продукції	Суттєва модифікація продукції або створення нових моделей. Забезпечує помірні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Те саме	Те саме
4	Інновація	Упровадження оригінальних, новітніх ідей, створення продукції з якісно новими характеристиками. Забезпечує значне підвищення рентабельності (можливість отримання надприбутку) у разі успіху або великі збитки (імовірність банкрутства) у випадку провалу	Значні капіталовкладення, тривалий термін окупності	Високий

1	2	3	4	5
5	Горизонтальна інтеграція — стратегія поглинання конкурентів	Зростання фірми за рахунок об'єднання (або придбання) з підприємствами, що випускають таку ж (або подібну) продукцію. Забезпечує високі темпи розвитку, помірне або високе підвищення рентабельності	Помірні інвестиції	Помірний
6	Вертикальна інтеграція	Встановлення контролю (або придбання) над посередниками: між фірмою та кінцевим споживачем — прогресивна інтеграція; над посередниками (або виробниками), що постачають сировину (матеріали) — регресивна інтеграція. Забезпечує помірні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Те саме	Те саме
7	Спільне підприємство	Об'єднання з іноземним капіталом. На основі спільного права власності не дає змогу залучити на вигідних умовах необхідні ресурси (трудові, матеріальні, фінансові). Забезпечує високі темпи розвитку і підвищення рентабельності	Залежить від конкретного проекту	Залежить від конкретного проекту
8	Концентрична диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання підприємств, що виробляють іншу продукцію, але з високою сумісністю з поточним бізнесом. Придбання підприємств, продукції, ринків збуту, технології яких подібні до власних, але не ідентичні їм	Великі інвестиції	Зменшення фінансового ризику

1	2	3	4	5
9	Конгломератна диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання високоприбуткових підприємств незалежно від виду їх діяльності. Синергічний ефект від злиття — суттєве підвищення рентабельності	Великі інвестиції	Суттєве зменшення фінансового ризику
10	Зменшення витрат	Якщо фірма переживає період зниження доходів, використовуються різноманітні заходи щодо зменшення витрат, щоб фірма змогла подолати негативні тенденції та вижити. Спостерігається зниження темпів розвитку та рентабельності	Скорочення (або заморожування) інвестицій	Зменшення ризику банкрутства
11	Частковий розпродаж	Якщо стратегія скорочення витрат не була ефективною, може бути прийняте рішення продати окремі компоненти справи, що мають високу ринкову вартість і цим полішити фінансове становище фірми. Спостерігається зниження темпів розвитку і рентабельності	Часткове повернення попередніх капіталовкладень	Зменшення ризику фінансових втрат
12	Ліквідація	Продаж компанії окремими частинами за планом з тим, щоб ліквідувати її з найменшими втратами для акціонерів. Здійснюється тоді, коли передбачається банкрутство компанії. Планова ліквідація може забезпечити вигідний продаж майна. Результат — згортання діяльності	Те саме	Зменшення ризику втрат для акціонерів

Отже, дев'ять з 12 можливих шляхів, наведених у табл. 6.1, передбачають певні темпи розвитку компанії. Проте всі фірми намагаються розвиватися і якщо, наприклад, підсумувати всі плани зростання обсягів реалізації компаній однієї галузі, то загальна сума суттєво перевищить реальні потреби ринку. А це означає, що не всі стратегічні плани можливо виконати, і тому вибір шляхів розвитку є найвідповідальнішим для менеджерів компаній.

Компанії можуть реалізовувати стратегії розвитку трьома способами:

- використовуючи тільки внутрішні резерви в межах існуючої організаційної структури;
- вступаючи у стратегічні альянси з іншими фірмами;
- здійснюючи злиття і поглинання.

Нині великі зарубіжні компанії віддають перевагу не поступовому розширенню діяльності за рахунок внутрішніх джерел, а другому і третьому способам — поглинання дають змогу корпораціям швидко отримати доступ до нових ринків, нових технологій, дешевших ресурсів.

Умови вступу до корпораційних стратегічних альянсів закріплюються угодами про співробітництво, які близькі до угод про злиття. Вони є одним із способів спільного використання ресурсів компаніями і можуть створюватись у різних формах — від маркетингових угод до спільного володіння власністю при здійсненні операцій світового масштабу.

Створення спільних підприємств, що управляються об'єднаним керівництвом двох (або більше) материнських компаній, так само є формою корпораційних альянсів. Такі спільні підприємства часто використовуються США, Японією та європейськими фірмами для участі в технологічних розробках і для маркетингової експертизи.

Аналіз стратегій розвитку провідних зарубіжних компаній свідчить, що останнім часом багато найбільших корпорацій США і Західної Європи відмовилися від конгломератної структури, розпродали непрофільюючі підприємства і сконцентрували увагу на основній діяльності (наприклад, “Eastman Kodak”, “Westinghouse”, “Nokia”, “Philips”, “Daimler Chrysler”, “Unilever”). Проте водночас конгломератна диверсифікація і нині переважає в більшості нових ринкових країн: Південній Кореї, Індії, Бразилії, а також Японії.

Популярність вертикальної інтеграції так само знизилась, особливо це стосується регресивної (у напрямку джерел сировини і комплектуючих) інтеграції. Дедалі більше компаній продають виробництва з виготовлення деталей, напівфабрикатів і зосереджуються на ключових напрямках бізнесу. Наприклад, “General Motors”, одна з найбільш вертикально інтегрованих компаній у світі, продала свою дочірню компанію “Delphi” (один з найбільших світових виробників частин до двигунів).

Разом з тим “прогресивна” (орієнтована на кінцевого споживача) інтеграція в багатьох галузях, як і раніше, залишається перспективною. Очікується, що розвиток електронної комерції та зростання обсягів реалізації через Internet сприятимуть розвитку цього напрямку і зменшенню ланок у збутовому ланцюжку.

Безсумнівно, на сучасному етапі західні компанії віддають перевагу стратегії глобалізації, тобто просуванню за кордон, завоювання ринків нових ринкових країн і країн, що розвиваються.

В основу стратегії глобалізації можуть бути покладені такі базові напрямки розвитку компанії, як розширення ринку, горизонтальна і вертикальна інтеграція, створення спільних підприємств, диверсифікація. Найбільшого успіху у глобалізації досягають компанії, що вдало поєднують стандартизацію (це дає змогу зекономити на масштабах) з урахуванням місцевих особливостей. Найбільш вдалий приклад — діяльність у цьому напрямку компанії “Mc. Donalds”, яка в усьому світі має одну торговельну марку, основне меню, стандарти якості й методи роботи. Проте в різних країнах до стандартного меню можуть додаватись місцеві страви; наприклад, пиво у Франції, спагеті на Філіппінах.

Періодично компанії переглядають навіть ефективні стратегії, оскільки зміни умов і обставин потребують вчасної зміни шляхів розвитку.

Кожна стратегія пов’язана з певними капіталовкладеннями, тому ключовим показником для довгострокового планування є обсяг капіталовкладень. Підбираючи інвестиційні проекти, що відповідають вибраній стратегії, менеджери враховують, скільки фінансових ресурсів вони можуть залучити. Нестача фінансових ресурсів може спричинитися до обмеження бюджету капіталовкладень, а це, в свою чергу, до перегляду інвестиційної програми. Можна виходити і з ліміту капіталовкладень, одразу формуючи інвестиційну програму в

його межах. Компанії часто встановлюють абсолютний ліміт свого бюджету капіталовкладень (тобто нормують їх).

Довгострокове фінансове планування має вирішувати взаємопов'язані питання: бюджету капіталовкладень, структури капіталу і дивідендної політики. Довгострокове фінансове планування пов'язує також інвестиційну політику корпорації як комплекс заходів щодо реалізації вибраної стратегії розвитку з фінансовою політикою як системою залучення і ефективного використання фінансових ресурсів.

Планування довгострокових капіталовкладень полягає в розробці бюджету довгострокових капіталовкладень компанії як зведеного плану капіталовкладень її підрозділів (підприємств, філій або інших структурних одиниць). Взагалі це зведена перспективна інвестиційна програма, в яку входять можливі для реалізації проекти із додатним значенням *NPV*. В процесі складання зведеної інвестиційної програми забезпечуються:

- узгодженість окремих проектів за термінами, виконавцями, обсягами витрат;
- прийняття спільних рішень про доцільність ресурсної взаємодії учасників структурних підрозділів корпорації, а також концентрація їх фінансових ресурсів на першочергових проектах;
- узгодження потреб у ресурсах з власними інвестиційними можливостями (внутрішніми джерелами), а також оцінка можливості залучення зовнішніх джерел фінансування;
- формування інвестиційного портфеля, що складається з реальних і фінансових інвестицій;
- розрахунок інтегральних показників очікуваної ефективності інвестицій;
- визначення переліку організаційно-управлінських заходів з реалізації проектів.

На практиці при реалізації інвестиційних програм виникають складності, які неможливо передбачити під час планування, наприклад змінюються умови, з'являються нові, привабливіші інвестиційні проекти, тоді як заплановані можуть втратити привабливість внаслідок різних часових лагів; втілення проектів в життя може бути відкладене або навіть скасоване через зміну обставин.

Основні об'єкти довгострокового фінансового планування — обсяг капіталовкладень і потреба у фінансових ресурсах. Для розробки перспективних фінансових планів керівництво корпорації має

визначити кілька принципових напрямків фінансової політики на плановий період, а саме:

- скільки коштів буде інвестовано в нові активи. Ця цифра впливає з інвестиційних можливостей фірми і є результатом прийнятих рішень щодо бюджету капіталовкладень;
- який рівень фінансового важеля фірма вирішила підтримувати. Цим визначатиметься сума позик для фінансування інвестицій у реальні активи, тобто це політика фірми щодо структури капіталу;
- яку дивідендну політику здійснюватиме фірма у плановому періоді. Цим визначатиметься сума коштів для виплати акціонерам і сума нерозподіленого прибутку;
- який рівень ліквідності збирається підтримувати фірма. Цим визначатиметься розмір чистого оборотного капіталу (розмір власних обігових коштів), тобто це політика щодо фінансування обігових коштів.

Вибір напрямків безпосередньо впливатиме на майбутню прибутковість, потребу в зовнішньому фінансуванні, на можливості розвитку фірми. Крім інвестиційної програми (бюджету капіталовкладень) корпорації складають прогностичні фінансові звіти (*pro forma financial statements*). Вони відображають фінансову звітність у перспективі за умови здійснення певних прогнозів щодо майбутньої діяльності компанії. Основою складання цих звітів є відповідні фінансові звіти корпорації за базовий рік — баланс, звіт про фінансові результати, звіт про рух грошових коштів.

У процесі складання прогностичних фінансових звітів менеджери корпорації визначають основні фінансові показники і пропорції на плановий період: прибуток, суму дивідендів і позик, структуру капіталу (співвідношення власного капіталу і зобов'язань) і активів (співвідношення основних і обігових коштів), суму додаткового зовнішнього фінансування для забезпечення приросту активів. Найважливішим результатом довгострокового фінансового планування є визначення потреби компанії у фінансуванні на момент, що відображений в прогностичному балансі.

Проекти майбутніх форм звітності не обов'язково мають бути такими ж детальними, як звітність за базовий рік; вони можуть бути складені в агрегованих формах, що містять ключові елементи і підсумки. Приклади розробки прогностичних фінансових документів наведено в підрозд. 6.2.

6.2. Методи розробки прогнозних фінансових документів

Найчастіше ключовим показником для розробки фінансових планів є планова виручка від реалізації продукції (виконання робіт, надання послуг). Решту планових показників розраховують виходячи з прогнозу виручки або темпів підвищення виручки. Звичайно, точно спрогнозувати майбутній обсяг реалізації неможливо (особливо на довгостроковий період), тому у процесі фінансового планування бажано розглядати різні сценарії розвитку подій, наприклад три: оптимістичний, середній і песимістичний.

Розглянемо метод, за допомогою якого можна отримати прогнозні звіти (баланс і звіт про фінансові результати), маючи заплановану суму виручки від реалізації. Цей метод фінансового планування називають *процентною залежністю від обсягу реалізації*, оскільки він базується на ідеї, що окремі елементи звітності становлять фіксований відсоток обсягу реалізації. Маючи прогноз виручки, фірма може спрогнозувати насамперед приріст активів і пасивів, тобто елементи балансу, і визначити необхідну кількість додаткових зовнішніх джерел фінансування для того, щоб забезпечити прогнозний обсяг реалізації.

Розглянемо застосування методу процентної залежності від обсягу реалізації на прикладі вітчизняного ВАТ “Вугільна компанія” (скорочено — ВК). Фрагменти фінансової звітності ВК наведено в табл. 6.2, 6.3.

Визначимо, скільки активів (пасивів) припадало у ВАТ “ВК” на 1 грн виручки в базовому році, тобто *коефіцієнт фондомісткості*:

$$K_{\text{фм}} = \frac{B_{\text{а.с.зв}}}{B_{\text{ч.р.зв}}},$$

де $B_{\text{а.с.зв}}$ — середня вартість активів у звітному періоді, млн грн.;
 $B_{\text{ч.р.зв}}$ — чиста виручка від реалізації у звітному періоді, млн грн.

Підставляючи числові дані, отримуємо

$$K_{\text{фм}} = \frac{716,9}{209,3} = 3,425.$$

Що більший цей коефіцієнт, то більш капіталомістким є виробництво продукції, $K_{\text{фм}}$ іноді називають *коефіцієнтом інтенсивності*

Таблиця 6.2

Баланс ВАТ “Вугільна компанія” (агрегована форма)
станом на 1 січня 2001 р.

млн грн.

Актив	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду	Пасив	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4	5	6
Необоротні активи разом	644,5	649,0	Власний капітал разом	640,6	665,8
У тому числі за- лишкова вартість основних засобів	615,3	618,2	У тому числі: статутний капітал	97,1	97,1
Оборотні активи разом	59,2	81,1	додатковий капітал	513,8	514,2
У тому числі: запаси	22,4	34,6	нерозподілений прибуток	29,7	54,5
дебіторська заборгованість	30,5	40,7	Довгострокові зобов’язання	4,0	8,1
грошові кошти та їх еквіваленти	6,3	5,8	Поточні зобов’язання разом	59,1	56,2
			У тому числі: короткостро- кові кредити банків	—	3,9
			кредиторська заборгованість за товари, роботи, послуги	27,9	17,0
			поточні зобов’язання за розрахун- ками	22,2	24,4
			інші поточні зобов’язання	9,0	10,9
Баланс	703,7	730,1	Баланс	703,7	730,1

**Звіт про фінансові результати ВАТ “Вугільна компанія”
за звітний рік (фрагмент)**

Стаття	Значення за звітний період, млн грн.
Дохід (виручка) від реалізації продукції	251,1
Податок на додану вартість	41,8
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	209,3
Собівартість реалізованої продукції	132,3
Валовий прибуток	77,0
Інші витрати	18,0
Прибуток від звичайної діяльності до оподаткування	59,0
Податок на прибуток (30 %)	17,7
Чистий прибуток	41,3

капіталу. Якщо припустити, що цей коефіцієнт для компанії сталий, то при зростанні виручки на 1 млн грн вона має збільшити активи на 3,425 млн грн. Проте припущення, що активи є фіксованим відсотком від виручки, буде правильним лише тоді, коли компанія використовує свої основні засоби на 100 % їх потужності. У такому разі для збільшення виручки слід їх збільшувати.

Якщо ж у компанії недозавантажені проектні потужності (що трапляється часто, особливо при економічній кризі), то збільшення обсягу виробництва до проектного досягається без зростання основних засобів, збільшуватимуться тільки оборотні активи. Отже, збільшення активів у плановому періоді розраховують за одним з трьох варіантів.

1. Потужності завантажені на 100 %. Тоді приріст активів

$$\Delta A = K_{\text{фм.б}} \Delta_{\text{вир}}, \quad (6.1)$$

де $\Delta_{\text{вир}}$ — приріст виручки від реалізації.

Маємо $K_{\text{фм}} = 3,425$; $\Delta_{\text{вир}} = 50$ млн грн; $\Delta A = 3,425 \cdot 50 = 171,25$ млн грн.

2. Потужності завантажені менш як на 100 %, а приріст обсягів виробництва не перевищить проектну потужність (тобто спостерігатиметься приріст тільки оборотних активів). Тоді приріст активів

$$\Delta A = K_{\text{фм}} d \Delta_{\text{вир}}, \quad (6.2)$$

де d — частка оборотних активів у загальній сумі активів.

Маємо $K_{\text{фм}} = 3,425$; $d = 0,1$; $\Delta_{\text{вир}} = 30$ млн грн; $\Delta A = 3,425 \cdot 0,1 \times 30 = 10,275$ млн грн.

3. Потужності завантажені менш як на 100 %, а приріст обсягів виробництва має перевищити проектну потужність.

Припустимо, що потужності завантажені на 70 %. Годі якщо планувати їх завантаження до 100 %, то виручка зросте до $209,3 : 0,7 = 299$ млн грн, або на 42,9 %. Це потребує приросту тільки оборотних активів (див. розрахунок за формулою (6.2)). Якщо виручка зросте більш як на 42,9 % (наприклад, на 50 %), то приріст активів на зростання виручки від 299 до 314 млн грн (на 15 млн грн) потребуватиме приросту активів у розмірі, який можна розрахувати за формулою (6.1). Отже, загальний розрахунок виконуємо за формулою

$$\Delta A = K_{\text{фм}} d \Delta_{\text{вир}_1} + K_{\text{фм}} \Delta_{\text{вир}_2} = K_{\text{фм}} (d \Delta_{\text{вир}_1} + \Delta_{\text{вир}_2}). \quad (6.3)$$

Поділимо загальний приріст виручки $\Delta_{\text{вир}} = 104,7$ млн грн на дві частини: $\Delta_{\text{вир}_1} = 89,7$ млн грн (у межах проектної потужності) ($299 - 209,3$) і $\Delta_{\text{вир}_2} = 15$ млн грн (перевищення проектної потужності). Тоді

$$\Delta A = 3,425(0,1 \cdot 89,7 + 15) = 30,7 + 51,4 = 82,1 \text{ млн грн.}$$

Тепер з'ясуємо, як зміняться пасиви у відповідних випадках і як забезпечити джерелами фінансування приріст активів, необхідний для досягнення прогнозованого обсягу реалізації.

У пасиві балансу разом із зміною обсягу реалізації змінюватимуться такі елементи, як кредиторська заборгованість за товари, виконані роботи, надані послуги та поточні зобов'язання за розрахунками (з бюджетом, зі страхування, з оплати праці). У розглядуваному прикладі їх частка в загальній сумі пасивів (див. відповідні статті пасиву балансу табл. 6.2) становитиме 0,06.

Отже, за рахунок цих елементів із збільшенням виручки автоматично збільшаться пасиви на величину

$$\Delta \Pi = K_{\text{фм}} d_{\Pi} \Delta_{\text{вир}}, \quad (6.4)$$

де d_{Π} — частка змінних елементів пасивів у загальній сумі пасивів.

Приріст пасивів для кожного з трьох варіантів становитиме:

1) $\Delta \Pi = 3,425 \cdot 0,06 \cdot 50 = 10,275$ млн грн;

2) $\Delta П = 3,425 \cdot 0,06 \cdot 30 = 6,165$ млн грн;

3) $\Delta П = 3,425 \cdot 0,06 \cdot 104,7 = 21,5$ млн грн.

З інших джерел фінансування із зміною обсягу реалізації змінюватиметься нерозподілений прибуток. Для розрахунку цього елемента балансу потрібно визначити плановий чистий прибуток і плановий розмір дивідендів.

Плановий чистий прибуток можна розрахувати за формулою

$$\text{ЧП}_{\text{пл}} = \text{В}_{\text{пл}} \text{Р}_{\text{рент}}, \quad (6.5)$$

де $\text{В}_{\text{пл}}$ — планова чиста виручка від реалізації; $\text{Р}_{\text{рент}}$ — рівень рентабельності реалізації відношення чистого прибутку до чистої виручки від реалізації.

Припустимо, що рівень рентабельності реалізації планується такий, який було досягнуто за звітний рік. Визначаємо його за даними звіту про фінансові результати (див. табл. 6.3):

$$\text{Р}_{\text{рент.баз}} = 41,3 : 209,3 = 0,197.$$

Нерозподілений прибуток залежатиме від дивідендної політики компанії у плановому періоді; відповідно до неї розрахуємо, скільки чистого прибутку піде на виплату дивідендів.

Визначивши необхідний приріст активів у плановому періоді, а також внутрішні джерела його фінансування — приріст пасивів і нерозподілений прибуток $\text{Пр}_{\text{пл.н}}$, можна з'ясувати, чи потрібне буде компанії додаткове зовнішнє фінансування:

$$\Phi_{\text{дод}} = \Delta A - \Delta П - \text{Пр}_{\text{пл.н}}. \quad (6.6)$$

Якщо результат менший від нуля або дорівнює нулю, додаткове зовнішнє фінансування компанії не потрібне.

Приклад. Для третього варіанта визначено, що $\text{В}_{\text{пл}} = 314$ млн грн; $\Delta A = 82,1$ млн грн; $\Delta П = 21,5$ млн грн. Припустимо, що 40 % чистого прибутку призначається для виплати дивідендів. Отже, нерозподілений прибуток

$$\text{Пр}_{\text{пл.н}} = 314 \cdot (41,3 : 209,3) \cdot 0,6 = 37,1 \text{ млн грн.}$$

Тоді за формулою (6.6) визначаємо

$$\Phi_{\text{дод}} = 82,1 - 21,5 - 37,1 = 23,5 \text{ млн грн.}$$

Очевидно, компанія потребуватиме додаткового зовнішнього фінансування за певних темпів збільшення обсягів реалізації і тим

більшою мірою, що вищими будуть темпи збільшення. Задовольнити потребу в додатковому зовнішньому фінансуванні можна за рахунок або випуску нових акцій, або отримання позик. Нехай компанія ВАТ “ВК” планує додаткове фінансування шляхом залучення довгострокових позик у сумі 23,5 млн грн, щоб забезпечити отримання 314 млн грн чистої виручки у плановому періоді. Тоді у прогнозованому балансі довгострокові зобов’язання зростуть порівняно з початком періоду на цю суму і становитимуть 31,6 млн грн (8,1 + 23,5). Складемо прогнозні документи: баланс і звіт про фінансові результати для цих умов (табл. 6.4, 6.5), використавши звітні форми (див. табл. 6.2, 6.3) та наведені розрахунки.

Таблиця 6.4

Прогнозний звіт про фінансові результати ВАТ “Вугільна компанія”

Стаття	Значення за плановий період, млн грн.
Дохід (виручка) від реалізації продукції	376,8
Податок на додану вартість	62,8
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції	314,0
Собівартість реалізованої продукції	198,4
Валовий прибуток	115,6
Інші витрати	27,2
Прибуток від звичайної діяльності до оподаткування	88,4
Податок на прибуток (30 %)	26,5
Чистий прибуток	61,9

У процесі довгострокового планування можна виходити із запланованого темпу зростання виручки, як це було зроблено раніше, і потім визначати суму додаткового зовнішнього фінансування, а виходячи з можливостей компанії можна забезпечити певні темпи зростання. За С. Россом, у цьому разі визначають два коефіцієнти: внутрішнього і стійкого зростання [50, с. 119–120].

Коефіцієнт внутрішнього зростання ($K_{в.з}$) — це максимальний темп зростання, якого компанія може досягти без будь-якого зов-

нішнього фінансування. Цей коефіцієнт визначають за формулою

$$K_{в.з} = \frac{ROA \cdot p}{1 - ROA \cdot p}, \quad (6.7)$$

де ROA — рентабельність активів (відношення чистого прибутку до середньої вартості активів); p — коефіцієнт реінвестування (капіталізації), тобто частка чистого прибутку, що залишається в компанії після виплати дивідендів.

Таблиця 6.5

Прогнозний баланс ВАТ “Вугільна компанія”

млн грн.

Актив	на початок плано- вого періоду	на кінець плано- вого періоду	Пасив	на початок плано- вого періоду	на кінець плано- вого періоду
Необоротні активи	649,0	700,4	Власний капітал разом	665,8	702,9
Оборотні активи разом	81,1	111,8	У тому числі: статутний капітал	97,1	97,1
У тому числі: запаси	34,6	47,7	додатковий капітал	514,2	514,2
дебіторська заборгованість	40,7	56,0	нерозподілений прибуток	54,5	91,6
грошові кошти та їх еквіваленти	5,8	8,1	Зобов'язання: довгострокові поточні	8,1 56,2	31,6 77,7
Баланс	730,1	812,2	Баланс	730,1	812,2

Коефіцієнт стійкого зростання ($K_{с.з}$) — це максимальний темп зростання, якого компанія може досягти за рахунок внутрішніх джерел фінансування і збереження постійного співвідношення між позиковим та власним капіталом (постійного фінансового важеля) без додаткового зовнішнього фінансування за рахунок емісії нових

акцій. Цей коефіцієнт визначають так само, як $K_{в.з}$, тільки замість показника ROA використовують ROE:

$$K_{с.з} = \frac{ROE \cdot p}{1 - ROE \cdot p}, \quad (6.8)$$

де ROE — рентабельність власного капіталу (відношення чистого прибутку до середньої вартості власного капіталу).

Коефіцієнт стійкого зростання свідчить про те, на скільки відсотків можна забезпечити зростання, якщо реінвестувати p відсотків чистого прибутку і залишити коефіцієнт фінансового важеля на базовому рівні, залучивши для цього певну суму позик.

Приклад. За даними фінансових звітів (див. табл. 6.2, 6.3) визначити коефіцієнти внутрішнього і стійкого зростання для ВАТ “ВК”, якщо коефіцієнт реінвестування (капіталізації) дорівнює 0,6.

Розв’язання.

$$ROA = 41,3: \frac{703,7 + 730,1}{2} = 0,0576;$$

$$K_{в.з} = \frac{0,0576 \cdot 0,6}{1 - 0,0576 \cdot 0,6} = \frac{0,0346}{0,9654} = 0,036, \text{ або } 3,6 \%;$$

$$ROE = 41,3: \frac{640,6 + 665,8}{2} = 0,0632;$$

$$K_{с.з} = \frac{0,0632 \cdot 0,6}{1 - 0,0632 \cdot 0,6} = \frac{0,0379}{0,9621} = 0,039, \text{ або } 3,9 \%.$$

Отже, компанія ВАТ “ВК” може нарощувати виручку на 3,6 % за рік за рахунок самофінансування, реінвестуючи 60 % чистого прибутку, а також підтримувати зростання виручки на 3,9 %, якщо крім реінвестування 60 % чистого прибутку дещо збільшуватиме суму позик, зберігаючи співвідношення між зобов’язаннями та власним капіталом на базовому рівні. Для забезпечення вищих темпів зростання (за інших однакових умов) слід залучати ще більше позик, тобто збільшувати плече фінансового важеля, або здійснити нову емісію акцій.

З формули коефіцієнта стійкого зростання випливає, що він підвищуватиметься із збільшенням ROE та p . Згадавши формулу Дюпона (див. формулу (3.1)) та розклавши ROE на компоненти,

побачимо, які фактори приводять до збільшення цього показника, а отже, і $K_{c,3}$.

Ураховуючи, що збільшення p (коефіцієнта капіталізації прибутку) так само сприяє збільшенню $K_{c,3}$, доходимо висновку, що здатність компанії до стійкого зростання безпосередньо залежить від таких факторів:

- збільшення рентабельності реалізації (маржі прибутку);
- дивідендної політики (зменшення частки прибутку, що сплачується у вигляді дивідендів, тобто зростання коефіцієнта капіталізації);
- фінансової політики (збільшення фінансового важеля означає збільшення фінансування за рахунок боргу, збільшується відношення позикового капіталу до власного, а також ROE);
- збільшення оборотності активів (спричинює збільшення виручки, що отримується з кожної гривні активів, і зниження коефіцієнта фондомісткості та зменшення потреби в прирості активів).

При сталих значеннях рентабельності реалізації, коефіцієнтів капіталізації прибутку, фінансового важеля та оборотності активів компанія матиме один можливий темп зростання. Якщо ж фірма хоче підвищити темпи зростання, то їй потрібно збільшити рентабельність реалізації, оборотність активів, рівень фінансового важеля, коефіцієнт капіталізації прибутку або продавати нові акції.

У процесі фінансового планування, коли генеруються і аналізуються різні варіанти прогнозних фінансових звітів, досягається узгодженість між різними показниками розвитку компанії.

Розвиток комп'ютерних технологій, поява нових програмних продуктів (електронних таблиць і комп'ютерних фінансових моделей різних типів) не тільки полегшили аналітичні розрахунки у процесі фінансового прогнозування і планування, а й значно розширили можливості менеджерів щодо перегляду альтернатив і вибору оптимальних варіантів згідно із прийнятими ними критеріями.

Безумовно, моделі фінансового планування, що дають змогу розглянути фінансові потреби щодо темпів зростання і визначити балансові взаємозв'язки, є незамінним інструментом менеджерів компаній. Проте певні співвідношення між статтями прогнозних фінансових звітів не є самоціллю, а лише засобом контролю за фінансовим становищем корпорації, тому й їх планування не може означати завершення процесу стратегічного фінансового планування в корпорації. Керівництво корпорації узгоджує кінцевий стратегічний план

шляхом поєднання різних цілей у різних напрямках діяльності фірми, урахування багатьох обмежень і прийняття компромісних рішень для досягнення загальної мети корпорації. Стратегічні фінансові плани як складові стратегічного планування так само підпорядковані досягненню цієї мети і у процесі узгодження планів діяльності різних підрозділів корпорації неодноразово коригуються.

Важливим елементом фінансового планування є податкове планування, що передбачає мінімізацію податкових зобов'язань у межах чинного законодавства. Податкове планування базується на праві кожного платника податків використовувати не заборонені законом засоби, прийоми, заходи щодо скорочення своїх податкових зобов'язань. Таке планування можна здійснювати як у процесі довгострокового фінансового планування, так і при складанні поточних фінансових планів.

У довгостроковому періоді корпорації можуть передбачати такі заходи із зменшення податкового тягаря, як заснування нових підприємств у вільних економічних зонах або у країнах, що є офшорними центрами, тобто там, де застосовуються пільгове оподаткування і спрощена система бухгалтерського обліку.

У поточному періоді податкове планування складається з урахування і максимального використання всіх не заборонених законодавством податкових пільг і можливостей зменшення бази оподаткування.

6.3. Поточне фінансове планування

У практиці зарубіжних компаній поточні фінансові плани називаються бюджетами, а процес їх складання — бюджетуванням. Нині ці визначення застосовують і у вітчизняній науці та практиці. У загальному вигляді бюджет — це кошторис доходів і витрат усіх господарських підрозділів і функціональних служб фірми. Він формується за даними розрахунків планових доходів від усіх напрямків діяльності фірми, а також кошторисів витрат фірми на поточний рік. Зокрема, складають бюджети:

- продажів — план реалізації продукції (виконання робіт, надання послуг) у натуральних і вартісних показниках;

- закупівель, де відбивають витрати коштів на придбання запланованих видів матеріальних ресурсів;
- витрат на оплату праці, де розраховані планова потреба у трудових ресурсах і витрати на оплату праці за всіма видами виробничої діяльності;
- управлінських витрат, що містить планові витрати фірми на виконання основних управлінських функцій в усіх службах і підрозділах;
- загальноцехових витрат, що відображає накладні витрати, пов'язані з виробництвом продукції (утримання виробничого устаткування, цехових будівель і споруд, заробітна плата цехового адміністративно-управлінського персоналу та ін.);
- комерційних витрат (реклама, комісійні торговельних агентів, транспортні послуги).

Найважливішим поточним фінансовим планом є бюджет грошових надходжень і витрат (або бюджет готівки), де планують рух реальних грошових коштів у межах року з розбиттям (залежно від специфіки діяльності) на квартали, місяці, тижні або навіть дні.

Основою для складання бюджету готівки можуть бути дані прогнозу реалізації продукції і щоденні звіти про рух грошових коштів на банківських рахунках фірми. Поточний фінансовий план має бути гнучкий, адже ринкова ситуація мінлива. Звідси й виникло поняття “гнучке бюджетування”, яке передбачає розробку фінансових показників, що враховують різні обсяги продажу продукції, надходжень доходів, витрат на придбання економічних ресурсів.

Основне завдання короткострокового фінансового планування — забезпечити поточну платоспроможність компанії, тобто здатність протягом року своєчасно погашати поточні зобов'язання і фінансувати поточну діяльність. Тому основним об'єктом короткострокового фінансового планування є приплив і відплив коштів в окремі календарні періоди, на які розбивається календарний рік (місяць, декада, тиждень, день). Бюджет готівки складається у формі балансу, це основний документ, де календарно узгоджується потреба у грошах з їх надходженнями.

У процесі складання балансу грошових надходжень і витрат планується приплив грошей, а також витрати (відплив грошей) за кожний період протягом року. Отже, з'ясується, в які періоди передбачається надлишок або дефіцит коштів. Узявши це до уваги,

менеджери розробляють фінансову політику щодо форм короткострокового фінансування дефіциту і складають план короткострокових позик, за рахунок яких досягається баланс грошових витрат і надходжень. Щоб внести у план усі витрати, складають кошториси за всіма їх видами: придбання сировини і матеріалів, оплата праці, рекламні заходи, комунальні послуги, капітальні витрати, податки, виплата відсотків і дивідендів тощо. Базовим показником для розрахунку більшості витрат є обсяг реалізації продукції (рис. 6.1).



Рис. 6.1. Короткострокове планування

Грошові надходження протягом року так само плануються за видами — виручка від реалізації продукції, виручка від реалізації майна, отримання позик, отримання орендної плати, відсотків, дивідендів та інші надходження.

Складаючи бюджет готівки, аналізують плани, що впливають на рух грошей. Так, розглядаючи плани реалізації продукції, необхідно оцінити вплив умов розрахунків за відвантажену продукцію на терміни надходження грошей. Наприклад, частину виручки від реалізації поточного місяця (20 %) фірма отримує в цьому ж місяці, другу частину (50 %) — у наступному, а 30 % — ще через місяць. Терміни збирання дебіторської заборгованості обов'язково враховують при складанні бюджету готівки. Планові обсяги і терміни закупівель матеріалів беруть з бюджету матеріальних закупівель також з урахуванням часового лагу (інтервал між надходженням сировини та матеріалів і оплатою відповідного рахунка).

Більша частина інших експлуатаційних витрат береться безпосередньо з кошторисів, оскільки терміни відпливу грошей майже збігаються з термінами виникнення відповідних витрат. Окремими статтями використання грошей показують капіталовкладення, сума яких береться з бюджету капіталовкладень. Не включають до бюджету готівки статті витрат, що не потребують відпливу грошей (амортизація).

Складаючи баланс грошових надходжень і витрат, менеджери можуть передбачити мінімальний резерв готівки на непередбачені витрати.

Приклад складання балансу грошових надходжень і витрат для компанії ВАТ "ВК" наведено в табл. 6.6 (ураховано, що компанія триматиме мінімальний резерв готівки приблизно 100 тис. грн).

Короткострокове фінансове планування є засобом управління поточним фінансуванням фірми і підвищення ефективності використання оборотного капіталу, тому воно передбачає з'ясування того, як краще компенсувати дефіцит коштів, що виникає між короткостроковим припливом і відпливом грошей, або зберігати резерв коштів у ліквідній формі (гроші на поточних рахунках, цінні папери, що легко реалізуються), або брати короткострокові позики; яким видом короткострокової позики краще скористатися в конкретний період; чи можна скоротити операційний та фінансовий цикли за рахунок прискорення оборотності запасів та дебіторської заборгованості і збільшення середнього терміну погашення кредиторської заборгованості.

Вирішення цих управлінських завдань залежить насамперед від політики фінансування обігових коштів, яку обрала компанія, тому

Таблиця 6.6

Баланс грошових надходжень і витрат (бюджет готівки)

тис. грн.

Показник	Сі- чень	Лю- тий	Бере- зень	Кві- тень	Тра- вень	...	Гру- день
1	2	3	4	5	6	7	8
1. Кошти, наявні на початок місяця (з балансу — на кінець звітного періоду)	5800	7300	100	100	100	...	2600
2. Грошові надходження разом:	20000	20380	21000	24300	26000	...	29700
а) виручка від реалізації	8000	8500	8800	10000	12200	...	14400
б) надходження дебіторсь- кої заборгованості	11700	11500	12000	13800	12400	...	14000
в) інші надходження	300	380	200	500	1400	...	1300
3. Кошти в розпорядженні разом (р. 1 + р. 2)	25800	27680	21100	24400	26100	...	32300
4. Грошові платежі на сторо- ну разом	18500	39200	20300	18200	25900	...	30900
У тому числі:							
закупівля сировини, матеріалів експлуатаційні витрати (оплата праці, оплата комунальних послуг, орендна плата, витрати на відрядження тощо)	7000	7200	7000	6400	6800	...	17500
податки	7500	8000	7800	7600	5800	...	7200
закупівля устаткування	4000	5000	5500	4200	5300	...	6200
дивіденди	—	—	—	—	8000	...	—
	—	19000	—	—	—	...	—
5. Сальдо (дефіцит) коштів наприкінці місяця (р. 3 – р. 4)	7300	(11520)	800	6200	200	...	1400
6. Короткострокові позики (виплати) з урахуванням необхідності тримати резерв 100 тис. грн.	—	11620	(700)	(6100)	(100)	...	0
7. Баланс коштів наприкінці місяця (р. 5 + р. 6)	7300	100	100	100	100	...	1400

основним напрямком цієї політики є визначення розміру чистого оборотного капіталу (власних обігових коштів), який підтримуватиме фірма.

Розмір чистого оборотного капіталу (різниця між оборотними активами і поточними зобов'язаннями) визначає ступінь ліквідності фірми. Тому обираючи ризикованішу політику — зменшення чистого оборотного капіталу, менеджери збільшують ризик втратити ліквідність; це може бути вигідним, якщо вивільнені кошти будуть інвестовані в дохідні активи. І навпаки, вибираючи поміркованішу політику — фінансування за рахунок власних коштів більше поточних витрат, що означатиме збільшення чистого оборотного капіталу, менеджери зменшують ризик втратити ліквідність, але це буде пов'язано зі зменшенням прибутковості активів.

Потреба фірми в обігових коштах залежить від тривалості операційного циклу — періоду, протягом якого кошти перебувають у запасах і у дебіторській заборгованості. Якщо від операційного циклу відняти період, протягом якого кошти перебувають у кредиторській заборгованості (тобто середній період погашення кредиторської заборгованості), отримаємо тривалість фінансового циклу. Фінансовий цикл — це період (у днях) від оплати рахунків за придбані сировину, матеріали та інші виробничі запаси до одержання грошей від покупців за відвантажену продукцію, тобто це час, за який кошти здійснюють один оборот. Помноживши фінансовий цикл на середні щоденні витрати фірми, отримаємо середню суму грошей, яка має постійно перебувати в обороті.

Розрахуємо операційний та фінансовий цикли (табл. 6.7), а також суму грошей в обороті за даними фінансових звітів ВАТ “ВК” (див. табл. 6.2, 6.3).

Грошові витрати ВАТ “ВК” за звітний рік візьмемо з розділу 2 “Звіту про фінансові результати”, де відображені елементи операційних витрат, а саме:

матеріальні витрати — 77,3 млн грн
витрати на оплату праці — 30,3 млн грн
відрахування на соціальні потреби — 8,85 млн грн
амортизація — 17,64 млн грн
інші операційні витрати — 29,27 млн грн
<hr/>
разом — 163,36 млн грн

Розрахунок операційного і фінансового циклів

Показник	Розрахункова формула	Розрахунок
Середній період перебування коштів у запасах	$\frac{\text{Середня вартість запасів}}{\text{Одноденна реалізація продукції (за собівартістю)}}$	$\frac{22,4 + 34,6}{2} : \frac{132,3}{365} = 28,5 : 0,36 \approx 79 \text{ днів}$
Середній період погашення дебіторської заборгованості	$\frac{\text{Середня сума дебіторської заборгованості}}{\text{Одноденна чиста виручка від реалізації}}$	$\frac{30,5 + 40,7}{2} : \frac{209,3}{365} = 35,6 : 0,57 \approx 62 \text{ дні}$
Операційний цикл	—	$79 + 62 = 141 \text{ день}$
Середній період погашення кредиторської заборгованості за товари, роботи, послуги	$\frac{\text{Середня сума кредиторської заборгованості}}{\text{Одноденна чиста виручка від реалізації}}$	$\frac{27,9 + 17,0}{2} : \frac{209,3}{365} = 22,45 : 0,57 \approx 39 \text{ днів}$
Фінансовий цикл (цикл обороту коштів)	—	$141 - 39 = 102 \text{ дні}$

Від загальної суми витрат віднімаємо амортизацію, нарахованя якої не вважаються витратами коштів. Тоді річні грошові витрати становитимуть 145,72 млн грн. Щоденні грошові витрати $145,72 : 365 = 0,399$ млн грн.

Постійно в обігу повинно перебувати $0,399 \cdot 102 = 40,7$ млн грн.

Отже, для поточного фінансування фірма повинна мати в обороті щонайменше 40,7 млн грн.

У процесі короткострокового фінансового планування менеджери можуть передбачати заходи скорочення операційного та фінансового циклів, економії витрат і тим самим підвищити ефективність використання оборотного капіталу та зменшити потребу в обігових коштах.

6.4. Планування фінансової санації

Особливість сучасного періоду розвитку економіки України полягає у тому, що багато АТ, створених у процесі приватизації, все ще перебувають у важкому фінансовому становищі або навіть є потенційними банкрутами. Для таких АТ особливою складовою фінансового планування має бути план фінансової санації (фінансового оздоровлення).

Санація — це система фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових і соціальних заходів щодо відновлення платоспроможності, ліквідності та прибутковості підприємств.

План санації може містити такі основні заходи щодо відновлення платоспроможності: реструктуризація підприємства; перепрофілювання виробництва; закриття нерентабельних виробництв; відстрочка та розстрочка платежів або списання частини боргів, про що укладається мирова угода з кредитором; ліквідація дебіторської заборгованості; продаж частини майна; продаж підприємства як цілісного майнового комплексу; звільнення частини працівників та ін.

У процесі планування санаційних заходів основна проблема полягає в залученні фінансових ресурсів, необхідних для їх здійснення. Фінансування можна здійснювати з внутрішніх джерел, тобто без залучення додаткових фінансових ресурсів, або із залученням додаткових фінансових ресурсів — коштів власників, кредиторів, одержання державної фінансової підтримки (як виняток).

Санація без залучення додаткових фінансових ресурсів потребує мобілізації внутрішніх фінансових резервів, що можна забезпечити за рахунок [66, с. 54]:

- реструктуризації активів;
- зменшення (заморожування) витрат;
- збільшення виручки від реалізації.

Санаційні заходи за першим напрямком спричинюють зміни структури та складу активів і часто супроводжуються змінами складу та структури пасивів балансу. За цим напрямком можуть плануватися певні заходи. Розглянемо їх детальніше.

1. Мобілізація прихованих резервів. Приховані резерви — це частина капіталу підприємства, що не відображається в його балансі. Приховані резерви дорівнюють різниці між реальною (вищою) вартістю та балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства.

Мобілізацію прихованих резервів здійснюють кількома способами:

- реалізацією окремих об'єктів основних та оборотних засобів, безпосередньо не пов'язаних з процесом виробництва і реалізації продукції (будівлі та споруди не виробничого призначення, корпоративні права інших підприємств, боргові цінні папери, нематеріальні активи, наднормові запаси сировини та матеріалів тощо);
- індексацією балансової вартості майнових об'єктів, які неможливо реалізувати без порушення нормального виробничого циклу (така реструктуризація активів не пов'язана з реальним підвищенням платоспроможності, проте впливає на підвищення показників конкурентоспроможності підприємства). У разі індексації основних фондів змінюється структура пасивів (збільшуються статті балансу “Статутний капітал” або “Додатковий капітал”).

2. Використання зворотного лізингу (господарська операція, яка передбачає продаж основних фондів з одночасним зворотним отриманням їх в оперативний або фінансовий лізинг). Наприклад, збиткове підприємство продає лізинговій компанії адміністративну будівлю з одночасним укладенням договору про лізинг цього об'єкта нерухомості. Кредитоспроможність підприємства знижується, а платоспроможність різко підвищується.

3. Здавання в оренду основних фондів, які не повністю використовуються у виробничому процесі, об'єктів незавершеного будівництва.

4. Оптимізація структури розміщення оборотного капіталу (зменшення частки низьколіквідних обігових активів, тобто коштів у різних видах запасів).

5. Продаж окремих низькорентабельних структурних підрозділів (філій). За рахунок цієї операції підприємство може отримати інвестиційні ресурси для репрофілювання виробництва на прибутковіші види діяльності.

6. Рефінансування дебіторської заборгованості (переведення її в інші, ліквідні форми оборотних активів: кошти, короткострокові фінансові вкладення тощо). Може здійснюватися шляхом факторингу (продажу дебіторської заборгованості банку або факторинговій компанії), обліку векселів (дострокова реалізація векселя його власником банку і переведення комерційного кредиту в банківський) і форфейтингу (кредитування зовнішньоекономічних операцій у фор-

мі викупу в експортера векселів та інших боргових вимог, акцептованих імпортером).

Заходи щодо зменшення (заморожування) витрат плануються для капіталовкладень і поточних витрат. Для зменшення капіталовкладень може бути передбачена консервація окремих об'єктів інвестицій, заморожування довготривалих інвестиційних проєктів.

Для того щоб скоротити поточні витрати, необхідно проаналізувати кожну статтю витрат з метою визначення резервів економії. Тут може стати у пригоді метод “нуль-базис-бюджетування” — ZBB (*Zero-Base-Budgeting*), який ґрунтується на відмові від екстраполяції даних звітного періоду про витрати [67, с. 57]. Основна відмінність методу ZBB від звичайного оперативного фінансового планування полягає в тому, що останнє значною мірою зорієнтоване на показники рівня витрат попередніх періодів (які можуть бути невиправдано завищеними). Базою для ZBB є так звана точка-нуль, тобто планові показники обчислюють на основі нового розрахунку всіх норм і нормативів витрат, визначення їх складу і структури. Метод ZBB є складовою управлінського обліку підприємства.

Зарубіжний і вітчизняний досвід свідчить про те, що стратегії скорочення витрат, які фірми вибирають при погіршенні фінансового становища, обов'язково передбачають економію витрат на оплату праці. Найчастіше вдаються до заходів зменшення робочого часу (неповний робочий тиждень, достроковий вихід на пенсію, неоплачувані відпустки, звільнення персоналу).

Противагою цим негативним для найманих працівників заходам є державні програми сприяння і гарантій зайнятості, страхування від безробіття.

Виручку від реалізації в період санації можна збільшити за рахунок стимулювання збуту; конкретні заходи розроблюють у межах маркетингової політики фірми.

У межах санації без залучення додаткових фінансових ресурсів фірми можуть планувати операції, пов'язані із змінами структури пасивів: зменшення статутного фонду; конверсію власного капіталу в борг; конверсію боргу у власний капітал, пролонгацію (реструктуризацію) термінів сплати заборгованості, добровільне зменшення заборгованості (за згодою кредиторів).

Санацію із залученням додаткових фінансових ресурсів підприємства можуть здійснювати за рахунок коштів власників у таких

формах, як збільшення статутного фонду, надання позик, безповоротної фінансової допомоги, а також коштів кредиторів у формі залучення додаткових позик.

Отже, санація передбачає застосування різноманітних технологій фінансового інжинірингу. *Фінансовий інжиніринг* — це сукупність методів (технологій) управління фінансами компанії, що сприяє зростанню її вартості, дає змогу вирішити багато фінансових проблем — від кризи ліквідності (недостатність обігових коштів) до відсутності фінансових ресурсів для капіталовкладень. Крім перелічених прийомів зміни структури активів і пасивів, менеджери корпорації або зовнішні фінансові консультанти можуть вибрати інші фінансові технології, що забезпечать економію коштів, сприятимуть вивільненню коштів безпосередньо в компанії або залученню їх ззовні. Наприклад, іноді просте перегрупування активів — передання дочірнім підприємствам або створення спільних підприємств, може значно зекономити кошти (зокрема, за рахунок зменшення податкових відрахувань). Існують спеціальні технології, за допомогою яких фінансові потоки можна розкласти зсередини підприємства на елементи, проаналізувати ключові фактори, що впливають на кожний елемент, і в такий спосіб суттєво скоротити витрати. Поширений серед підприємців метод поділу підприємства на кілька юридичних осіб, що поділяються на “центри прибутку” (акумулюють надходження та спеціалізуються на управлінні активами) і “центри витрат” (приймають на баланс високовартісні активи капіталомісткого виробництва). Взаємовідносини центрів прибутку і витрат оформлюють у вигляді договорів: субпідяду; про зовнішнє управління; про спільну діяльність. За такої реорганізації посилюється фінансовий контроль і підвищується фінансова дисципліна і, як наслідок, скорочується вплив грошей з компанії.

У світовій практиці існує багато методів фінансового інжинірингу, і їх кількість постійно збільшується.

Питання для самоконтролю

1. Базові шляхи розвитку корпорації.
2. Які стратегії розвитку нині домінують у провідних зарубіжних компаніях?

3. Чому обсяг капіталовкладень є ключовим показником довгострокового планування?
4. Для чого менеджери компаній розробляють прогнозні фінансові звіти?
5. Сутність методу фінансового планування.
6. Як визначаються коефіцієнти внутрішнього і стійкого зростання компанії?
7. Від яких факторів залежить здатність компанії до стійкого зростання?
8. Основні об'єкти короткострокового фінансового планування.
9. Які заходи можна передбачити, розробляючи план фінансової санації АТ?

Розділ 7. ФІНАНСОВА ДІЯЛЬНІСТЬ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ

7.1. Фінансові особливості діяльності транснаціональних корпорацій

Компанії, що здійснюють фінансово-господарську діяльність на території кількох країн, називають транснаціональними (або міжнародними) корпораціями (далі — ТНК). Нині мережа ТНК вже контролює більшу частину світових технологічних, товарних і виробничих ресурсів і продовжує розширюватись. Вітчизняні компанії повинні це враховувати, розроблюючи власні стратегічні плани, оскільки окремі з них згодом, можливо, так само стануть транснаціональними, а деяких можуть поглинути інші ТНК.

Дослідники проблем фінансового управління корпораціями називають шість причин утворення ТНК [22, с. 916]:

- пошук нових ринків збуту;
- забезпечення виробництва сировиною;
- пошук нових технологій;
- підвищення економічної ефективності за рахунок переміщення виробництва у країни з меншими виробничими витратами;
- подолання перешкод політичного і законодавчого характеру;
- диверсифікація капіталовкладень.

Розширення ТНК, безумовно, свідчить про успішні фінансові результати діяльності цих структур. Разом з тим така діяльність у різних країнах породжує фінансові складності, що можуть знизити ефективність діяльності ТНК. Завдання менеджерів — проаналізува-

ти фактори, що впливають на фінанси міжнародних компаній, а також розробити і використовувати у практиці управління фінансами методи, що запобігають виникненню втрат і зменшують ризики від здійснення операцій на території різних країн.

Наведемо основні фактори, які слід урахувувати, виконуючи фінансові операції за межами країни:

- існування різних валют, обмінних курсів валют і валютних обмежень;
- розбіжність між банківськими процентними ставками в різних країнах;
- особливості оподаткування в кожній країні;
- вплив політичних подій на діяльність підприємств.

Дія цих факторів зумовлює появу низки ризиків міжнародних операцій. Одним з найбільш значущих є валютний ризик, що спричинюється коливанням курсів валют.

Короткостроковий валютний ризик виникає внаслідок щоденних коливань валютного курсу. Міжнародні компанії, звичайно, мають укладені угоди на купівлю або продаж товарів у найближчому майбутньому за встановленими цінами. Якщо для платежів використовуються різні валюти, слід звернутися до способів страхування короткострокових валютних ризиків.

Довгостроковий валютний ризик пов'язаний з тим, що вартість операцій за кордоном може змінитися внаслідок непередбачених змін економічних умов (наприклад, незаплановане підвищення заробітної плати у країні, де ТНК здійснювала діяльність з метою економії на оплаті праці, може привести до зниження прибутку або до збитків).

Страхування довгострокового ризику складніше, ніж короткострокового.

Для великої ТНК управління валютним ризиком ускладнюється тим, що розрахунки між її філіями в різних країнах здійснюються в кількох різних валютах. Можливо, що зміна обмінного курсу однієї з валют принесе прибуток одній філії і водночас негативно позначиться на діяльності іншої філії.

Не дивно, що в управлінні фінансами ТНК важливе місце посідають процедури з хеджування (страхування) валютних ризиків.

Фінансовими інструментами, що спеціально призначені для хеджування, є ф'ючерси, форвардні контракти, свопи та опціони. Усі

вони належать до похідних інструментів, оскільки їх вартість залежить від вартості базових активів.

Ф'ючерсний контракт — це заздалегідь розміщене замовлення на купівлю або продаж активу. Ціни встановлюються при укладенні контракту, але оплата активів здійснюється на момент настання дати виконання контракту.

Ф'ючерсні контракти (ф'ючерси) є стандартними документами, що засвідчують зобов'язання продати (придбати) відповідну кількість базового активу у визначений час у майбутньому з фіксацією ціни базового активу під час укладення контракту. Обіг ф'ючерсів здійснюється виключно на організованих ринках. За законодавством України базовим активом ф'ючерсів можуть бути тільки товарні ресурси або валютні цінності. Історично найдавнішим інструментом страхування ризику зміни цін на товари вважаються товарні ф'ючерсні контракти, що з'явилися на ринках сільськогосподарської продукції США. Продаючи ф'ючерси на певний вид продукції, фермери могли зменшити невизначеність щодо ціни продажу майбутнього врожаю, оскільки контракт встановлював зобов'язання продати за визначеною сьогодні ціною певну кількість продукції в майбутньому. З розвитком фінансових ринків і міжнародних операцій коливання процентних ставок і обмінних курсів стали таким самим джерелом ризику, як і зміни цін на товари. Фінансові ф'ючерси, що з'явилися у 1972 р., стали досить вдалим нововведенням, яке дало змогу фірмам знижувати ці ризики. На відміну від товарних ф'ючерсів базовими активами фінансових ф'ючерсів є фінансові активи.

Завдяки стандартизованій формі ф'ючерсні контракти високоліквідні, вони щоденно продаються і купуються на організованих ф'ючерсних біржах на мільярди доларів. Проте якщо умови ф'ючерсних контрактів не відповідають конкретним потребам, то можна здійснити хеджування за допомогою купівлі або продажу форвардного контракту.

Форвардний контракт — це спеціально складений ф'ючерсний контракт, тобто індивідуалізований документ, що відповідає потребам конкретного клієнта, не укладається на організованому ринку, може укладатись на нестандартні суми або на нестандартні терміни.

Ф'ючерсні контракти закриваються щоденно. Клірингова палата веде щоденний облік прибутків і збитків за контрактами. На наступ-

ний день відкриваються нові контракти. На відміну від ф'ючерсних контрактів форвардні не зараховуються на ринку щоденно. Прибутки і збитки за ними визначаються в день виконання контракту. У світі дуже популярні угоди про форвардну банківську процентну ставку і форвардні контракти на купівлю або продаж іноземної валюти.

Припустимо, що фірма планує через шість місяців узяти кредит на три місяці. Вона може зафіксувати процентну ставку за цим кредитом, уклавши з банком контракт про форвардну процентну ставку. Банк, наприклад, може запропонувати шестимісячну угоду за ставкою ЛІБОР за тримісячним депозитом 7 %. Якщо наприкінці шестимісячного періоду ставка ЛІБОР за тримісячним депозитом перевищуватиме 7 %, то банк сплатить фірмі різницю, а якщо буде меншою, то фірма сплатить банку різницю [21, с. 702].

Фірми можуть захищати себе від ризику зміни обмінних курсів, систематично купуючи і продаючи форвардні валютні контракти. Можна самостійно розробляти схеми, що забезпечать хеджування подібно до форвардного контракту. Наприклад, замість того щоб купити форвардний валютний контракт, можна здійснити позику в доларах, обміняти її на іншу валюту і позичити цю валюту на необхідний строк. Це забезпечить такі самі грошові потоки, як і форвардний контракт. Останніми роками фірми почали укладати різноманітні угоди про свопи.

Своп — це двостороння угода про обмін у майбутньому серіями платежів у різних валютах. Обмін є комбінацією операцій на умовах “спот” і “форвард”. Як відомо, на валютному ринку існують два основні типи операцій: касові — за теперішньою ціною (спот) і термінові — за форвардним курсом. Касові операції передбачають, що обмін валютою і розрахунки здійснюються за спот-курсом протягом двох банківських днів. Форвардний курс — це майбутній курс обміну валюти, що обумовлюється на сьогодні, а розрахунки за ним здійснюватимуться через термін, зазначений у певній угоді. Своп означає одночасну купівлю і продаж валют за умови розрахунків на різні дати. Кожна сторона отримує в розпорядження валюту за ціною спот на певний період до її продажу за ціною форварду. Операції свопу майже повністю усувають валютний ризик.

Передісторія поширення свопів така: багато років британський уряд обмежував купівлю іноземної валюти для інвестування за кор-

дон. Це змусило багато фірм укладати угоди про так звані компенсаційні кредити. Фірма мала можливість надавати кредит у фунтах стерлінгів компанії США і водночас отримувати від неї позику в доларах для здійснення іноземних інвестицій. Беручи компенсаційний кредит, британська фірма погоджувалась здійснювати майбутні виплати в доларах, а отримувати дохід у фунтах стерлінгів. У 1979 р. обмеження на зарубіжні інвестиції були усунуті й британські фірми вже не потребували компенсаційних кредитів. У 80-х роках банки перетворили операції з компенсаційними кредитами на свопи, які стали дуже популярними серед міжнародних корпорацій. Більшість випусків доларових єврооблігацій супроводжується свопами. Свопи укладаються не тільки з приводу обміну валюти в майбутньому. Крім валютних розрізняють свопи процентних ставок, а також свопи за різними пунктами опціонних контрактів, так звані свопціони. Наприклад, фірми часто обмінюють позики з фіксованою процентною ставкою на позики з плаваючою. У цьому разі одна сторона буде зобов'язана здійснити фіксовані річні виплати в обмін на отримання плати, розмір яких залежить від рівня короткострокових процентних ставок. Можливі навіть товарні свопи. У цьому разі не слід поставляти товари, а просто відшкодувати різницю їх вартостей. Наприклад, авіакомпанія фіксує ціну купівлі нафти і перераховує фіксовані платежі, а інша сторона в цей самий час сплачує суму залежно від цін на нафту.

Опціони на відміну від ф'ючерсних і форвардних контрактів надають право, а не зобов'язують купити або продати базовий актив. Вартість опціонів залежить від коливання цін на базові активи, тому їх можна використовувати для зниження ризику. В окремих випадках простіше використати опціони, ніж ф'ючерсні та форвардні контракти. Припустимо, що американська фірма бере участь у тендері на отримання будівельного контракту у Франції і лише через кілька місяців буде відомо, чи виграла вона тендер. Платежі за контрактом мають здійснюватись у франках, але багато статей витрат фірми будуть у доларах. Тому при зниженні курсу франка фірма може мати великі збитки. У цій ситуації повністю уникнути валютного ризику не вдасться, оскільки фірма не має змоги хеджувати ризик, пов'язаний з невизначеністю отримання контракту. Проте частково ризик можна зменшити, придбавши опціон на продаж франків. Якщо фірма отримає контракт, а вартість франка знизиться і контракт стане

неприбутковим, то прибуток від використання опціону компенсує зниження доходу від контракту. Якщо фірма не отримає контракт, то опціон так само буде дуже корисний у разі зниження вартості франка. Звичайно, за страхування ризику слід платити страхову премію, у розглядуваному випадку це ціна опціону. Якщо вартість франка зростає, витрати фірми на купівлю опціону будуть невиправдані.

Окремі стратегії хеджування є статичними. Необхідно один раз здійснити хеджування, і фірма на деякий час буде захищена. Проте більшість стратегій хеджування динамічні. З часом, а також у зв'язку із зміною цін фірма повинна переглядати свою позицію і поновлювати хеджування.

Хоча існує багато видів і способів хеджування ризиків, але ще більше виникає конкретних господарських ситуацій. Тому коли не підходять готові способи страхування ризику, менеджери розроблюють нові інструменти і методи для конкретної нестандартної ситуації, тобто звертаються до фінансового інжинірингу (див. підрозд. 6.4). Зокрема, фінансовий інжиніринг в управлінні ризиками полягає у створенні нових похідних цінних паперів, а також у комбінуванні існуючих деривативів для вирішення специфічних завдань хеджування.

В управлінні фінансами ТНК крім операцій із хеджування валютних ризиків важливе місце посідають операції із залучення довгострокового капіталу на міжнародних ринках капіталу, фінансове планування грошових надходжень з урахуванням коливання обмінних курсів валют, розробка варіантів кредитної політики з урахуванням особливостей країн, де розміщені торговельні партнери корпорації, вироблення політики управління коштами в товарно-матеріальних запасах, що формуються в зарубіжних підрозділах.

Дослідники фінансової діяльності ТНК зазначають, що їм важче, ніж суто національним фірмам [50, с. 672]. Це зумовлено різноманітними ризиками міжнародних операцій. Нині ситуація стала ще складнішою, оскільки посилилась нестабільність цін на товари, послуги, сировину, процентних ставок, валютних курсів. Управління ТНК за цих умов потребує від менеджерів дуже високої кваліфікації. Зокрема, вони мають добре розумітися на міжнародних фінансах і функціонуванні міжнародних фінансових ринків, а також бути обізнані з податковими системами різних країн.

7.2. Планування капіталовкладень транснаціональних корпорацій

Хоча планування капіталовкладень у ТНК базується на загальних підходах (див. розд. 6), проте міжнародні фактори ускладнюють цей процес. Так, на відміну від вітчизняних інвестицій ускладнюється оцінка руху грошових надходжень за зарубіжними інвестиціями. Необхідно з'ясувати, в якій формі отримувати ці надходження. Зазвичай ТНК утворюють самостійні філії в інших країнах. У цьому разі надходження від них до материнської компанії набирають форми дивідендів і роялті. Ці надходження мають бути конвертовані у валюту материнської компанії, отже, постає потреба у прогнозуванні зміни майбутніх курсів обміну валют, а також у врахуванні порядку оподаткування дивідендів і роялті в різних країнах. Зокрема, імовірно виникнення ситуації подвійного оподаткування, можливі урядові обмеження на суми грошових надходжень, що можуть бути повернуті іноземній материнській компанії.

Необхідно оцінювати ступінь політичного ризику, особливо в разі великих обсягів капіталовкладень у зарубіжні філії. Політичним є ризик експропріації активів зарубіжної філії без компенсації, а також менш радикальні дії зарубіжних урядів — непередбачені обмеження грошових надходжень від філії до материнської компанії, посилення контролю за обігом валюти, підвищення податків, запобіжні заходи в ціновій політиці. Плануючи міжнародні операції, менеджери ТНК можуть ознайомитися з рейтингами політичного ризику різних країн, що розробляють кілька спеціалізованих компаній. Якщо політичний ризик дуже високий, то менеджери або не плануватимуть і не вкладатимуть великі інвестиції в таку країну, або запланують заходи зниження можливих збитків. Наприклад, можна зменшити ризик експропріації активів, фінансуючи філію за допомогою місцевого капіталу.

Складним у фінансовому плануванні зарубіжних капіталовкладень є визначення проектів з додатним значенням *NPV*. Для аналізу грошових надходжень за міжнародними інвестиційними проектами слід вибрати відповідну дисконтну ставку, потім порівняти дисконтовану вартість цих надходжень з необхідними інвестиціями материнської компанії у програму капіталовкладень і визначити *NPV* зарубіжного проекту. Визначення вартості капіталу, що буде дисконт-

ною ставкою, ускладнюється: вартість капіталу може бути різною для зарубіжного проекту та аналогічного вітчизняного, внаслідок різного ступеня ризику. Зарубіжні інвестиційні проекти, з одного боку, стають ризикованішими внаслідок ризику обмінного курсу і політичного ризику. З іншого боку, за рахунок міжнародної диверсифікації компанія може знизити ризик інвестиційної програми. Для того щоб урахувати вплив коливань обмінного курсу, потрібно здійснити аналіз і додати премію за ризик до вартості вітчизняного капіталу. Іноді можна здійснити хеджування коливань курсу обміну, але за довгостроковими проектами повністю це зробити складно; крім того, витрати на хеджування слід віднімати від запланованих грошових надходжень за проектом. Як зазначалося в підрозд. 7.1, хеджування прийнятніше для усунення короткострокових валютних ризиків.

Зазвичай політичний ризик не враховується при визначенні вартості капіталу (дисконтної ставки). Як зазначалося, за високого політичного ризику компанія просто не робитиме великих капіталовкладень у тій чи іншій країні.

Для фінансування інвестицій ТНК мають можливість залучати капітал на довгостроковій основі через міжнародний фондовий ринок. Час від часу ТНК вдаються до випуску нових акцій одночасно в кількох країнах. Крім того, залучається і позиковий капітал через розміщення облігацій, зокрема єврооблігацій.

Важливою тенденцією інвестиційної діяльності ТНК починаючи з 70-х років ХХ ст. став великий ступінь інноваційності, що зумовило суттєвий вплив на природу самих корпорацій. Транснаціональні компанії виробили особливі стратегії інноваційної діяльності, основними з яких є “запозичення” і “нарощування”.

Стратегія “запозичення” полягає в тому, що, залучаючи дешеву робочу силу і використовуючи частину власного науково-технічного потенціалу, ТНК освоюють виробництво продукції, яка раніше вироблялася в розвинених країнах, у слаборозвинених країнах з наступним нарощуванням. Далі уможлиблюється виконання власних науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт (НДДКР). Така стратегія прийнята в Китаї і країнах Південно-Східної Азії.

Стратегія “нарощування” полягає в тому, що з використанням власного науково-технічного потенціалу, залученням зарубіжних учених і конструкторів, інтегруванням фундаментальної та прикладної науки постійно створюються нові продукти, високі технології,

що реалізуються у виробництві та соціальній сфері, тобто нарощуються інновації. Таку стратегію активно використовують у США, Великій Британії, Франції, Німеччині.

Високий ступінь інноваційності, що став характерною ознакою інвестиційної діяльності ТНК, спирається на їх власні науково-технічні розробки. Це підтверджується величезними сумами витрат корпорацій на НДДКР. Наприклад, промислові корпорації США в 1995 р. спрямували на це 121,5 млрд дол., або 71 % загальних витрат країни на НДДКР. Ці витрати дають значний ефект; так, промисловість США щорічно отримує понад 100 млрд дол. у вигляді роялті від інвестицій у наукові дослідження. Серед країн-платників роялті — Японія, Велика Британія, Німеччина, Франція, Канада, Сінгапур, Італія, Корея [70, с. 30]. Постійно зростають обсяги фінансування інновацій японськими ТНК. Так, “Matsushiba Industrial Co Ltd”, одна з провідних ТНК Японії в галузі електроніки, тільки в 1998 р. витратила на НДДКР 3,64 млрд дол. Багато компаній для захоплення перспективних досліджень і їх упровадження встановлюють спеціальні бонуси. Наприклад, у ТНК “Sony” розмір бонусів практично необмежений і нараховується від суми доходу, отриманого корпорацією в результаті впровадження тієї чи іншої розробки.

Більшість передових країн досягли значних успіхів внаслідок випереджального розвитку наукової та інноваційної діяльності порівняно із зростанням промислового виробництва. Компанія “Microsoft” щорічно витрачає на НДДКР 1,4 млрд дол. При цьому корпорація планує втричі збільшити фінансування інноваційних проектів.

Транснаціональні компанії не тільки витрачають великі кошти на фінансування власних НДДКР, а й купують фірми, що досягли успіху у виробленні інноваційного продукту. Наприклад, перша фірма з виробництва генетично модифікованих рослин “Plant Genetic System”, яку заснував бельгійський вчений М. ван Монтегю на початку 80-х років ХХ ст. з метою реалізації власних наукових досліджень, спочатку приносила своїм інвесторам щорічні збитки у розмірі 5 млн дол., але потім почала швидко розвиватись і нещодавно була продана майже за 1 млрд дол. супергігантській аграрній фірмі “Hoekst”.

Відмітною ознакою корпоративної стратегії щодо НДДКР є тісний зв'язок із стратегією управління інтелектуальною власністю, основою якої є патенти. Ефективність витрат на НДДКР підтверджується тим, що вони практично повністю мають реальне втілен-

ня — патенти. Масштаби і темпи розвитку патентування найбільших корпорацій світу у США наведено в табл. 7.1.

Таблиця 7.1

Патентування, що здійснюють найбільші світові корпорації у США [69, с. 15]

Фірма	Кількість патентів, отриманих у США в 1991 р.	Фірма	Кількість патентів, отриманих у США в 1998 р.
“Toshiba”	1014	IBM	2657
“Matsubishi”	936	“Canon”	1928
“Hitachi”	927	NEC	1627
“Kodak”	863	“Motorola”	1406
“Canon”	823	“Sony”	1316
“General Electric”	809	“Sumsung”	1304
“Fuji Photo”	731	“Fujits”	1189
IBM	679	“Toshiba”	1170
“Philips”	650	“Kodak”	1124
“Motorola”	613	“Hitachi”	1094

У світовій практиці не існує єдиного підходу до визначення рівня інноваційного розвитку і його ефективності як для окремих корпорацій, так і для високотехнологічних галузей промисловості загалом. Наприклад, у США застосовують до 50 показників, за допомогою яких порівнюється ефективність НДДКР і здійснюється моніторинг змін впливу інноваційної функції на діяльність корпорації протягом певного часу. Серед них такі показники, як загальні витрати на НДДКР, відношення витрат на НДДКР до обсягу продажу, заощадження корпорації (у результаті використання нових технологій), віднесені до щорічного прибутку. На основі моніторингу та аналізу показників усіх фірм галузі визначається узагальнюючий показник окремої галузі, а потім — інноваційні рейтинги провідних промислових галузей, а також високотехнічних корпорацій. Незважаючи на застосування різних методик і показників, загалом світова статистика доводить існування тісної кореляції між науковими дослідженнями, інноваціями та економічним зростанням фірм і галузей.

Питання для самоконтролю

1. Основні причини утворення ТНК.
2. Чому хеджування валютних ризиків посідає важливе місце в управлінні фінансами ТНК?
3. Фінансові інструменти, призначені для хеджування.
4. Які складності виникають при плануванні зарубіжних інвестицій?
5. Який зиск мають ТНК від збільшення витрат на фінансування інновацій?

ДОДАТКИ

Додаток 1

ЗВІТ

представника органу, уповноваженого управляти відповідними державними корпоративними правами в органах управління господарських товариств

(повна назва господарського товариства)

(прізвище, ім'я та по батькові керівника органу управління чи відповідального представника в органах управління господарських товариств)

Розділ I. Загальні відомості

Показник	Код рядка	Значення показника
Скорочена назва товариства	01	
Свідоцтво про державну реєстрацію:		
номер	02	
дата видачі	03	
Юридична адреса:		
індекс	04	
регіон	05	
село, селище, місто	06	
вулиця	07	
Галузь	08	
Основний вид діяльності	09	
Розмір статутного фонду	10	
Розмір частки статутного фонду, що належить державі	11	
Прізвище, ім'я та по батькові голови правління товариства	12	
Телефон, факс	13	

**Розділ II. Показники діяльності господарського товариства
за звітний період**

**1. Показники для узагальненого аналізу.
Прибуток (збитки)**

тис. грн.

Показник	Код рядка	Значення показника		
		затверд- жено	фактично досягнуто за період	
			звітний	аналогічний минулого року
Прибуток (збитки)	01			
Сума нарахованих дивідендів	02			

Показник	Код рядка	Значення показника		
		затверд- жено	фактично досягнуто за період	
			звітний	аналогічний минулого року
Частка дивідендів, яка повинна перераховуватися до державного бюджету	03			
Сума заборгованості з виплати дивідендів, яка повинна перераховуватися до державного бюджету	04			
Реквізити платіжних доручень на перерахування дивідендів до державного бюджету	05			

Кредиторська заборгованість

Кредиторська заборгованість разом	06			
У тому числі:				
перед Державним бюджетом	07			
з неї прострочена				
перед Пенсійним фондом	08 09			
з неї прострочена				
перед державними позабюджетними фондами	10			
з неї прострочена	11			
з оплати праці	12			
з неї прострочена	13			
Термін заборгованості з виплати заробітної плати, міс.	14 15			

Дебіторська заборгованість

Дебіторська, заборгованість разом	16			
У тому числі:				
з оплати продукції для державних потреб	17			
з неї прострочена	18			
перед Державним бюджетом	19			
місцевим бюджетом	20			

**2. Показники для детального аналізу.
Рентабельність господарської діяльності**

Загальна рентабельність	21			
Рентабельність активів	22			

Ліквідність

Коефіцієнт загальної ліквідності	23			
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	24			

Фінансова усталеність

Коефіцієнт забезпечення власними засобами	25			
---	----	--	--	--

Показник	Код рядка	Значення показника		
		затверд- жено	фактично досягнуто за період	
			звітний	аналогічний минулого року
Коефіцієнт співвідношення позикових та власних коштів	26			

Ділова активність

Період обороту загальних активів	27			
Період обороту запасів і витрат	28			

Вартість акцій

Номінальна вартість акцій	29			
Середня ринкова вартість акцій	30			
У тому числі:				
простих іменних	31			
привілейованих	32			

Розділ III. Дані про використання прибутку

тис. грн.

Показник	Код рядка	Значення показника		
		затверд- жено	фактично досягнуто за період	
			звітний	аналогічний минулого року
Прибуток, спрямований:				
на розвиток виробництва	01			
на реорганізацію управління	02			
на реорганізацію системи збуту	03			
на розвиток соціальної інфраструктури	04			
на інші цілі	05			

**Фінансові звіти корпорації “Microsoft”,
підготовлені на підставі вимог МСБО**

Таблиця Д.2.1

Баланс

млн дол.

Показник	Значення на 30 червня	
	1996 р.	1997 р.
АКТИВИ		
Поточні активи:		
Грошові кошти та короткострокові інвестиції	6940	8966
Дебіторська заборгованість	639	980
Інші поточні активи	260	427
Поточні активи разом	7839	10373
Основні засоби	1326	1465
Довгострокові інвестиції	675	2346
Інші активи	253	203
Активи разом	10093	14387
ЗОБОВ'ЯЗАННЯ ТА АКЦІОНЕРНИЙ КАПІТАЛ		
Поточні зобов'язання:		
Кредиторська заборгованість	808	721
Нарахована компенсація	202	336
Податки на прибуток до сплати	484	466
Доходи майбутніх періодів	560	1418
Інші поточні зобов'язання	371	669
Поточні зобов'язання разом	2425	3610
Частка меншості	125	—
Варанти “пут”	635	—
Акціонерний капітал:		
Привілейовані акції, які можна конвертувати:		
— кількість акцій, передбачена статутом:		
1996 р. — 0, 1997 р. — 100	—	980
— акції випущені та в обігу:		
1996 р. — 0, 1997 р. — 13		
Звичайні акції та сплачений капітал:		
— кількість акцій, передбачена статутом, — 4000;		
— з них випущено та в обігу		
1996 р. — 1194, 1997 р. — 1204 млн шт.	2924	4509
Нерозподілений прибуток	3984	5288
Акціонерний капітал разом	6908	10777
Зобов'язання та акціонерний капітал разом	10093	14387

Звіт про прибутки та збитки

млн дол.

Показник	Значення на 30 червня		
	1995 р.	1996 р.	1997 р.
Реалізація	5937	8671	11358
Операційні витрати:			
собівартість реалізованих послуг	877	1188	1085
дослідження та розробки	860	1432	1925
збут і маркетинг	1895	2657	2856
загальні та адміністративні	267	316	362
Операційні витрати разом	3899	5593	6228
Прибуток від операційної діяльності	2038	3078	5130
Дохід у вигляді відсотків	191	320	344
Інші витрати	(62)	(19)	(160)
Прибуток до сплати податків	2167	3379	5314
Резерв з податку на прибуток	714	1184	1860
Чистий прибуток	1453	2195	3454
Дивіденди за привілейованими акціями	—	—	15
Чистий прибуток, що стосується власників звичайних акцій	1453	2195	3439
Прибуток на одну акцію,* дол.	1,16	1,71	2,63
Середньозважена кількість акцій в обігу,* млн шт.	1254	1281	1312

* Кількість акцій і сума прибутку на акцію перераховано для відображення подібнення акцій дві за одну у грудні 1996 р.

Звіти про рух грошових коштів

млн дол.

Рух грошових коштів	Значення на 30 червня		
	1995 р.	1996 р.	1997 р.
1	2	3	4
Від операційної діяльності			
Чистий прибуток	1453	2195	3454
Амортизація	269	480	557
Доходи майбутніх періодів	69	983	1601
Визнання незаробленого доходу від попередніх періодів	(54)	(477)	(743)
Інші поточні зобов'язання	404	584	321
Дебіторська заборгованість	(91)	(71)	(336)
Інші поточні активи	(60)	25	(165)
Чисті грошові кошти від операцій	1990	3719	4689
Від фінансової діяльності			
Звичайні акції випущені	332	504	744
Звичайні акції викуплені	(698)	(1385)	(3101)
Надходження від варантів "пут"	49	124	95
Привілейовані акції випущені	—	—	980
Дивіденди за привілейованими акціями	—	—	(15)
Податкові пільги на прибуток від опціону на акції	179	352	796
Чисті грошові кошти, використані на фінансову діяльність	(138)	(405)	(501)
Використаних на інвестиції			
Приріст основних засобів	(495)	(494)	(499)
Довгострокові інвестиції	(230)	(625)	(1669)
Короткострокові інвестиції	(651)	(1551)	(921)
Чисті грошові кошти, використані на інвестиційну діяльність	(1376)	(2670)	(3089)
Чиста зміна грошових коштів та їх еквівалентів	476	644	1099
Вплив валютного курсу на грошові кошти та їх еквіваленти	9	(5)	6

Закінчення табл. Д.2.3

1	2	3	4
Грошові кошти та їх еквіваленти:			
на початку року	1477	1962	2601
на кінець року	1962	2601	3706
Короткострокові інвестиції	2788	4339	5260
Грошові кошти та короткострокові інвестиції	4750	6940	8966

Звіти про акціонерний капітал

млн дол.

Акціонерний капітал	Значення на 30 червня		
	1995 р.	1996 р.	1997 р.
Привілейовані акції, які можна конвертувати			
Випущені привілейовані акції, які можна конвертувати	—	—	980
Сальдо на кінець року	—	—	980
Звичайні акції та сплачений капітал			
Сальдо на початок року	1500	2005	2924
Звичайні акції випущені	332	504	744
Звичайні акції викуплені	(30)	(41)	(91)
Надходження від продажу варантів “пут”	49	124	95
Перекласифікація зобов'язань за варантами “пут”	(25)	(20)	45
Податкові пільги на прибуток від опціонів на акції	179	352	792
Сальдо на кінець року	2005	2924	4509
Нерозподілений прибуток			
Сальдо на початок року	2950	3328	3984
Чистий прибуток	1453	2195	3454
Дивіденди за привілейованими акціями	—	—	(15)
Звичайні акції викуплені	(668)	(1344)	(3010)
Перекласифікація зобов'язань за варантами “пут”			
	(380)	(210)	590
Чисті нереалізовані інвестиції			
Прибуток від іншої діяльності	(27)	15	(285)
Сальдо на кінець року	3328	3984	5288
Акціонерний капітал разом	5333	6908	10777

Витяг з приміток до фінансових звітів корпорації “Microsoft” за 1997 р.

Облікова політика

Принципи бухгалтерського обліку. Фінансові звіти складаються відповідно до американських загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку та Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, сформульованих Комітетом з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (КМСБО).

Принципи консолідації. Фінансові звіти містять рахунки “Microsoft” та його дочірніх підприємств. Суттєві внутрішньогрупові операції та сальдо були виключені. Інвестиції у спільні підприємства, в яких власність становить 50 %, відображаються в облікових документах за методом власного капіталу, частка Компанії в діяльності спільних підприємств — в інших витратах.

Оцінки та припущення. Складання фінансових звітів потребує від керівництва оцінок і припущень, які впливають на відображені у звіті активи, зобов’язання, дохід та витрати. Прикладами можуть слугувати забезпечення на повернення та безнадійні борги, тривалість життєвих циклів продуктів та термін експлуатації будівель. Фактичні результати можуть відрізнятись від цих оцінок.

Іноземна валюта. Активи та зобов’язання, що відображені в іноземній валюті, конвертуються за обмінним курсом на дату балансу. Дохід і витрати розраховують виходячи з середнього курсу обміну, який домінував протягом звітного року. Прибутки та збитки від операцій в іноземній валюті включаються в інші витрати.

Визначення доходу. Дохід визнається, якщо він зароблений. Дохід від реалізації продуктів, ліцензій на які мають виробники комплектного устаткування, відображається в облікових документах, коли виробник цього устаткування відвантажує ліцензовані продукти, а дохід від передання програм, ліцензії на які мають корпорації й організації, відображається тоді, коли користувач інсталує продукт. Дохід від реалізації пакетів програмного забезпечення дистриб’юторам і перекупникам відображається в обліковій документації, коли відвантажуються відповідні пакети програм.

Податки на прибуток. Витрати на податки на прибуток включають американські та міжнародні податки на прибуток плюс нарахування за американськими податками на нерозподілений прибуток міжнародних дочірніх підприємств.

Подрібнення акцій. У грудні 1996 р. звичайні акції в обігу були подрібнені у співвідношенні дві за одну. Усі акції та суми прибутку на акції були перераховані.

Фінансові інструменти. Усі ліквідні інвестиції, які приносять процентний дохід і на дату придбання мають термін погашення 3 місяці або менше, розглядаються Компанією як еквіваленти грошових коштів. Усі короткострокові інвестиції кваліфікуються як такі, що призначені для продажу і відображаються в обліку за ринковою вартістю.

Основні засоби. Основні засоби відображаються в облікових документах за собівартістю і амортизуються за методом рівномірного нарахування зносу протягом коротшого з двох періодів: розрахованого терміну корисної експлуатації активу або терміну оренди, які можуть варіюватися від одного до 30 років.

Фінансові ризики

Інвестиційний портфель компанії є диверсифікованим і переважно складається з короткострокових інвестиційних класифікованих цінних паперів. На 30 червня 1996 та 1997 р. відповідно приблизно 38 та 31 % дебіторської заборгованості складала суми, які підлягали сплаті десятима головними замовниками. На одного замовника припадало приблизно 12, 13 та 12 % доходу в 1996 р. і приблизно 12, 8 та 5 % доходу в 1997 р.

Рахунки за реалізацію готової продукції міжнародним замовникам в Європі, Японії та Австралії виставляються в місцевих грошових одиницях. Цикли сплати короткі, загалом не перевищують 90 днів. Витрати європейських виробників і витрати на міжнародну реалізацію продукції та підтримку, як правило, сплачуються в місцевій грошовій одиниці. Залишки грошових коштів у місцевих грошових одиницях, що перевищують короткострокові операційні потреби зазвичай конвертуються в короткострокові інвестиції та грошові кошти в американських доларах. Таким чином, коливання курсів іноземних валют зазвичай не підвищують ризик щодо суттєвих прибутків або збитків у балансі. У результаті діяльність “Microsoft” з хеджування “уразливості” балансу була мінімальною.

На 30 червня 1997 р. Компанія мала укладені форвардні контракти на поставки на суму 500 млн дол. в іноземній валюті, термін яких закінчувався в липні 1998 р., які хеджували ризик від змін валютних курсів, пов'язаний з інвестиціями в іноземній валюті.

Курси обміну іноземних валют впливають на результати конвертації в іноземну валюту операцій зарубіжних дочірніх підприємств Компанії. Компанія хеджує відсоток запланованого міжнародного доходу за рахунок придбаних опціонів.

Привілейовані акції, які можна конвертувати

У грудні 1996 р. “Microsoft” випустила 12,5 млн акцій, з яких 2,75 % були привілейовані, які можна конвертувати та обмінювати. Дивіденди за цими

акціями сплачуються щоквартально після закінчення чергового періоду для сплати відсотка.

Привілейовані акціонери мають привілеї порівняно зі звичайними щодо виплати дивідендів та прав при ліквідації компанії. У грудні 1999 р. кожному привілейовану акцію можна конвертувати у звичайні акції або в еквівалентну суму грошей; встановлено мінімальну ціну 79,875 дол. та максимальну — 102,24 дол. за привілейовану акцію.

Звичайні акції. На 30 червня 1996 р. в обігу перебувало 1194 млн звичайних акцій, на 30 червня 1997 р. — 1204 млн цих акцій.

Компанія викувала свої звичайні акції на відкритому ринку для розміщення згідно з програмами купівлі акцій працівниками за пільговою ціною.

Варанти “пут”

Для вдосконалення своєї програми викупу акцій Компанія продає варанти “пут” незалежним третім сторонам. Ці варанти “пут” дають право своїм власникам продавати звичайні акції компанії “Microsoft” на певні дати за визначеною ціною. На 30 червня 1996 та 1997 р. перебували в обігу відповідно 13 і 3 млн варантів. Термін варантів “пут”, які були в обігу на 30 червня 1997 р., закінчувався у вересні 1997 р. Ціна виконання цих варантів — 105 дол. за акцію.

Програми для працівників щодо заощаджень і придбання акцій

Програма придбання працівниками корпорації акцій. Для всіх працівників корпорації, посада яких передбачає право на придбання акцій, Компанія має відповідну програму, за якою звичайні акції Компанії можуть викупатися працівниками з інтервалом в 6 міс. за ціною, яка дорівнює 85 % нижчої з двох цін: справедливої ринкової вартості або ціни першого чи останнього дня кожного 6-місячного періоду. Працівники можуть купувати акції на суму, що не перевищує 10 % нарахованої їм зарплати за період пропозиції. Протягом 1995, 1996 та 1997 р. працівники придбали відповідно 2,1; 1,8 та 1,4 млн акцій за ціною 23,38; 37,72 та 59,64 дол. за акцію. На 30 червня 1997 р. для майбутніх випусків було зарезервовано 19,4 млн акцій.

Програма заощаджень. Компанія має програму заощаджень, яка підлягає під Розділ 401(к) Внутрішнього кодексу доходів. Учасники цієї програми можуть заощаджувати до 15 % нарахованої зарплати, але не більше встановленого ліміту. Компанія вносить 50 центів за кожний долар, внесений працівником, а максимальна сума внеску становить 3 % заробітку працівника. Заставні внески дорівнювали відповідно 12, 15 та 28 млн дол. у 1995, 1996 та 1997 р.

Програми купівлі акцій працівниками за пільговою ціною. Компанія здійснює програми купівлі акцій за пільговою ціною для директорів, службовців та всіх працівників, які мають право на пільгове придбання акцій, за які сплачуються податки, і право на пільгову купівлю акцій без сплати податків. Ціна здійснення опціону на акції є справедливою ринковою вартістю на дату передання прав на акції. Опціони, продані до 1995 р., як правило, надають права на 4,5 року і втрачають силу через 10 років з дати продажу. Опціони, продані протягом 1995 р. і після, як правило, дають право на 4,5 року і втрачають силу через 7 років з дати продажу, тоді як деякі опціони надають права на 7,5 року і втрачають силу через 10 років. На 30 червня 1997 г. опціони надали прав на 113 млн акцій; 290 млн акцій були призначені для майбутнього передання прав на них згідно з програмами.

**Інформація про фінансово-господарську діяльність,
що публікується емітентом у друкованих виданнях**

Найменування емітента

Код за ЄДРПОУ

Номер свідоцтва про державну реєстрацію емітента

Дата видачі свідоцтва про державну реєстрацію

Місцезнаходження (поштова адреса) емітента

Міжміський код та телефон

Факс

E-mail

Основні види діяльності (код)

Кількість акціонерів

Чисельність працівників у емітента на кінець звітного періоду

Статутний капітал, тис. грн.

Номінальна вартість простої акції, грн.

Кількість простих акцій, шт.

Частка простих акцій у статутному капіталі, %

Кількість привілейованих акцій, шт.

Частка привілейованих акцій у статутному капіталі, %

Сумарна вартість непогашених облігацій за номінальною вартістю,
тис. грн.

Дата проведення останніх зборів акціонерів (для ВАТ)

Адреса, за якою слід звертатися з питань ознайомлення з річним звітом
емітента

Дата початку виплати дивідендів (якщо вони виплачуюватимуться)

Дата завершення виплати дивідендів

Дата початку виплати відсотків за облігаціями

Дата завершення виплати відсотків за облігаціями

Дата погашення облігацій

Перелік юридичних осіб, послугами яких користується емітент

Юридична особа	Найменування	Місцезнаходження	Номер ліцензії (дозволу)
Реєстратор емітента Зберігач цінних паперів Депозитарій емітента Торговці цінними паперами, з якими укладено договори на розміщення випусків цінних паперів Юридичні особи, уповноважені емітентом продавати (купувати) його цінні папери Юридичні особи, уповноважені емітентом виплачувати дохід за його цінними паперами Аудитори (аудиторські фірми), які надають аудиторські послуги емітенту			

Основні показники фінансово-господарської діяльності

Показник	Значення у період	
	звітний	попередній
1	2	3
Чистий дохід (виручка) від реалізації продукції (товарів, виконання робіт, надання послуг), тис. грн.		
Собівартість реалізованої продукції (товарів, виконання робіт, надання послуг), тис. грн.		
Чистий прибуток (збиток), тис. грн.		
Необоротні активи, тис. грн.		
Оборотні активи, тис. грн.		
Довгострокові зобов'язання, тис. грн.		
Поточні зобов'язання, тис. грн.		

1	2	3
<p>Частка чистого прибутку, спрямована на виплату дивідендів на привілейовані акції, тис. грн.</p> <p>Середньорічна кількість простих акцій, шт.</p> <p>Чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію, грн.</p> <p>Дивіденди, нараховані на одну просту акцію, грн.</p> <p>Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп акцій протягом періоду, тис. грн.</p> <p>Кількість акцій, викуплених емітентом протягом періоду, шт.</p> <p>Загальна сума коштів, витрачених емітентом на викуп облігацій протягом періоду, тис. грн.</p> <p>Сума сплачених відсотків за облігаціями, тис. грн.</p> <p>Кількість облігацій, викуплених емітентом протягом періоду, шт.</p>		

ОСНОВНІ ВІДОМОСТІ ПРО ЕМІТЕНТА

Ідентифікаційні реквізити, місцезнаходження та засоби зв'язку емітента

Повне найменування
Скорочене найменування
Організаційно-правова форма
Код за ЄДРПОУ
Код території за КОАТУУ
Територія (область)
Район
Поштовий індекс
Населений пункт
Вулиця, будинок
Міжміський код та телефон
Факс
E-mail
www-адреса

Інформація про державну реєстрацію емітента

Номер свідоцтва
Дата видачі
Орган, що видав свідоцтво
Зареєстрований статутний капітал, грн.

Банківські установи, що обслуговують емітента

Найменування банку (відділення банку),
який обслуговує емітента за основним
поточним рахунком
МФО банку
Найменування банку (відділення банку),
який обслуговує емітента за валютним
рахунком
МФО банку

Основні види діяльності

Код за ЗКГНГ	Вид діяльності*

* Найменування кожного виду діяльності вводиться тільки в один рядок таблиці.

Інформація про одержання ліцензії (дозволи) на окремі види діяльності*

Вид діяльності	Номер ліцензії (дозволу)	Дата видачі	Державний орган, що видав ліцензію (дозвіл)	Дата закінчення дії ліцензії (дозволу)

* Інформація про кожну ліцензію (дозвіл) вводиться тільки в один рядок таблиці.

Відомості щодо належності емітента будь-яким об'єднанням підприємств

Найменування	Місцезнаходження (поштова адреса)
Асоціації:	
Корпорації:	
Консорціуми:	
Концерни:	
Інші об'єднання за галузевим, територіальним та іншими принципами	

Інформація про власників іменних цінних паперів емітента

Кількість акціонерів (засновників) — юридичних осіб, чол.

Частка акцій, які належать юридичним особам,

% їх загальної кількості

Кількість акціонерів (засновників) — фізичних осіб

Частка акцій, що належать фізичним особам,

% їх загальної кількості

Кількість замовлених бланків сертифікатів цінних паперів, шт.

У тому числі сертифікатів:

акцій

облігацій

Кількість виданих власникам сертифікатів цінних паперів, шт.

У тому числі сертифікатів:

акцій

облігацій

Інформація про чисельність працівників та оплату їх праці

Показник	Значення фактично за період
Середньооблікова чисельність штатних працівників облікового складу, чол.	
Середня чисельність позаштатних працівників та сумісників, чол.	
Чисельність працівників, які працюють на умовах неповного робочого часу (дня, тижня), чол.	
Фонд оплати праці, тис. грн.	

Інформація про посадових осіб емітента*

№ п/п	Посада	Прізвище, ім'я та по батькові**	Рік народження	Освіта	Стаж керівної роботи, років	Назва підприємства та попередня посада, яку обіймав

Примітки:

* Зазначаються голова та члени виконавчого органу (правління), голова ревізійної комісії, голова та члени ради товариства (спостережної ради) та головний бухгалтер.

** Інформація щодо кожної посадової особи вводитьься тільки в один рядок таблиці. У примітках обґрунтовуються зміни у їх персональному складі, наводиться інформація про наявність у посадових осіб емітента непогашеної судимості за корисливі та посадові злочини.

Інформація про осіб, які володіють 5 % і більше акцій емітента

Найменування юридичної особи	Код за ЄДРПОУ	Місце знаходження	Дата внесення до реєстру	Кількість акцій, шт.	Частка акцій, які належать особі, % загальної кількості акцій	Кількість акцій за видами, шт.			
						прості іменні	прості на пред'явника	привілейовані іменні	привілейовані на пред'явника

Прізвище, ім'я та по батькові фізичної особи	Дата внесення до реєстру	Кількість акцій, шт.	Частка акцій, які належать особі, % загальної кількості акцій	Кількість за видами акцій, шт.			
				прості іменні	прості на пред'явника	привілейовані іменні	привілейовані на пред'явника
Разом							

Інформація про володіння посадовими особами емітента акціями емітента *

Посада	Прізвище, ім'я та по батькові посадової особи	Дата внесення до реєстру	Кількість акцій, шт.	Частка акцій, які належать особі, % загальної кількості акцій	Кількість акцій за видами, шт.			
					прості іменні	прості на пред'явника	привілейовані іменні	привілейовані на пред'явника
Разом								

* Ззначаються голова та члени виконавчого органу (правління), голова та члени ради товариства (спостережної ради) і головний бухгалтер.

Інформація про останню за часом публікацію звіту емітента

Найменування друкованого органу

Передплатний індекс

Тираж

Дата публікації звіту

Інформація про загальні збори акціонерів (для ВАТ)

Види загальних зборів*	Місце проведення	Дата проведення	Кворум зборів**, %	Питання порядку денного:
Чергові				
Позачергові				

* Поставити помітку "X" у відповідній графі.

** У відсотках загальної кількості голосів відповідно до статуту товариства.

Інформація про дивіденди

Дата закриття реєстру для виплати дивідендів

(якщо вони виплачуюватимуться)

Дати виплати дивідендів (початку)

Дати виплати дивідендів (закінчення)

Інформація про юридичних осіб, послугами яких користуються емітенти*

Найменування

Організаційно-правова форма

Код за ЄДРПОУ

Код території за КОАТУУ

Територія (область)

Район

Поштовий індекс

Населений пункт

Вулиця, будинок

Міжміський код та телефон

Факс

E-mail

www-адреса

Номер ліцензії (дозволу) на цей вид діяльності

Дата видачі ліцензії (дозволу)

Державний орган, що видав ліцензію

* Інформація про реєстратора, зберігача, депозитарію, торговців цінними паперами, з якими укладено договори про розміщення випусків останніх (щодо кожного інформація вводитьься окремо), юридичних осіб, уповноважених емітентом продавати (купувати) його цінні папери, юридичних осіб, уповноважених емітентом виплачувати дохід за його цінними паперами, аудиторів (аудиторські фірми), які надають аудиторські послуги емітенту, юридичних осіб, які надають юридичні послуги емітенту, юридичних осіб, які надають страхові послуги емітенту. Дані щодо кожної юридичної особи наводяться окремо в зазначеній формі.

Інформація про істотні факти*, що траплялися протягом року

Дата реєстрації повідомлення**	Стислий опис

* Особлива інформація відповідно до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу”.

** Дата реєстрації повідомлення про особливу інформацію в Комісії.

ВІДОМОСТІ ПРО ЦІННІ ПАПЕРИ ЕМІТЕНТА

Інформація про випуски акцій

Дата реєстрації емісії	Номер свідоцтва про реєстрацію емісії	Орган, що зареєстрував емісію	Вид акцій	Форма випуску	Номінальна вартість, грн.	Кількість акцій, шт.	Сума за номіналом, грн.	Частка у статутному капіталі, %

Інформація про облигації емітента
(для кожного непогашеного випуску облигацій)

1. Процентні облигації

Дата реєстрації емісії	Номер свідоцтва про реєстрацію емісії	Орган, що зареєстрував емісію	Номінальна вартість, грн.	Кількість у випуску, шт.	Форма випуску	Сума випуску за номіналом, грн.	Процентна ставка, %	Термін виплати відсотків	Дата погашення облигацій

2. Дисконтні облигації

Дата реєстрації емісії	Номер свідоцтва про реєстрацію емісії	Орган, що зареєстрував емісію	Номінальна вартість, грн.	Кількість у випуску, шт.	Форма випуску	Сума випуску за номіналом, грн.	Дата погашення облигацій

3. Цільові (безпроцентні) облигації

Дата реєстрації емісії	Номер свідоцтва про реєстрацію емісії	Орган, що зареєстрував емісію	Номинальна вартість, грн.	Кількість у випуску, шт.	Форма випуску	Сума випуску за номіналом, грн.	Товар (послуга), під який здійснено емісію	Дата погашення облигацій

**Інформація про інші цінні папери, випущені емітентом
(емісія яких підлягає реєстрації)**

Дата емісії	Вид цінних паперів	Обсяг випуску	Обсяг розміщених цінних паперів на звітну дату, грн.	Умови обігу та погашення

ОПИС БІЗНЕСУ

Основні чинники, що впливають на діяльність емітента

Чинники	Опис проблем	Ступінь впливу на діяльність емітента *			Прогнозовані зміни, що мають вплинути на підприємство
		незначний	середній	значний	
Політичні Фінансово-економічні Виробничо-технологічні Соціальні Екологічні					

* У відповідній графі проставляється позначка "x" .

Інформація про найвпливовіших конкурентів з основної продукції

Назва і вид продукції *	Конкурент	Країна походження конкурента	Ступінь впливу на діяльність емітента **		
			незначний	середній	значний

* До переліку заносяться дані про продукцію (товари, виконані роботи, надані послуги), обсяги реалізації якої становлять 10 % і більше загального обсягу реалізації.

** У відповідній графі проставляється позначка "x" .

**Інформація про основну продукцію, яку виробляє
(послуги, що надає) емітент**

Назва продукції (виду продукції)*	Торговельні марки, під якими здійснюється збут продукції	Патентний та інший правовий захист продукції (винаходи та ліцензії, які використовуються у продукції)	Код товару (товарної групи) за ТН ЗЕД**	Одиниця вимірювання	Обсяг виробництва, натур. од.	Обсяг виробництва у грошовому виразі (у діючих цінах), тис. грн.	Чистий дохід (виручка) від реалізації за звітний період, тис. грн.
Інші товари (послуги)							
Разом							

* До переліку заносяться дані про продукцію (товари, виконані роботи, надані послуги), обсяги виробництва або реалізації якої становлять 10 % і більше загального обсягу (у вартісному вираженні).

** ТН ЗЕД — “Товарна номенклатура зовнішньоекономічної діяльності”.

**Інформація про сировинну базу та основні характеристики споживачів
продукції (послуг) емітента та розподіл споживачів за регіонами України
та на зовнішніх ринках**

Назва продукції (виду продукції)*	Сировинна база для виробництва** (України, країни СНД, далекого зарубіжжя)	Частка в загальному обсязі реалізації (за регіонами), %		
		Україна	Країни СНД та Балтії	Країни далекого зарубіжжя
Разом				

* До переліку заносяться дані про продукцію (товари, виконані роботи, надані послуги), обсяги реалізації якої становлять 10 % і більше загального обсягу реалізації.

** Заповнюють емітенти, які займаються виробництвом.

**ВІДОМОСТІ ПРО МАЙНОВИЙ СТАН
І ФІНАНСОВО-ГОСПОДАРСЬКУ ДІЯЛЬНІСТЬ ЕМІТЕНТА**

Інформація про основні засоби емітента (за залишковою вартістю)

тис. грн.

Основний засіб	Основні засоби					
	власні		орендовані		разом	
	на поча- ток періоду	на кінець періоду	на поча- ток періоду	на кінець періоду	на поча- ток періоду	на кінець періоду
1. Виробничого призначення: будівлі і споруди машини і устаткування транспортні засоби інші						
2. Невиробничого призначення: будівлі і споруди машини і устаткування транспортні засоби інші						
Разом						
Пояснення:						

Інформація про зобов'язання емітента

Вид зобов'язання	Дата виникнення	Непогашена частина боргу, тис. грн.	Відсоток за користування коштами	Дата погашення
Кредити банку	×		×	×
У тому числі:				
зобов'язання за цінними паперами	×		×	×
У тому числі:				
за облігаціями (за кожним випуском)	×		×	×
за вексялями (разом)	×		×	×
за фінансовими інвестиціями в корпоративні права (за кожним видом)	×		×	×
Податкові зобов'язання	×		×	×
Фінансова допомога на зворотній основі	×		×	×
Інші зобов'язання	×		×	×
Зобов'язання разом	×		×	×

Список використаної та рекомендованої літератури

1. *Закон України* “Про бухгалтерській облік і фінансову звітність в Україні” // Все про бух. облік. — 2000. — № 11. — С. 3-6.
2. *Закон України* “Про господарські товариства” від 19.09.91 №1576-12 // ВВР України. — 1991. — № 49.
3. *Закон України* “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” // Уряд. кур’єр. — 1996. — № 223–224.
4. *Закон України* “Про захист економічної конкуренції” // Уряд. кур’єр. — 2001. — № 50.
5. *Закон України* “Про обіг векселів в Україні” // Уряд. кур’єр. — 2001. — № 78.
6. *Закон України* “Про оподаткування прибутку підприємств” // ВВР України. — 1995. — № 4.
7. *Закон України* “Про приватизацію майна державних підприємств” // ВВР України. — 1992. — № 24.
8. *Закон України* “Про цінні папери і фондову біржу” // ВВР України. — 1991. — № 38.
9. *Інструкція* про порядок заповнення звіту представника органу, уповноваженого управляти відповідними державними корпоративними правами в органах управління господарських товариств: Затв. Наказом Фонду держмайна України 29.05.2000 № 1109.
10. *Методика* оцінки державних корпоративних прав: Затв. Постановою Кабінету Міністрів України від 02.08.99 № 1406 // Уряд. кур’єр. — 1999. — 12 жовт.
11. *Положення* про надання регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами — емітентами облігацій: Затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.01.2000 № 3 // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 2000. — № 6. — С. 34–45.
12. *Положення* про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформації про їх емісію: Затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 12.02.98 № 36 // Уряд. кур’єр. — 1998. — 4 черв.
13. *Положення* про порядок розрахунку початкової ціни пакетів акцій ВАТ // Уряд. кур’єр. — 2000. — № 73.

14. *Положення* (стандарти) бухгалтерського обліку // Все про бух. облік. — 2000. — № 11. — С. 65–101.
15. *Порядок* продажу пакетів акцій ВАТ, створених у процесі приватизації, що належать державі, у вигляді депозитарних розписок на міжнародних фондових ринках: Затв. Постановою Кабінету Міністрів України від 21.07.99 № 1320 // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 1999. — № 10. — С. 39.
16. *Про управління* державними корпоративними правами: Постанова Кабінету Міністрів України від 15.05.2000 № 791 // Уряд. кур'єр. — 2000. — № 112.
17. *Про холдингові* компанії, які створюються в процесі корпоратизації і приватизації: Указ Президента України від 11.05.94 № 224/94 // Уряд. кур'єр. — 1994. — № 76–77.
18. *Анохин С.* Особенности управления корпоративными финансами // Фин. бизнес. — 2000. — № 6. — С. 23–28.
19. *Анохин С.* Управление финансовыми активами // Фин. бизнес. — 2000. — № 7. — С. 21–28.
20. *Бондар О. М., Мендрул О. Г.* Сукупна вартість підприємств у процесі масштабної грошової приватизації // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 2000. — № 5. — С. 70–75.
21. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. — М.: Олимп-бизнес, 1997.
22. *Бриггем С.* Основы финансового менеджмента: Пер. з англ. — К.: Молодь, 1997.
23. *Бухалков М. И.* Внутрифирменное планирование: Учебник. — М.: ИНФРА-М, 1999.
24. *Вінник О. М., Щербина В. С.* Акціонерне право: Навч. посіб. — К.: Атіка, 2000.
25. *Вітлінський В. В., Пернарівський О. В., Баранова А. В.* Оцінка кредитоспроможності позичальника та ризику банку // Фінанси України. — 1999. — № 12. — С. 91–103.
26. *Войцеховський Й. В.* Про деякі питання створення та приватизації холдингових компаній // Про приватизацію: Держ. інформ. бюл. — 1999. — № 9. — С. 64–65.
27. *Горбунов А. Р.* Холдинговые предприятия и дочерние фирмы. — М.: Анкил, 1994.
28. *Гридчина М. В.* Финансовый менеджмент: Курс лекций. — К.: МАУП, 1999.
29. *Иванов А. Н.* Акционерные общества: управление капиталом и дивидендная политика. — М.: ИНФРА-М, 1996.
30. *Іменітова О.* Методи оцінки ринкової вартості акцій // Ринок цінних паперів. — 1997. — № 20. — С. 5–8.

31. *Карбовник О. І.* Шляхи фінансування акціонерних підприємств в Україні // *Фінанси України*. — 1998. — № 5. — С. 82–85.
32. *Касимов Ю. Ф.* Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. — М.: Филинь, 1998.
33. *Киячков А. А.* Немецкий рынок ценных бумаг, его инструменты и индексы // *Финансы и кредит*. — 1999. — № 8. — С. 14–20.
34. *Коломина-Труман М., Бараховский А.* Опыт регулирования фондового рынка в Великобритании // *Финансы и кредит*. — 1999. — № 7. — С. 14–21.
35. *Короленко М. В.* Дивідендна політика акціонерного товариства // *Фінанси України*. — 2000. — № 2. — С. 58–63.
36. *Кучеренко В.* Національний ринок — Terra Incognita? // *Економіка, фінанси, право*. — 1999. — № 7. — С. 22–24.
37. *Кучеренко В.* Рейтинги ПФТС: Тільки індикатори ринку, чи інструменти формування прибутків // *Економіка, фінанси, право*. — 2000. — № 1. — С. 27–31.
38. *Ли Ченг Ф., Финнерти Джозеф И.* Финансы корпораций: теория, методы, практика. — М.: ИНФРА-М, 2000.
39. *Линніков В. М., Глуценко С. В.* Методологічні принципи аналізу суті фондового ринку в цілому та України зокрема // *Фінанси України*. — 1998. — № 3. — С. 92–101.
40. *Лупенко Ю. О.* Формування контрольних пакетів акцій акціонерних товариств // *Фінанси України*. — 1997. — № 9. — С. 98–101.
41. *Лялин С.* Перспективы развития российской рынка корпоративных облигаций // *Фин. бизнес*. — 1999. — № 11. — С. 24–31.
42. *Малишев Б.* Правові аспекти управління відкритим акціонерним товариством // *Економіка, фінанси, право*. — 1999. — № 8. — С. 25–29.
43. *Мамічева Л.* Акціонерні товариства в Україні: зародження та сучасний стан // *Економіка, фінанси, право*. — 1998. — № 9. — С. 7–9.
44. *Мишкін Ф. С.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: Пер. з англ. — К.: Основи, 1998. — 956 с.
45. *Мозговий О.* Фондовий ринок нарощує м'язи // *Уряд. кур'єр*. — 2000. — № 9. — С. 4.
46. *Мозговий О.* Фондовий ринок України: сучасний стан // *Уряд. кур'єр*. — 2000. — № 140. — С. 5.
47. *Муравйов А., Савулькін Л.* Корпоративне управління та його вплив на поведінку приватизованих підприємств // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 1999. — № 1. — С. 51–56.
48. *Нарский В., Красв А., Коньков И.* Американские депозитарные расписки — средство привлечения зарубежных инвестиций // *Фин. бизнес*. — 1999. — № 11. — С. 44–47.
49. *Нікбахт Е., Гропеллі А.* Фінанси: Пер. з англ. — К.: Вік; Глобус, 1992.

50. *Основы корпоративных финансов*: Пер. с англ. / С. Росс и др. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.
51. *Павлова Л. Н.* Финансы предприятий. — М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998.
52. *Петруня Ю. С.* Індивідуальні інвестори на ринку акцій України: мотиви діяльності // *Фінанси України*. — 1999. — № 5. — С. 11–15.
53. *Пишпек С. И.* Корпоративные отношения в экономике Украины: концентрация собственности и эффективное управление // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 1999. — № 12. — С. 65–66.
54. *Попов В. М., Романишин В. О.* Ринок цінних паперів у відтворювальному процесі перехідної економіки // *Фінанси України*. — 1998. — № 8. — С. 119.
55. *Ромашко О. Ю., Бурмака М. О.* Контроль за дотриманням законодавства про цінні папери як чинник поліпшення інвестиційного клімату в Україні // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 2000. — № 6. — С. 51–56.
56. *Савин В.* Корпоративные облигации как средство привлечения капитала // *Финансист*. — 1999. — № 7. — С. 28–34.
57. *Савчук В. П., Скрипник Р. А.* Порівняльний аналіз підходів до оцінки вартості акціонерного капіталу та можливості їх застосування // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 2000. — № 2. — С. 54–57.
58. *Сахарова О.* Зловживання в акціонерних товариствах: спроби класифікації // *Економіка, фінанси, право*. — 1999. — № 7. — С. 34–36.
59. *Сірош М. В.* Перспективи підвищення ефективності корпоративного сектора економіки та корпоративного управління // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 2000. — № 2. — С. 73–75.
60. *Сірош М. В., Абляімов Р. С.* Вплив учасників ринку цінних паперів на корпоративне управління // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 1999. — № 4. — С. 29–32.
61. *Стецько М. В., Юрій І. С.* Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи // *Фінанси України*. — 2000. — № 4. — С. 54–58.
62. *Суржик В. Г.* Акціонування й управління акціонерним капіталом // *Фінанси України*. — 1999. — № 1. — С. 82–85.
63. *Суторміна В. М., Федосов В. М., Рязанова Н. С.* Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посіб. — К.: Либідь, 1993.
64. *Тарнавский В.* Путь на вершину // *Рынок капитала*. — 2000. — № 1–2. — С. 18–22.
65. *Тарнавский В.* Тихий переворот в корпоративном управлении // *Рынок капитала*. — 2000. — № 19–20. — С. 15–19.
66. *Тарнавский В.* Управляющие становятся акционерами // *Рынок капитала*. — 1999. — № 22. — С. 29–30.
67. *Терещенко О. О.* Фінансові джерела санації підприємств // *Фінанси України*. — 1999. — № 9. — С. 52–63.

68. *Третяк О. І.* Конвертовані облігації та невикористані можливості // *Фінанси України*. — 1999. — № 6. — С. 42–46.
69. *Тюрина А. В.* Инвестиции в инновации: мировой опыт и российские реалии // *Финансы и кредит*. — 2000. — № 6. — С. 15.
70. *Тюрина А. В.* Инновационное инвестирование: пути развития // *Финансы и кредит*. — 2000. — № 3. — С. 30–36.
71. *У пошуках кращого директора: корпоративне управління в перехідній та ринковій економіках*: Пер. з англ. — К.: Основи, 1996.
72. *Фінансова звітність за національними положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку*: Практ. посіб. — Донецьк: ООО “Баланс-Клуб”, 2000.
73. *Хелферт Э.* Техника финансового анализа: Пер. с англ. — М.: Аудит, ЮНИТИ, 1996.
74. *Шкильняк М. М.* Эффективное управление акционерными обществами — один из путей их экономического роста // *Про приватизацію: Держ. інформ. бюл.* — 1999. — № 12. — С. 58–61.
75. *Roll R.* A critique of the asset pricing theory's test // *J. Financ. Econ.* — N 3. — P. 129–176.

ЗМІСТ

<i>Передмова</i>	3
Розділ 1. Особливості організації і функціонування корпорацій	5
1.1. Фінансові аспекти організації і реорганізації акціонерних товариств	5
1.2. Роль корпоративного управління в забезпеченні інтересів акціонерів	19
1.3. Формування і розвиток корпоративних відносин в Україні	29
1.4. Механізм управління державними корпоративними правами	41
Розділ 2. Корпоративні цінні папери на ринку капіталу	46
2.1. Види корпоративних цінних паперів та їх особливості	46
2.2. Операції з корпоративними цінними паперами на фондовому ринку	62
2.3. Формування і розвиток в Україні ринку корпоративних цінних паперів	70
2.4. Державне регулювання випуску та обігу корпоративних цінних паперів у зарубіжних країнах і в Україні	75
Розділ 3. Фінансова звітність корпорації і її аналіз	83
3.1. Склад і особливості складання фінансової звітності АТ	83
3.2. Консолідована фінансова звітність	90
3.3. Показники, що визначають положення корпорації на фондовому ринку	93
Розділ 4. Вартість капіталу корпорації	105
4.1. Визначення вартості капіталу та активів з урахуванням фактору часу	105
4.2. Сучасні теорії визначення ціни фінансових активів	112
4.3. Середньозважена і гранична вартості капіталу	122
4.4. Сучасні підходи до оцінки акціонерного капіталу	126
Розділ 5. Структура капіталу і вибір джерел залучення додаткового капіталу	133
5.1. Розвиток теорій структури капіталу	133
5.2. Ризик і структура капіталу	136
5.3. Взаємозв'язок дивідендної політики і структури капіталу	144

<i>Розділ 6. Стратегічне і поточне фінансове планування в корпорації</i>	156
6.1. Стратегічні напрямки розвитку і об'єкти планування	156
6.2. Методи розробки прогнозних фінансових документів	165
6.3. Поточне фінансове планування	174
6.4. Планування фінансової санації	181
<i>Розділ 7. Фінансова діяльність транснаціональних корпорацій</i>	186
7.1. Фінансові особливості діяльності транснаціональних корпорацій	186
7.2. Планування капіталовкладень транснаціональних корпорацій	192
<i>Додатки</i>	197
<i>Список використаної та рекомендованої літератури</i>	225

Characteristics of organization and function of joint-stock companies, financial aspects of development the joint-stock form of management in Ukraine, mechanism of state corporate rights development is given in this manual. Types of corporate securities and operations with them at stock market; state of the securities market in Ukraine today; state regulation forms of corporate securities issue and flows; features of joint-stock companies financial reporting; methods of finance indexation determination are stated in this manual. Theoretical and practical approaches to incorporation capital cost and structure determination are analysed.

It is meant for students of economical specialities, experts of finance and economical services and enterprise directors.

Навчальне видання
Грідчина Марина Володимирівна
КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ
(зарубіжний досвід і вітчизняна практика)

Навчальний посібник
2-ге видання, стереотипне

Education edition
Gridchina, Maryna V.
CORPORATE FINANCES
(foreign experience and domestic practice)

Educational manual
2nd edition, stereotype

Відповідальний редактор *І. В. Хронюк*
Редактор *В. В. Жигун*
Коректори *Б. В. Хитровська, І. В. Точаненко*
Комп'ютерна верстка *А. В. Цебренко*
Оформлення обкладинки *М. В. Куліков*

Рестраційне свідоцтво ДК № 8 від 23.02.2000

Підп. до друку 31.10.02. Формат 60×84/16. Папір газетний. Друк офсетний.
Ум. друк. арк. 13,5. Обл.-вид. арк. 14,0. Тираж 8000 пр. Зам. № 2-1255

Міжрегіональна Академія управління персоналом (МАУП)
03039 Київ-39, вул. Фрометівська, 2, МАУП

ДП "Експрес-Поліграф"
04080 Київ-80, вул. Фрунзе, 47/2