

Міністерство освіти і науки України  
Національний університет «Полтавська політехніка імені Юрія Кондратюка»

ІНІ фінансів, економіки, управління та права  
Кафедра фінансів, банківського бізнесу та оподаткування



# ФІНАНСИ КОРПОРАЦІЙ

## Навчальний посібник



Полтава 2025

УДК 336(075.8)  
ББК 65.291-93я73  
Ф 59

**Рецензенти:**

**Віталій СЕРЖАНОВ** – доктор економічних наук, доцент,  
декан економічного факультету Ужгородського національного  
університету

**Ірина ЧИЧКАЛО-КОНДРАЦЬКА** – доктор економічних наук, професор,  
завідувач кафедри міжнародних економічних відносин та туризму  
Національного університету «Полтавська політехніка імені Юрія  
Кондратюка»

**Птащенко Л.О.** Фінанси корпорацій: навч. посіб. Полтава, НУПП. 2025.  
150 с.

У навчальному посібнику розглядаються теоретичні основи функціонування фінансів корпорацій, моделі корпоративного управління та діяльності корпорацій і посередників на ринку цінних паперів. Висвітлюються питання управління структурою та вартістю корпоративного капіталу. Викладено прийоми та методи забезпечення прав інвесторів і кредиторів у процесі реорганізації корпорацій. Подано практичні підходи до управління ціною і структурою корпоративного капіталу, забезпечення корпоративних прав, оцінювання фінансових інструментів інвестування.

Для здобувачів вищої освіти спеціальності D2 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» першого (бакалавр) рівня вищої освіти. Буде корисним для фахівців у сфері корпоративного управління.

Затверджено науково-методичною  
комісією ННІ фінансів, економіки,  
управління та права

© Птащенко Л. О., 2025 рік

© Національний університет імені Юрія  
Кондратюка, 2025 рік

## ЗМІСТ

ПЕРЕДМОВА.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ ТА УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ КОРПОРАЦІЙ	
Тема 1. ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ.....	6
1.1. Фінансова система та її елементи. Фінансовий ринок .....	6
1.2. Корпоративні утворення та їх роль у національній економіці. Поняття, види господарських товариств .....	9
1.3. Переваги і недоліки корпоративної форми організації підприємництва .....	11
1.4. Предмет і сутність фінансів корпорацій.....	12
1.5. Фінансові аспекти корпоративного управління.....	14
1.6. Зарубіжний досвід розвитку фінансових відносин у корпораціях.....	15
Тема 2. ФІНАНСОВИЙ РИНОК ТА НАВКОЛИШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ. ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ КОРПОРАЦІЇ .....	18
2.1. Фондовий ринок як основна складова фінансового ринку корпорацій..	18
2.2. Роль та місце фінансів у корпорації. Фінансове навколишнє середовище.....	25
2.3. Принципи організації фінансових корпорацій.....	26
2.4. Напрями формування корпоративних фінансів.....	27
2.5. Рух фінансових ресурсів.....	28
2.6. Функції фінансів та фінансова політика корпорації.....	29
Тема 3. УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ КОРПОРАЦІЇ.....	34
3.1. Теорії управління корпоративним капіталом.....	34
3.2. Акціонерний капітал, його формування та складові.....	35
3.3. Ціна капіталу та складових, що її формують.....	39
3.4. Маржинальна (гранична) вартість капіталу.....	42
3.5. Політика корпорацій щодо структури капіталу.....	43
3.6. Зміна величини статутного капіталу акціонерного товариства.....	46
Тема 4. ЕМІСІЯ АКЦІЙ ТА ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОРПОРАЦІЇ.....	50
4.1. Етапи формування емісійної політики корпорації.....	50
4.2. Основні типи дивідендної політики.....	52
4.3. Фактори, що характеризують інвестиційні можливості корпорації.....	54
Тема 5. ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ КОРПОРАЦІЇ, ЙОГО ФУНКЦІЇ ТА МЕТОДИ.....	56
5.1. Поняття фінансового менеджменту корпорації та його функції.....	56
5.2. Методи фінансового менеджменту корпорації.....	60
5.3. Фінансовий аналіз стратегічного розвитку корпорації.....	62
5.4. Фінансове планування.....	64
5.5. Аналіз руху фінансових ресурсів.....	65
Тема 6. РЕЗЕРВИ КОРПОРАЦІЇ ТА ЗАХИСНІ ФУНКЦІЇ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ.....	73
6.1. Функції власного капіталу.....	73

6.2. Види резервного капіталу та джерела його формування.....	74
6.3. Санація балансу.....	76

## РОЗДІЛ 2

### СИСТЕМА РЕАЛІЗАЦІЇ ІНСТИТУТУ КОРПОРАТИВНИХ І ПЕРЕВАЖНИХ ПРАВ ВЛАСНИКІВ. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ

Тема 7. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ. ФІНАНСОВІ ПОСЕРЕДНИКИ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ.....	77
7.1. Поняття цінних паперів, їх класифікація та категорії.....	77
7.2. Вимоги до цінних паперів.....	79
7.3. Функції цінних паперів.....	80
7.4. Фінансові посередники на ринку цінних паперів.....	80
Тема 8. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ КОРПОРАЦІЙ. ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ МАТЕМАТИКИ.....	83
8.1. Сутність і класифікація інвестицій корпорації.....	83
8.2. Оцінювання доцільності фінансових інвестицій, методи оцінювання. Формування портфеля цінних паперів та управління ним.....	85
8.3. Моделі оптимізації інвестиційного портфеля.....	89
8.4. Концепція і методичний інструментарій оцінювання вартості грошей у часі за схемою простих і складних відсотків.....	92
8.5. Базова модель оцінювання фінансових активів (DCF-модель).....	96
8.6. Моделі оцінювання облігацій. Визначення поточної вартості акцій.....	97
Тема 9. КОРПОРАТИВНІ ПРАВА ТА КУРСИ АКЦІЙ.....	104
9.1. Статутний капітал і корпоративні права.....	104
9.2. Балансовий і ринковий курси акцій.....	105
9.3. Курс емісії корпоративних прав.....	106
9.4. Переважне право власників на придбання акцій .....	108
Тема 10. ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ: ОПЦІОНИ ТА ВАРАНТИ.....	108
10.1. Поняття «опціон». Опціони покупця й опціони продавця.....	108
10.2. Фактори, які впливають на ціну опціонів.....	110
10.3. Поняття та види варантів. Вартість варантів.....	111
10.4. Вигоди для корпорації.....	112
Тема 11. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ КОРПОРАЦІЇ.....	114
11.1. Загальні поняття та передумови реорганізації.....	114
11.2. Укрупнення корпорації.....	116
11.3. Реорганізація корпорації, спрямована на її розукрупнення.....	118
11.4. Перетворення корпорації .....	119
Тема 12. РЕЙДЕРСТВО. ІНСТРУМЕНТАРІЙ ПРОТИДІЇ РЕЙДЕРСТВУ.....	
12.1. Історична довідка та теоретичні засади рейдерства.....	
12.2. Рейдерство в Україні.....	
12.3. Інструментарій протидії рейдерству.....	
ПРАКТИКУМ.....	121
РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА.....	137

## ПЕРЕДМОВА

Формування в Україні економіки ринкового типу та виникнення корпоративних утворень, і зокрема, бізнесу, котрий працює на засадах злиття капіталів, потребує глибокого вивчення питань, пов'язаних з фінансами корпорацій, корпоративним управлінням, яке склалося в успішно функціонуючих країнах, формування власної корпоративної моделі управління фінансами і бізнесом, здатної забезпечувати інтереси власників, а також контрагентів корпорацій, зміцнювати конкурентні позиції та фінансову стійкість бізнесу.

Розвиток та вдосконалення методів управління корпоративними фінансами є актуальнішими питаннями для вітчизняного бізнесу, заснованого у вигляді корпорацій. Сприйняття та практичне втілення сучасних методів корпоративного управління може не тільки зменшити негативні тенденції у діяльності корпорацій, а й вдосконалити систему економічних відносин, забезпечити відчутний соціальний ефект, що підвищить інвестиційну привабливість та конкурентоздатність українських корпорацій.

Управління фінансами корпорацій передбачає застосування принципів, методів і прийомів для формування, розподілу і використання фінансових ресурсів, що є у розпорядженні акціонерних товариств та інших корпоративних утворень, з метою одержання найбільшої вигоди від їх функціонування для власників та стейкхолдерів.

Домінуюче становище корпоративного сектора в Україні поставило на порядок денний питання підготовки спеціалістів, обізнаних зі світовими науковими досягненнями та практикою управління фінансами корпорацій.

Навчальний посібник, у якому подано курс фінансів корпорацій, розкриває багато теоретичних і практичних питань, пов'язаних з фінансами корпорацій, доповнює навчальну та наукову літературу з питань фінансового менеджменту і корпоративного управління.

У відповідності до авторської концепції, посібник структурований за кредитно-модульною системою, тематичний курс складається з двох розділів (тематичних модулів) і практичної частини. Теми містять контрольні запитання і завдання, що підвищує роль самостійної роботи здобувачів вищої освіти.

Цей навчальний посібник адресований, у першу чергу, здобувачам спеціальності D2 «Фінанси, банківська справа, страхування та фондовий ринок» першого (бакалавр) рівня вищої освіти. Буде корисним для фахівців у сфері корпоративного управління.

## **РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ ТА УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ АКТИВАМИ КОРПОРАЦІЙ**

### **Тема 1. ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ФІНАНСІВ**

- 1.1. Фінансова система та її елементи. Фінансовий ринок
- 1.2. Корпоративні утворення та їх роль у національній економіці. Поняття, види господарських товариств
- 1.3. Переваги і недоліки корпоративної форми організації підприємництва
- 1.4. Предмет і сутність фінансів корпорацій
- 1.5. Фінансові аспекти корпоративного управління
- 1.6. Зарубіжний досвід розвитку фінансових відносин у корпораціях

#### **1.1. Фінансова система та її елементи. Фінансовий ринок**

Фінанси являють собою досить складне суспільне явище. Вони охоплюють широке коло обмінно-розподільних відносин, котрі відображаються в грошових потоках різного характеру. При єдиному підході до трактування сутності цих відносин у них виділяються окремі елементи, котрі мають свої характерні ознаки й особливості. Вивчення фінансів ґрунтується як на розумінні їх необхідності, сутності й ролі у суспільстві, так і на детальному засвоєнні конкретних форм фінансових відносин.

*Форми фінансових відносин* – це виділені за певною ознакою складові фінансів. Сукупність цих складових визначається терміном «фінансова система». Як і будь-яка інша система, вона є не простим набором окремих елементів, а сукупністю взаємопов'язаних складових, котрі мають однорідні ознаки.

Фінансова система розглядається з двох аспектів: за внутрішньою (змістовною) структурою та організаційною будовою.

Внутрішня структура фінансової системи відображає об'єктивну сукупність фінансових відносин і є загальною для всіх країн. Вона складається зі сфер і ланок. Сфера характеризує узагальнену за певною ознакою сукупність фінансових відносин, а ланка – їх відокремлену частину.

Сьогодні як у визначенні фінансів, так і у виокремленні їх складових, що становлять основу формування внутрішньої структури фінансової системи, немає єдиного підходу. Але це має цілком логічне пояснення. Фінанси являють собою досить різнобічне явище, що має різні ознаки. Тому, беручи за основу структуризації відмінні ознаки – суб'єкти фінансових відносин, фонди грошових коштів, рівень економічної системи, фінансові органи та інституції, вчені по-різному характеризують і склад фінансової системи. Зрозуміло, що за будь-якого підходу слід, по-перше, дотримуватись єдиної ознаки, а не кількох відразу. По-друге, слід ураховувати, що фінанси – це завжди певною мірою організовані відносини – у законодавчій, інструктивній, статутній, або ж у договірній формах.

Відповідно виділення їх окремих складових може бути обґрунтоване тільки за наявності таких організаційних засад. Вибір ознаки структуризації фінансів має базуватися на повному відображенні всієї сукупності фінансових відносин.

*Фінансова система України включає:*

1) бюджетну систему, яка складається з державного бюджету й місцевих бюджетів;

2) фінанси спеціальних цільових фондів (Пенсійного фонду, фондів соціального страхування, Фонду гарантування вкладів фізичних осіб);

3) кредитну систему, яка включає як державний і муніципальний кредит, так і банківське кредитування;

4) обов'язкове державне страхування, що є формою формування, розподілу й використання цільових грошових фондів, призначених для соціальних, відновлювальних, попереджувальних та інших цілей;

5) фінанси суб'єктів підприємництва як відокремлені грошові фонди, що пов'язані з формуванням, розподілом і використанням грошових фондів держави й місцевого самоврядування.

Зазначені сегменти фінансової системи функціонують як на державному, так і на місцевому рівнях. Крім того, фінансова система України включає також фінансовий ринок та міжнародні фінанси.

Термін «фінанси» походить від латинського «financia», що означає дохід, готівка. У широкому значенні фінанси – це грошові кошти, грошові обороти. Фінанси виникли в період становлення державності.

В умовах розвитку економіки ринкового типу термін «фінанси» став використовуватися в значеннях «грошові доходи», «грошові платежі», «грошовий обіг». Поряд з державними фінансами розвиваються фінанси недержавних підприємств, банківських установ, формуються фінанси громадян.

Отже, *фінанси* – це діяльність суб'єктів, пов'язана з формуванням, розподілом і використанням фінансових ресурсів з метою розв'язання поставлених завдань. До *суб'єктів* фінансових відносин належать державні органи управління, підприємства й установи, громадяни, іноземні інвестори, міжнародні фінансові організації. Цілі, які ставлять перед собою ті чи інші суб'єкти, залежать від сфери їх діяльності, організаційних форм, розвитку відносин з іншими суб'єктами та інших факторів.

*Предметом* фінансів є діяльність суб'єктів, що пов'язана з проведенням мобілізації, розподілом і використанням фінансових ресурсів задля реалізації певної мети. Кожна з цих дій передбачає проведення операцій та використання відповідних важелів.

Фінанси відіграють важливу роль в економічному і соціальному розвитку, зокрема: забезпечують залучення суб'єктами господарської діяльності економічних ресурсів, беруть участь у розподілі ВВП і НП, обіг економічних ресурсів, використовуються як економічні важелі управління та контролю.

*Фінансові ресурси* як об'єкти фінансових відносин – це сукупність фондів, котрі беруть участь у забезпеченні діяльності суб'єктів господарювання і здійснюють обіг у грошовій формі. Фінансові ресурси завжди знаходяться у власності тих чи інших суб'єктів та використовуються для розв'язання поставлених завдань.

Обіг фінансових ресурсів відображається в змінах фінансових активів та зобов'язань. *Фінансові активи* – це активи, які використовуються суб'єктами господарювання в процесі проведення фінансових операцій. До фінансових активів належать кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та права вимоги боргу, які не відносяться до цінних паперів. Цінні папери – це грошові документи, що засвідчують права власності чи відносин позики. До складу коштів входять грошові активи в національній та іноземній валютах, дебіторська заборгованість, фінансові вкладення тощо. Згідно Закону України «Про фінансові послуги та фінансові компанії» *фінансові засоби* – кошти, банківські метали, фінансові інструменти, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до фінансових інструментів.

Фінансові відносини, їх поділ знаходить відображення у побудові фінансової системи. *Фінансова система* – це сукупність окремих сфер фінансових відносин, які пов'язані між собою; їм притаманні централізовані та децентралізовані фонди грошових коштів і є відповідний апарат управління та правове забезпечення. Під фінансовою системою розуміють сукупність фондів фінансових ресурсів, які під час розподілу й перерозподілу ВВП зосереджуються в розпорядженні держави, суб'єктів бізнесу, фінансових установ та домогосподарств для задоволення їх потреб та забезпечення процесів відтворення, а також характеризуються наявністю організаційної цілісності, котра ґрунтується на управлінні та контролі з боку фінансових структур.

Фінанси посідають важливе місце в структурі корпорацій і залучаються у процес господарювання через фінансовий ринок.

*Фінансовий ринок* являє собою систему економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажом або випуском й обігом фінансових активів. Суб'єктами цих відносин виступають держава, а також ті, хто бажає передати у користування вільні фінансові ресурси, ті, які потребують інвестицій, та фінансові посередники, які на стабільній, впорядкованій основі забезпечують перерозподіл фінансових ресурсів серед учасників ринку.

Осіб, які інвестують кошти в діяльність інших суб'єктів ринку, купують певні фінансові активи, називають *інвесторами* та *власниками* фінансових активів – акцій, облігацій, депозитів тощо. Тих, хто залучає вільні фінансові ресурси через випуск та продаж інвесторам активів, називають емітентами таких активів. Кожен фінансовий актив є активом інвестора – власника активу та зобов'язанням того, хто емітував цей актив.

*Фінансовий ринок виконує низку важливих функцій, зокрема:*

1. Фінансовий ринок забезпечує таку взаємодію покупців і продавців фінансових активів, у результаті якої встановлюються ціни на фінансові активи, що зрівноважують попит і пропозицію на них. Формування рівноважної ціни відбувається через прагнення емітентів забезпечити інвесторам необхідний рівень дохідності їх фінансових вкладень. У результаті цього на розвинутому фінансовому ринку формується така ціна на фінансові активи, що задовольняє як інвесторів та емітентів, так і фінансових посередників.

2. На фінансовому ринку запроваджується механізм викупу фінансових активів, що підвищує ліквідність цих активів. Здійснюючи на постійній основі викуп і продаж фінансових активів, фінансові посередники тим самим забезпечують їх ліквідність, стабілізують ринок, протидіють значним коливанням цін, які не пов'язані зі змінами в реальній вартості фінансових активів та змінами в діяльності емітентів цих активів.

3. Фінансовий ринок сприяє активізації ділових стосунків між кредиторами (позичальниками) та їх контрагентами, сприяє суттєвому зменшенню витрат на проведення операцій та розміщення інформації. Як на ринку акцій та облігацій, так і на кредитному ринку посередники відіграють вирішальну роль у переміщенні капіталів. Особливо помітна ця роль при фінансуванні корпорацій, що мають не найвищий кредитний рейтинг. Фінансові посередники зменшують витрати через здійснення економії на масштабності операцій і вдосконалення процедур оцінювання цінних паперів емітентів і позичальників на фінансовому ринку.

У країнах з розвинутою економікою функціонують високоефективні фінансові ринки, які забезпечують механізм перерозподілу фінансових ресурсів серед учасників ринку і сприяють ефективному розміщенню заощаджень серед галузей економіки. В Україні та інших країнах перехідних економік фінансові ринки порівняно молоді та досить вразливі до економічних коливань.

## **1.2. Корпоративні утворення та їх роль у національній економіці. Поняття, види господарських товариств**

Для України поняття корпоративного сектора економіки і зокрема, акціонерної форми організації підприємництва, сформувалися на початковому етапі економічної трансформації. Засади управління акціонерним товариством радикально відрізняються від тих, які практикувалися раніше. Вони потребують принципово нової психології і нового економічного мислення.

Акціонерна власність набуває великої ваги в українській економіці. Корпоративним сектором виробляється понад 70 відсотків промислової продукції.

Корпоративні утворення створюються на основі договору між юридичними і фізичними особами шляхом об'єднання їх майна і підприємницької діяльності в цілях отримання прибутку.

Стосовно корпорації, то саме слово походить від лат. corporatio та означає об'єднання, співтовариство, що створюється на основі професійних або майнових інтересів. Проте, в економічній і правовій літературі є певна невизначеність з поняттям «корпорація». Як зазначає В. Суторміна, під термінами «корпорація», який вживається здебільшого в англосаксонських країнах і Японії, та «компанія», що переважає в західноєвропейських країнах, розуміють акціонерне товариство.

Разом з тим, до корпоративної форми належать й інші форми організації об'єднання капіталу – товариства з обмеженою і необмеженою відповідальністю, що відповідає самому поняттю «корпорація». Іншими словами, під корпорацією слід розуміти суб'єкт господарювання, який здійснює свою підприємницьку діяльність на основі злиття (об'єднання) капіталу окремих осіб (юридичних і фізичних), які є корпоративними власниками. Адам Сміт у своїй праці «Дослідження про природу та причини багатства народів» застосував цю категорію в розумінні акціонерної форми організації підприємництва.

Корпоративна форма організації підприємництва склалася наприкінці XIX століття і була зумовлена якісними зрушеннями в продуктивних силах суспільства. Вона стала саме тією формою, яка, з одного боку, розширила базу залучення фінансових коштів, забезпечивши мобілізацію капіталів, а з іншого, обмежила рівень ризику, що надзвичайно зріс у зв'язку з масштабними фінансовими вкладеннями.

У сучасній ринковій економіці саме корпорації відіграють ключову роль. Маючи незначну частку в структурі організаційних форм (20–25%), корпорації дають 80–90% господарських оборотів.

Існують різні типи корпоративних об'єднань. Найпоширеніша з них – акціонерне товариство, що мобілізує капітал шляхом випуску цінних паперів: акцій та облігацій. Держателі акцій товариства є співвласниками і мають право на участь в управлінні ним, у той час як держателі облігацій, які одержують фіксований прибуток, виступають лише в ролі кредиторів і не беруть участі в управлінні.

Крім акціонерних товариств, у світі відомі такі типи корпоративних об'єднань:

- S-корпорації, що являють собою поєднання якостей корпорації і партнерства. Як і в акціонерному товаристві, власники акцій S-корпорації, кількість яких законодавчо обмежується, несуть обмежену відповідальність, уникаючи в той же час подвійного оподаткування;
- холдинги – держателі акцій інших корпорацій, виступають своєю формою регулювання всього корпоративного співтовариства;
- професійні корпорації – своєрідна форма акціонерного товариства закритого типу.

Законодавством України передбачено такі основні види господарських товариств:

– акціонерне товариство (публічне й приватне) – товариство, яке має статутний капітал, поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості, і несе відповідальність за зобов'язаннями тільки майном товариства. Акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства тільки в межах належних їм акцій;

– товариство з обмеженою відповідальністю – товариство, що має статутний капітал, розділений на частки, розмір яких визначається установчими документами. Учасники товариства несуть відповідальність в межах їх вкладів;

– товариство з додатковою відповідальністю – товариство, статутний капітал якого поділений на частки визначених установчими документами розмірів. Учасники товариства відповідають за його боргами своїми внесками до статутного капіталу, а при недостатності цих сум – додатково належним їм майном в однаковому для всіх учасників кратному розмірі до внеску кожного учасника;

– повне товариство – товариство, всі учасники якого займаються спільною підприємницькою діяльністю і несуть солідарну відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном;

– командитне товариство – товариство, в якому разом з одним або більше учасників, які здійснюють підприємницьку діяльність і несуть відповідальність за зобов'язаннями товариства всім своїм майном, є один або більше учасників, відповідальність яких обмежується вкладом у майні товариства.

*Позитивні сторони фінансових відносин, характерних для корпорацій:*

- перспективи збільшення стартових інвестицій;
- наявність права власності;
- можливість одержання дивідендів від інвестування;
- ліквідність акцій, тобто можливість власника продати їх через фондовий ринок або товариству через торговця цінними паперами;
- можливість управління підприємством через корпоративне володіння акціями;
- зацікавленість як дрібних, так і мажоритарних власників у результатах діяльності корпорації.

Порівняно з іншими формами підприємництва акціонерна форма власності та господарювання є найбільш відкритою, піддається державному регулюванню та контролю, що дуже важливо, особливо стосовно підприємств природних монополій, об'єднань, корпорацій, інших утворень монопольного типу.

Універсальність застосування корпоративної форми організації підприємництва є однією з переваг, оскільки можливе у будь-якій сфері економіки.

### **1.3. Переваги і недоліки корпоративної форми організації підприємництва**

Головна економічна особливість корпоративної форми організації підприємництва полягає в тому, що вона виступає закінченою формою відокремлення власності від управління й економічно та юридично відособлена від її засновників і учасників.

Це забезпечило корпорації *переваги*, які обумовили її провідну роль в економіці, а саме:

- обмеження майнової відповідальності дозволило залучити до інвестування широкі верстви населення, забезпечуючи досить швидко за часом і значну за обсягами централізацію капіталу. Крім того, зниження ризику сприяє активізації новаторської функції підприємництва;

- відособлення функції управління від функції власності обумовило надзвичайну стійкість корпорації як господарського утворення, існуючого незалежно від засновників і учасників. Це створило умови для стабільного, орієнтованого на перспективу розвитку і висунуло на перший план задачі реалізації довгострокових стратегічних цілей, що при здатності корпоративних утворень централізувати значні капітали надає їм необмежені можливості для зростання;

- безперешкодне (в умовах розвиненого ринку цінних паперів) переміщення пайової участі через купівлю-продаж акцій дає ще одну істотну перевагу – ліквідність, тобто можливість трансформувати кошти в грошову форму, що є надзвичайно привабливим для широкої маси потенційних інвесторів.

Разом з тим, існує й низка *недоліків*, які можна охарактеризувати таким чином:

- організаційні труднощі, що виникають при оформленні та реєстрації цієї форми підприємництва, подолання яких вимагає значних зусиль і коштів;

- порядок формування корпоративних утворень досить жорстко регулюється і пов'язаний з певними обмеженнями;

- надмірний податковий тягар, що виникає у зв'язку з подвійним оподаткуванням – спочатку прибутків корпорації, а потім дивідендів, що виплачуються акціонерам;

- вимоги відкритості у вигляді обов'язкової публікації щорічних звітів про фінансове становище, що робить корпорацію вразливою для конкурентів, орієнтують керівників на досягнення короткострокових цілей, щоб задовольнити акціонерів та залучити інвесторів;

- складні взаємовідносини між акціонерами та керівниками. Чим більше розпорошений акціонерний капітал, тим більш вірогідною стає можливість зловживань з боку керівників.

#### **1.4. Предмет і сутність фінансів корпорацій**

*Предметом* поняття «*фінанси корпорацій*» є юридично оформлені грошові відносини між корпорацією та іншими агентами ринку з приводу

формування капіталу корпорації та його розподілу з метою підвищення добробуту акціонерів.

Корпоративні відносини формуються в умовах невизначеності та ризику. *Невизначеність* – це неможливість передбачити розвиток ринкових відносин у майбутньому (наприклад, в умовах змін кон'юнктури фінансового ринку). Невизначеність може перейти у різні форми ризику. *Ризик* – це така невизначеність, яку слід брати до уваги в управлінні фінансами, оскільки вона може призвести до погіршення фінансового стану корпорації.

Вивчаючи корпоративні фінанси, слід виділити вихідну категорію, якою є *акція – фінансова клітинка акціонерного товариства*.

*Основною метою корпорації є збільшення ринкової вартості акції в інтересах її власника. Ця мета досягається шляхом збільшення ринкової вартості самої корпорації.*

На базі акції формується акціонерний капітал корпорації. Категорії корпоративних фінансів можна подати такою схемою:



Рис. 1.1. Категорії корпоративних фінансів

Сучасна економічна ринкова система заснована на кредитних відносинах, тобто розвитку функції грошей як засобу платежу.

Акціонерний капітал корпорації доповнюється борговим капіталом, котрий розглядається як важіль – леверидж, на який спирається корпорація з метою розширення загальної суми капіталу, необхідної для прибуткового й ефективного функціонування. Акціонерний капітал, а також борги корпорації, тобто непогашені зобов'язання, становлять складну категорію – функціонуючий капітал корпорації. Власний капітал акціонерного товариства за обсягом менший, ніж його функціонуючий. Отже, капітал як власність відокремлюється від капіталу функції.

Функціонуючий капітал корпорації породжує ще одну складну категорію – інвестиції як сферу економічних відносин із приводу розподілу і використання капіталу. Корпорація вкладає свій капітал у реальні і фінансові активи з метою отримання прибутку. Усі розглянуті категорії взаємозалежні і взаємообумовлені та утворюють синтетичну категорію – *фінанси корпорацій*.

У процесі формування капіталу та його розподілу в корпорації виникають грошові відносини з іншими агентами ринку. Коло цих відносин досить широке і різноманітне (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Зв'язки корпорації з агентами ринкових відносин

### 1.5. Фінансові аспекти корпоративного управління

Узагальнення підходів до керованості рухом акціонерного капіталу, накопичена практика більшості корпорацій і нормативне забезпечення конкретної країни дозволяють виділити основні моделі корпоративного управління, характерні для груп країн або континенту, які в науковій літературі дістали назви «англо-американська», «японська» (або азіатська), «німецька» (або західноєвропейська).

Американська модель корпорації створювалася з урахуванням ринково-орієнтованої фінансової системи, на основі розвинутого ринку капіталу, широкого вибору різних фінансових інструментів. На сьогодні у США розповсюджено два основних типи корпорацій: у першому консолідуючим ядром виступає банківський холдинг, у другому – виробничо-технологічний комплекс.

Німецька (західноєвропейська) модель характеризується високим ступенем концентрації акціонерної власності, при цьому більша частина акцій корпорацій належить іншим компаніям. У Німеччині законодавство щодо інформації акціонерних товариств вважається менш суворим, ніж у США. Фінансова звітність оприлюднюється раз на півроку, а не щоквартально. Значний вплив на корпоративне управління мають діючі закони, а роль фондового ринку в західноєвропейській моделі незначна. Регулювання бірж є прерогативою місцевої влади.

Унікальними особливостями цієї моделі є двопалатне правління, що складається з виконавчої і наглядової рад, та узаконені обмеження прав акціонерів щодо голосування, тобто статут обмежує кількість голосів, які акціонер має на зборах, і може не збігатися з числом акцій, якими він володіє. Іншими особливостями німецької моделі управління є:

- стратегія довгострокового контролю за корпорацією;
- подвійна роль банків (як акціонерів і як кредиторів);
- володіння найбільшою часткою акцій корпорацій внутрішніми інституціональними інвесторами;
- законодавчо встановлена кількість членів спостережної ради, у склад якої включаються працівники і менеджери корпорації.

Японська (азіатська) модель законодавчу базу майже повністю скопіювала з американської, за винятком, звичайно, ролі законодавства штатів. Основними акціонерами є банки, інші компанії та держава; розповсюджені схеми взаємного володіння; склад ради директорів – рада з великим впливом і часткою інсайдерів, присутні представники держави; обмежене розкриття інформації; велику роль має ідея забезпечення суспільних та державних інтересів.

Японська модель характеризується високим відсотком афілійованих банків і компаній у складі акціонерів; банки і корпорації мають міцні зв'язки. Законодавство, громадська думка і промислові структури підтримують «кейрецу», тобто групи компаній, об'єднаних спільною власністю та управлінням. Відсоток неафілійованих акціонерів порівняно низький, що ускладнює процес голосування. На противагу англо-американській моделі представники неафілійованих акціонерів, тобто, аутсайдерів, рідко зустрічаються у складі ради директорів японських корпорацій.

Японська модель стала взірцем для формування корпоративного управління в деяких країнах Південно-Східної Азії. Але характерним для азіатської моделі у Китаї та В'єтнамі є домінуюча роль суспільного сектора. Головною особливістю системи корпоративного управління є ставлення до власності як до колективного (інституціонального), а не як до приватного володіння. Характерною рисою японської (азіатської) моделі є тісна взаємодія корпорацій і держави. З одного боку, корпорації діють як своєрідні приватні уряди, впливаючи своїми рішеннями на розміри і розподіл національного продукту, рівень зайнятості, спрямованість капіталовкладень. З іншого боку, державна економічна політика спрямована на участь у діяльності корпорацій шляхом офіційного і неофіційного представництва уряду в радах директорів. Уряд значною мірою впливає на стандарти корпоративного управління, а в основі законодавчої бази його регулювання лежить державна промислова політика.

### **1.6. Зарубіжний досвід розвитку фінансових відносин у корпораціях**

Розглянемо формування акціонерного капіталу на прикладі корпорацій США. На трьох американських фондових біржах, де зареєстровано всього близько 7000 середніх та великих акціонерних компаній, в кожній четвертій значні пакети акцій належали найманим працівникам, до того ж рядовим працівникам належить у середньому 15–20%. У цьому велика збіжність США з Україною та Росією, де на ринку цінних паперів на більшості підприємствах значна частина акцій належить їх працівникам.

Але суттєвою різницею тут є те, що в Україні значна більшість акціонерних товариств відкритого типу з'явилися після приватизації з великими пакетами акцій у трудових колективів або значно розпороченими серед сторонніх фізичних осіб. У міру того, як підприємства перебудовують свою структуру та ведуть пошуки зовнішніх інвесторів, загальні розміри власності трудових колективів та дрібних інвесторів зменшуються.

У США навпаки, намітилася протилежна тенденція. Американські акціонерні компанії утворювалися не в процесі приватизації, їх засновниками виступали крупні власники, або співвласники, тому пакети акцій не належали персоналу. Але протягом останніх 50 років, корпорації приймали рішення частково оплачувати працю своїх працівників акціями (як важливий елемент мотиваційного механізму для працівників), ці пакети почали потроху формуватися.

З багатьох мільйонів малих американських підприємств приблизно 9000 компаній є підприємствами закритого типу, в них середній розмір пакета акцій трудових колективів складає 20–30%.

У США є декілька механізмів формування акціонерної власності персоналу:

1) джерелом засобів для придбання акцій в індивідуальному порядку є власні накопичення працівників. При цьому працівник не користується ніякими податковими пільгами та придбає акції поступово, частинами зі своїх накопичень;

2) програма купівлі акцій працівниками фірми – це індивідуальне придбання на збережені кошти, але компанія організовує спеціальну службу або наймає брокера, щоб уся купівля здійснювалася через них. Оскільки це програма, компанія дає своїм працівникам знижку на 10–15% ринкової вартості, оплачує комісійні витрати. Звичайно, в таких програмах податкові пільги також не передбачені;

3) план ESOP, або програма розвитку акціонерної власності робітників та службовців – найбільш широко відомий механізм, оскільки держава підтримує його найактивнішим чином, надаючи податкові пільги. Особливість ESOP полягає в тому, що для цієї програми працівники не витрачають своїх накопичень. Їх компанія запроваджує довірчий фонд, або юридичну особу, яка бере позику в банку. Довірчий фонд, або ESOP, використовує цю позику для купівлі великої кількості акцій компанії. А компанія бере на себе виплати кредиту банку з

поточного прибутку. У міру погашення кредиту акції розподіляються по особистих ощадних рахунках працівників, і будь-хто з них при виході на пенсію або ж просто звільняючись, може продати свої акції.

Схеми ESOP – це пенсійні програми. Мета накопичення акцій працівниками полягає в тому, щоб надати їм фонд накопичень, яким вони будуть користуватися після виходу на пенсію. У США встановлюються державні податкові пільги за програмами ESOP.

За оцінкою спеціалістів, за схемою ESOP розміщено близько 30% акцій, які належать персоналу;

4) програми 401-k – програма участі в майбутніх прибутках та преміювання акціями – вважаються пенсійними програмами. Жодна з них не користується кредитом. Компанії започатковують пенсійні програми через юридичні особи, які називаються довірчими фондами. Довірчі фонди складаються із внесків найманих працівників та компанії на таку ж суму. Певна частина цих накопичень витрачається для придбання акцій. За програмою участі в майбутніх прибутках компанія зобов'язується виплачувати працівникам певний відсоток від прибутку, ці суми депонуються в довірчий фонд і витрачаються для придбання акцій. Усі ці програми називаються програмами з фіксованою участю, оскільки є різновидами пенсійних фондів. На такі програми в США припадає більше 50% усієї власності найманих працівників.

За допомогою податкових пільг для планів типу ESOP в США заохочується акціонерна власність найманих працівників для того, щоб розподілити капітал серед працюючих, збільшити акціонерну власність громадян, поліпшити стосунки між роботодавцями і працівниками.

В Україні ж велика кількість акціонерів на підприємствах з'явилася в результаті програм приватизації, тому не було необхідності в спеціальних податкових пільгах.

У період упровадження недержавного пенсійного забезпечення в Україні досвід пенсійних програм США доцільно використати у програмах формування корпоративних недержавних пенсійних фондів.

Але при всіх відмінностях у виникненні власності найманих працівників проблеми, які вона ставить, дуже схожі.

### ***Контрольні запитання та завдання***

1. Розкрийте сутність фінансів і фінансових ресурсів.
2. Що собою являють предмет фінансів і фінансові активи?
3. Визначити поняття «корпорація» і типи корпоративних утворень.
4. Які види господарських товариств передбачені Законом України «Про господарські товариства», вкажіть їх ознаки?
5. Перелічити переваги, які обумовили провідну роль корпорації в економіці.
6. Визначте агентів фінансово-економічних відносин, з якими корпорація має зв'язки.

7. Які позитивні моменти Ви вбачаєте в механізмі формування акціонерної власності в США?

8. Обґрунтуйте проблеми корпоративних фінансів і недоліки корпоративної форми організації підприємництва.

9. Які, на Ваш погляд, сутнісні характеристики структури корпоративного управління західноєвропейської моделі позитивно впливають на фінансовий стан корпорацій?

10. Яку корпоративну структуру передбачає японська модель управління?

## **Тема 2. ФІНАНСОВИЙ РИНОК ТА НАВКОЛИШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ. ФІНАНСОВІ РЕСУРСИ КОРПОРАЦІЇ**

2.1. Фондовий ринок як основна складова фінансового ринку корпорацій.

2.2. Роль та місце фінансів у корпорації. Фінансове навколишнє середовище.

2.3. Принципи організації фінансових корпорацій.

2.4. Напрями формування корпоративних фінансів.

2.5. Рух фінансових ресурсів.

2.6. Функції фінансів та фінансова політика корпорації.

### **2.1. Фондовий ринок як основна складова фінансового ринку корпорацій**

В економіці кожної країни постійно відбувається кругообіг фінансових ресурсів. Його головними суб'єктами виступають підприємства, організації, приватні фірми, корпорації, держава, різноманітні фінансові інститути. Уточнимо межі фінансового ринку.

Прийнято розглядати фінансовий ринок з погляду двох складових, зокрема грошового ринку, котрий структурно складається з облікового, міжбанківського та валютного ринків, та ринку капіталів, основними сегментами якого є ринок цінних паперів та кредитний ринок.

З точки зору корпоративних фінансів розглянемо фінансовий ринок як елемент ринкових взаємовідносин, котрий призначений для укладання угод між покупцями та продавцями фінансових активів і є сукупністю таких ринків: кредитного, валютного, ринку цінних паперів та дорогоцінних металів.

*Кредитний ринок* – це сфера економічних відносин між позичальником і кредитором, що виникає внаслідок руху грошей на умовах платності, цільового використання, зворотності, терміновості. Важливим елементом кредитного ринку є ринок інструментів позики, які одночасно належать і до ринку цінних паперів, зокрема, корпоративні довгострокові інструменти – облігації, та середньострокові – векселі.

*Валютний ринок* можна охарактеризувати як сферу економічних взаємовідносин, що виникають при здійсненні операцій з купівлі-продажу іноземної валюти і цінних паперів в іноземній валюті, а також операцій з інвестування.

## Структура фінансового ринку

Сегменти фінансового ринку та їх складові			
Кредитний ринок	Валютний ринок	Ринок цінних паперів	Ринок дорогоцінних металів
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ринок короткострокових кредитів</li> <li>• Ринок середньо- і довгострокових кредитів</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Міжнародний валютний ринок</li> <li>• Валютний ринок середньо- і довгострокових кредитів</li> <li>• Міжнародний ринок облігацій</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ринок державних облігацій</li> <li>• Ринок векселів</li> <li>• Ринок корпоративних облігацій</li> <li>• Ринок акцій</li> <li>• Ринок похідних цінних паперів</li> </ul>	

*Ринок цінних паперів* формує механізм залучення інвестицій у виробництво, обслуговує інвестиційні потреби корпоративного сектора та є основним сегментом фінансового ринку корпорацій.

На *ринку дорогоцінних металів* здійснюються угоди із золотом та іншими дорогоцінними металами.

У світовій практиці фондовий ринок визначається як система економічних і правових відносин, пов'язаних із випуском та обігом цінних паперів.

Залежно від ступеня розвитку фондовий ринок може виступати більш чи менш ефективним механізмом акумуляції, розподілу та перерозподілу вільних фінансових ресурсів серед галузей економіки. Ефективне функціонування фондового ринку в багатьох країнах забезпечує ефективне використання вільних фінансових ресурсів та стійкі темпи зростання економіки цих країн.

Згідно із Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» фондовий ринок ототожнюється з ринком цінних паперів, є ринком капіталів та визначається як сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо емісії (видачі), обігу, виконання зобов'язань, викупу та обліку цінних паперів (у тому числі деривативних цінних паперів).

Як сегмент фінансового ринку *фондовий ринок класифікується за такими ознаками:*

- за терміном обігу цінних паперів – ринок грошових та капітальних цінних паперів;
- за умовами емісії та механізмом обігу цінних паперів – міжнародний та національні ринки;
- за новизною цінних паперів, що пропонуються до продажу – первинний і вторинний;
- залежно від місця, де здійснюється торгівля цінними паперами – біржовий і позабіржовий;
- за специфікою організаційної структури ринку – вертикальний та горизонтальний.

Прикладом горизонтального ринку є ринок США. На різних біржах котируються цінні папери різних за своїм економічним статусом компаній. На

Нью-Йоркській біржі – головній біржі США – котируються акції корпорацій групи А (найвищого рівня), на Американській – групи В та ін. При цьому цінні папери різних груп обліковуються в різних депозитаріях.

Прикладом вертикальної організації ринку є Франція. Всі цінні папери котируються в системі Товариства французьких бірж, зберігаються й обліковуються в національному депозитарії. Всі папери, що є в обігу Франції. Поділяють на три групи котирування: К<sub>1</sub>, К<sub>2</sub>, К<sub>3</sub>. До офіційного котирування в групі К<sub>1</sub> потрапляють цінні папери найвищої якості, до К<sub>2</sub> – цінні папери, які не допущені до офіційного котирування, але мають значний економічний потенціал, до групи К<sub>3</sub> входять цінні папери, що не претендують на лістинг (в основному це цінні папери середніх і малих компаній).

Звертаючись до історичного досвіду, слід зазначити, що становлення фондового ринку розпочалося з кінця XV – початку XVI ст. у великих містах Європи. Прообразом бірж стали збори купців на міських площах перед прилавками міняйл. На біржових зборах у Венеції та Флоренції здійснювалася торгівля облігаціями державних позик, на лейпцизьких ярмарках продавалися частки (акції) рудників, у Генуї і Нідерландах існував ринок векселів. В місті Брюгге (Нідерланди) проводилася торгівля векселями на майдані біля будинку знатного міняйла та маклера Ван де Бурсе. Герб на його будинку складався з трьох гаманців. Звідси, як вважають деякі дослідники, і отримала свою назву «біржа» (пізньолатинська bursa – гаманець).

На початку XVII ст. виникла Амстердамська фондова біржа, яка надовго стала найважливішою біржою світу, головним носієм у галузі біржової торгівлі. Головним фактом історичного значення Амстердамської біржі було те, що вона першою ввела в свій обіг акції. Ця біржа мала характер універсальної – фондової, товарної, валютної і зберегла цей характер до тепер.

У той час, коли Амстердамська біржа вже функціонувала, лондонські брокери уклали угоди на площах і в кафетеріях. Лондонська фондова біржа почала функціонувати у 1770 році з початком промислового перевороту.

Перша американська фондова біржа з'явилась у 1791 році у Філадельфії, а в 1792 році виникла біржа, яка сьогодні називається Нью-Йоркською фондовою біржою. Структуру сучасного фондового ринку можна подати наступним чином (рис. 2.1):



Рис. 2.1. Структура фондового ринку

Принципи функціонування фондового ринку:

– *цілісність ринку* в межах окремої країни, яка забезпечується наявністю єдиної національної фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного Центрального депозитарію цінних паперів і єдиного клірингового банку. Цілісність ринку означає визначення єдиних курсів на всі цінні папери, які допущені до обігу й котирування по всій території країни;

– *централізація ринку цінних паперів* означає державний контроль та безпосереднє регулювання цілісної системи обігу цінних паперів і забезпечується спеціально створеними державними органами;

– *прозорість ринку цінних паперів* передбачає широке розповсюдження ринкової інформації, однаковість ціни на конкретні цінні папери по всій території країни, доступність та рівноправність замовлень будь-якого клієнта на купівлю-продаж цінних паперів та виключає можливості компенсації цих замовлень фінансовим посередникам за свій рахунок;

– *впровадження системи електронного обігу цінних паперів* – їх дематеріалізованого обігу у формі комп'ютерних записів на рахунках через систему «національна фондова біржа – центральний депозитарій – кліринговий банк»;

– *відповідність* як наслідок відповідності національної системи обігу цінних паперів загальноприйнятим стандартам безпеки інтересів і прав інвесторів, що забезпечує високі гарантії для залучення місцевих та іноземних інвестицій в акціонерні капітали й розвиток національної економіки.

Впровадження таких принципів у більшості країн світу здійснюється відповідно до рекомендацій «Групи Тридцяти» – міжнародної організації незалежних експертів, яка розробляє стандарти фінансових ринків.

### ***Депозитарна система в корпоративному регулюванні***

Депозитарна діяльність визначається як надання послуг щодо зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення.

Класична схема депозитарної діяльності передбачає дворівневу систему. *Верхній рівень* депозитарної системи являє собою Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і рахунки за угодами щодо цінних паперів. *Нижній рівень* – це зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів.

У цілому в депозитарній системі діє кілька суб'єктів корпоративного управління. До них належать прямі й опосередковані учасники. *Прямими* учасниками вважаються депозитарії, зберігачі та реєстратори власників цінних паперів; *опосередкованими* – емітенти, організатори торгівлі цінними паперами, торгівці цінними паперами, банки. Слід мати на увазі, що ведення реєстрів

власників цінних паперів є виключною діяльністю суб'єктів підприємницької діяльності і не може поєднуватися з іншими видами діяльності, крім депозитарної. Тому створення таких фірм має бути спрямоване лише на таку діяльність.

У системі корпоративного управління депозитарна система здійснює діяльність за низкою напрямів, серед яких:

- стандартизація обліку цінних паперів згідно з міжнародними стандартами;
- уніфікація документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерація цінних паперів, випущених в Україні;
- відповідальне зберігання всіх видів цінних паперів;
- реальна поставка чи переміщення з рахунку в цінних паперах з одночасною оплатою грошових коштів відповідно до розпоряджень клієнтів;
- акумулювання доходів (дивідендів, процентних виплат з погашення тощо) щодо цінних паперів, узятих на обслуговування системою, та їх розподіл за рахунками;
- регламентація та обслуговування механізмів позики та застави для цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- надання послуг щодо виконання обов'язків номінального утримувача іменних цінних паперів, що беруться на обслуговування системою;
- встановлення відносин і налагодження постійної взаємодії з депозитарними установами інших країн, укладання як двосторонніх, так і багатосторонніх угод про пряме членство або кореспондентські відносини для обслуговування міжнародних операцій із цінними паперами учасників Національної депозитарної системи, контроль за їх кореспондентськими відносинами з депозитарними установами інших країн;
- розроблення, впровадження, обслуговування і підтримка комп'ютерних систем обслуговування рахунків у цінних паперах і здійснення грошових виплат, пов'язаних з банківськими та/або іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі.

У контексті існування багатьох проблем, притаманних українському фондовому ринку, очевидною необхідністю стало створення Центрального депозитарію. З прийняттям Закону України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» (далі – Закон), багато проблем щодо функціонування депозитарної системи було розв'язано. Зокрема, Закон був покликаний визначити правові засади функціонування депозитарної системи України, встановити порядок реєстрації й підтвердження прав на емісійні цінні папери й прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів, а також порядок проведення розрахунків за правочинами щодо емісійних цінних паперів і похідних (деривативів).

Таким чином, на сьогодні формування й функціонування єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів має забезпечувати Центральний депозитарій. При цьому в Україні може існувати лише один Центральний

депозитарій, який створюється у формі акціонерного товариства. Передбачено також і функціонування депозитарних установ, які отримуватимуть ліцензію на право провадження таких видів депозитарної діяльності: діяльність по зберіганню цінних паперів; діяльність щодо зберігання активів інститутів спільного інвестування; діяльність щодо зберігання активів пенсійних фондів.

Отже, Закон України «Про систему депозитарного обліку цінних паперів» має на меті розв'язати такі проблемні питання функціонування національної депозитарної системи, як: обіг цінних паперів, які належать резидентам і нерезидентам; обіг цінних паперів, які належать інституційним інвесторам; порядок здійснення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів, вчинених на організаторах торгівлі; порядок виникнення, зміни, передачі й припинення прав за цінними паперами; строки реєстрації прав на цінні папери, порядок їх реалізації. Закон можна розглядати як крок на шляху розвитку фінансового сектора економіки. Передбачалося, що з його прийняттям підвищиться інвестиційна привабливість фондового ринку України.

Відповідно до Закону професійні учасники депозитарної системи України представлені: Центральним депозитарієм, депозитарієм державних цінних паперів Національного банку України, депозитарними установами, розрахунковим банком, яким для Центрального депозитарію є банк або Національний банк України.

На сьогодні зміни віддзеркалюють процес трансформації фондового ринку на принципово новий рівень розвитку, де цінні папери існують виключно в бездокументарній формі. Незважаючи на значний позитивний світовий досвід функціонування Центрального депозитарію, українські професійні учасники фондового ринку можуть стикнутися з низкою проблем у процесі реалізації окремих норм нового Закону. Так, статтею 5 Закону передбачено, що договір про обслуговування рахунка в цінних паперах укладається між депонентом (власником цінних паперів) та депозитарною установою, відповідно до якого депозитарна установа в установленому Комісією порядку веде облік прав на цінні папери, обмежень цих прав та прав за цінними паперами, що належать власникові. Депозитарна установа в процесі відкриття рахунка в цінних паперах депонента присвоює власникові цінних паперів код власника цінного папера в порядку, встановленому Центральним депозитарієм за погодженням з Комісією. При цьому облік прав на цінні папери ведеться виключно депозитарними установами і депозитаріями-кореспондентами, а облік цінних паперів і прав за цінними паперами – виключно Центральним депозитарієм. Водночас, у статті 18 визначається, що депозитарна установа на підставі договору про надання реєстру власників іменних цінних паперів має право надавати послуги емітенту цінних паперів (про депонентів нічого не зазначено), а також має право на підставі відповідного договору надавати додаткові послуги емітенту цінних паперів з інформаційної підтримки емітента щодо питань фондового ринку та корпоративного управління. При цьому не визначені цивільно-правові стосунки

депозитарної установи з депонентом, та її повноваження щодо надання послуг безпосередньо депонентові, а не емітенту.

Таким чином, можна визначити, що вказані вище статті не є суперечливими, проте мають місце питання, що потребують уточнення та доповнення. Крім того, практики прогнозують виникнення проблем у власників іменних цінних паперів при виконанні норм статті 5 Закону. Припускаючи, що з 18 млн. громадян України, які стали власниками акцій у результаті приватизаційних процесів, такими залишилося трохи більше половини, з них близько 40 % є міноритаріями, можна прогнозувати, що саме з останніми виникнуть складнощі при виконанні вимог зазначеної статті. Адже, як свідчить практика, ці акціонери є пасивними, що спричинено відсутністю стимулів і управлінського впливу з їх боку на діяльність корпорації. Це, в свою чергу, призведе до необхідності розроблення регулятором відповідного інструментарію як мотиваційного, так і примусового.

Контроль за діяльністю Національної депозитарної системи здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також у межах повноважень, визначених законодавством України, НБУ, Міністерство фінансів України та інші державні органи.

#### *Корпоративні цінні папери як об'єкт депозитарного регулювання*

Світовий досвід показує, що існують дві основні форми функціонування цінних паперів – документарна і бездокументарна.

У випадках, коли емісія цінних паперів здійснюється у *бездокументарній* формі (у вигляді записів на рахунках), емітент оформлює глобальний сертифікат, що відповідає загальному обсягу зареєстрованого випуску, і передає його на зберігання в депозитарій.

Цінні папери можуть мати фіксовану або плаваючу ставку доходу. До перших належать привілейовані акції, за якими сплачується фіксований дивіденд, купонні облігації з фіксованим доходом, інші подібні боргові зобов'язання. До цінних паперів з плаваючим доходом належать прості акції, облігації з плаваючим купоном та інші боргові цінні папери з плаваючою ставкою доходу. Всі боргові зобов'язання належать до строкових цінних паперів, які мають визначений термін обігу. Акції належать до безстрокових цінних паперів, які не мають визначеного терміну обігу. Одні цінні папери мають обмежене коло обігу, інші – обертаються на ринку вільно.

В Україні відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» можуть емітуватися та перебувати в обігу такі види цінних паперів:

- акції;
- облігації (відсоткові, цільові, дисконтні), з них:
  - облігації підприємств;
  - облігації місцевих позик;
  - державні облігації України;

- казначейські зобов'язання України;
- інвестиційні сертифікати;
- ощадні (депозитні) сертифікати;
- векселі;
- іпотечні, приватизаційні, похідні та товаророзпорядчі цінні папери.

До *корпоративних цінних паперів* прийнято відносити ті з цінних паперів, які є в розпорядженні корпорації або можуть бути використані корпорацією при залученні додаткових фінансових ресурсів.

## **2.2. Роль та місце фінансів у корпорації. Фінансове навколишнє середовище**

Сучасні підходи до визначення ролі та місця фінансів у корпорації характерні тим, що їх прибічники розглядають фінанси як систему грошових відносин, які опосередковують кругообіг основного та оборотного капіталу, утворення й використання прибутку, амортизаційного, резервного та інших фондів, взаємовідносини, що виникають усередині корпорації між її підрозділами, з ринком фондових цінностей, а також фінансово-кредитною системою. Така багатомірність фінансів корпорації охоплює максимальною мірою сукупність можливих відносин, пов'язаних з формуванням і використанням фінансових ресурсів.

У вітчизняних джерелах часто замість фінансів корпорацій характеризуються фінанси підприємств (об'єднань), що визначаються як відносини розподілення, безпосередньо пов'язані з формуванням і використанням різноманітних економічних прийомів для досягнення максимального добробуту фірми або загальної вартості капіталу, вкладеного у справу.

Більш раціональним, з нашої точки зору, є визначення фінансів як діяльності, спрямованої на створення грошових коштів фірми, управління грошовими коштами всередині фірми, планування використання коштів на різні статті доходів. Фінанси корпорацій охоплюють сферу відносин, пов'язаних з утворенням і використанням фінансових ресурсів корпорацій, включаючи взаємовідносини з державою і кредитними установами.

Отже, *фінанси корпорацій* – це економічні відносини, які виникають в корпорації як основній формі організації підприємництва в ринковій економіці, з приводу утворення і використання фінансових ресурсів для досягнення цілей, що стоять перед корпорацією. Логічно, що залежно від цілей, утворення і використання фінансових ресурсів може здійснюватися різними методами і в найрізноманітніших напрямках. Залежно від використання власних або запозичених коштів фінанси корпорації охоплюють і відносини з кредитними установами. Чинне законодавство визначає обсяг і порядок відчуження частини фінансових ресурсів на користь держави.

Корпорація веде свою виробничу і фінансову діяльність у певному навколишньому середовищі. Особливого значення для корпорації в процесі формування її фінансової та інвестиційної політики набуває фінансове навколишнє середовище. Від його стану залежить формування капіталу корпорації та його розподіл. *Фінансове навколишнє середовище – це складна система формування попиту на капітал і його пропонування, цін (курсів) на корпоративні та державні цінні папери, валютних курсів, структури податкових ставок і пільг, митних тарифів і квот в умовах невизначеності, ризику і неповної інформації.*

Корпорація як господарська одиниця не може впливати на фінансове навколишнє середовище, що формується під впливом політичних, економічних і соціальних чинників як внутрішнього, так і зовнішнього характеру. До об'єктивно існуючого навколишнього середовища корпорація мусить пристосовуватися, а отже, повинна мати про нього достатньо повну інформацію для розроблення такої фінансової й інвестиційної політики, яка б найбільшою мірою забезпечувала ефективність виробництва й управління з урахуванням можливих ризиків і тенденцій ринку.

### **2.3. Принципи організації фінансових корпорацій**

Конкретні умови функціонування корпорацій, пов'язані з рівнем розвитку і ступенем зрілості ринкової економіки, природно, накладають відбиток на функціонування фінансів і фінансовий механізм. Проте, в будь-якому разі фінанси можуть піддаватись усвідомленому впливу (бути керованими) і за допомогою фінансів можна чинити вплив на економічні процеси і явища (керувати за допомогою фінансів).

Можливостям чинити на фінанси певний вплив, а також використовувати фінанси для впливу на розвиток усієї корпорації слугують принципи організації фінансових корпорацій:

1. *Жорстка централізація фінансових ресурсів.* Вирішення кардинальних питань фінансової діяльності корпорацій, до яких входять управління рухом акцій і облігацій, їх випуск і розміщення, злиття й утворення нових структурних підрозділів, надання й отримання кредитів, здійснення капітальних вкладень тощо є компетенцією головної компанії. Жорстка централізація фінансових ресурсів забезпечує корпорації швидку маневреність ними, можливість концентрації ресурсів на ключових напрямках, що забезпечують максимальний прибуток.

2. *Здійснення всіх видів фінансового планування.* У фінансових планах відображаються надходження грошових коштів корпорації і напрями їх витрачання. В них містяться оцінки майбутніх продажів, цін, банківського процента, обсягів кредитування, рахунків на одержання і сплату, очікуваного прибутку тощо.

Для досягнення цілей корпорації розробляється система фінансового забезпечення у формі фінансового плану. Використання фінансового плану пов'язано з одержанням необхідних грошових коштів, управлінням ними, витрачанням і управлінням податками.

#### **2.4. Напрями формування корпоративних фінансів**

З урахуванням природи корпорації її фінанси можуть бути представлені у двох напрямках. По-перше, це безпосередній випуск акцій і облігацій, політика їх розміщення, одержання і розподілу дивідендів, а також додатковий випуск. А по-друге, це фінанси, пов'язані з діяльністю корпорації, але такі, що не стосуються акцій і облігацій безпосередньо. У цьому разі можна говорити про деяку автономність таких фінансів лише у відносному розумінні.

Корпорації мають можливість вибору способу формування капіталу, чого не можна сказати про компанії з одним власником і про організації партнерства. Корпорації, як і компанії з одним власником та підприємства у формі партнерства, можуть отримати гроші у вигляді банківського кредиту, взяти позику в інших установах і використати одержані фінансові ресурси у своїй діяльності. Проте, на відміну від таких традиційних способів, корпорації здійснюють дві специфічні операції: випуск акцій та облігацій.

Крім питань, пов'язаних безпосередньо з формуванням капіталу корпорації, акції виступають в ролі рейтингоутворюючого показника як діяльності самої корпорації, так і макроекономічного розвитку. Йдеться про котирування акцій і відповідні індекси котирувань. Прикладом можуть слугувати індекси Доу-Джонса, Стандарт енд Пур, Нью-Йоркської фондової біржі тощо. Залежно від конкретного індексу для його формування використовують кошик тих чи інших корпорацій. Разом з тим, уставлений набір акцій не завжди відповідає реальному співвідношенню рівня національної економіки.

Один раз випущені акції, що знаходяться на різних фондових біржах, котрі купуються і продаються, не дають прямого ефекту для фінансового капіталу корпорації. Доход від збільшення ціни акції одержують тільки індивідуальні утримувачі випущених акцій. Хоч зростання ціни акцій спонукає корпорації підготувати фінансовий капітал до експансії. Корпорації, ціна яких падає, не можуть мобілізувати великі суми капіталу для експансії. Насправді вторинний ринок акцій корпорацій виступає як барометр, що показує напрям розміщення фінансового капіталу.

Таким чином, своєчасно випущені додаткові акції сприяють збільшенню фінансових ресурсів корпорації. Капітал, мобілізований додатковим випуском акцій, може використовуватися корпорацією для подальшого розвитку і розв'язання завдань, що стоять перед нею.

Внутрішні джерела капіталу корпорації формуються за рахунок грошових потоків від підприємницької діяльності (чистий прибуток, що залишився після сплати податків та амортизаційні відрахування), а також від продажу частини активів.

До зовнішніх джерел поповнення активів належать кошти, залучені через емісію облігацій, позичок у кредитних установах і збільшення акціонерного капіталу за рахунок додаткової емісії.

### 2.5. Рух фінансових ресурсів

Формування корпоративного капіталу та рух фінансових ресурсів представлено на рисунку 2.2.

При формуванні капіталу з різних джерел слід враховувати такі ключові моменти, які потребують пильної уваги:

- 1) вартість капіталу, що залучається;
- 2) обов'язкові періодичні платежі з використаного капіталу;
- 3) період використання капіталу;
- 4) контроль за збитками;
- 5) обмеження управлінської свободи;
- 6) багатостороннє забезпечення зобов'язань;
- 7) зручність у забезпеченні грошовими коштами.

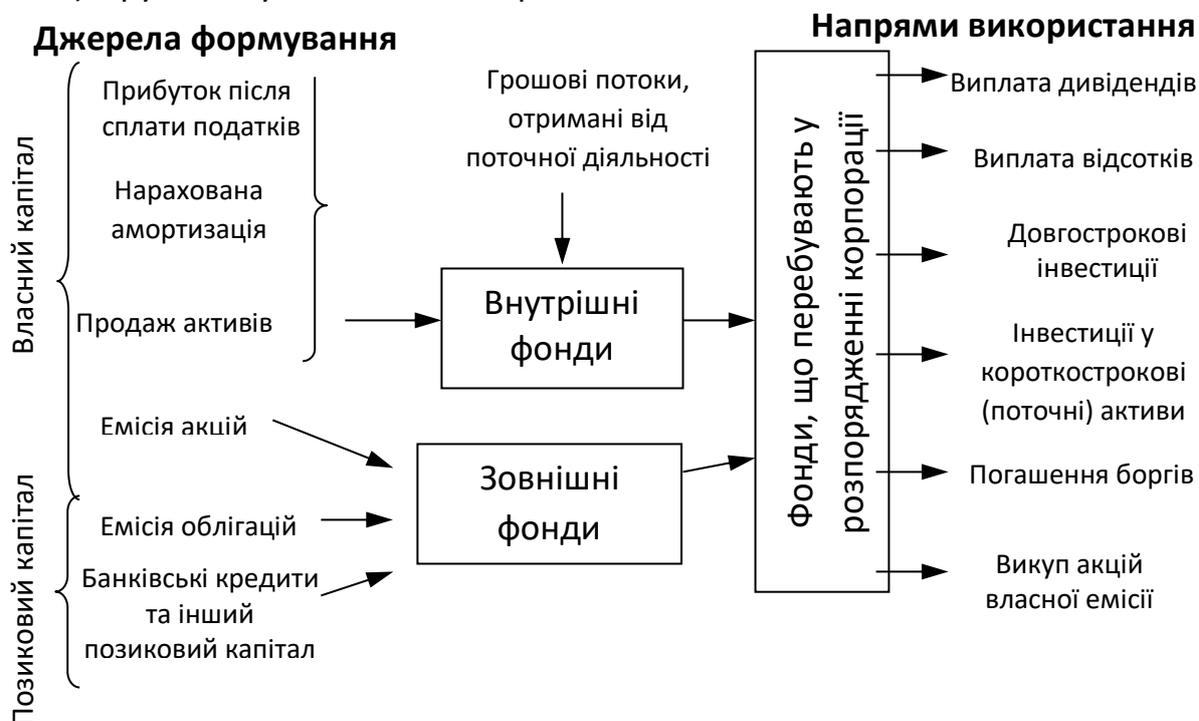


Рис. 2.2. Формування і використання капіталу корпорації

Роль і місце формування та використання фінансових ресурсів у процесі здійснення основної діяльності корпорації можна проілюструвати такою сукупністю залежностей:

- 1) створення ідеї продукту, виробничого планування і розвитку з використанням маркетингових досліджень;
- 2) забезпечення необхідними фінансовими ресурсами – за рахунок готівкових коштів або за рахунок кредитів;
- 3) придбання фіксованих активів – купівлею або одержанням в оренду;
- 4) придбання поточних активів, таких як будматеріали, паливо тощо;

5) виробниче планування і контроль, включаючи товари на ринку і маркетингові дослідження з метою визначення можливих покупців товарів. У ряді випадків потрібен технічний контроль за якістю товарів та напівфабрикатів, що постачаються тощо;

6) необхідність ув'язки фінансових ресурсів з напрямками проведення платежів, що виникає у процесі маркетингу і фізичного розподілу товарів;

7) платежі постачальникам і зайнятому персоналу протягом усього періоду руху грошових коштів у процесі виробництва;

8) виплата дивідендів, відсотків та податків із джерел фінансових ресурсів.

Завданням менеджменту корпорації в процесі утворення і використання фінансових ресурсів є, перш за все, оптимізація процесу їх утворення та використання. В умовах нормального функціонування ринкової економіки як формування, так і використання фінансових ресурсів не може мати екстремальних відхилень. Будь-які потрясіння, навіть якщо вони характеризуються неплановим збільшенням фінансових ресурсів, свідчать про прорахунки в діяльності управлінців корпорації. Тому динамічне збалансування джерел і напрямів використання фінансових ресурсів, їх постійна наявність з урахуванням можливих резервів є ознакою нормальної роботи корпорації.

## 2.6. Функції фінансів та фінансова політика корпорації

Корпоративні фінанси виконують три функції:

1) формування капіталу;

2) розподіл і використання капіталу;

3) контроль за формуванням, розподілом і використанням капіталу.

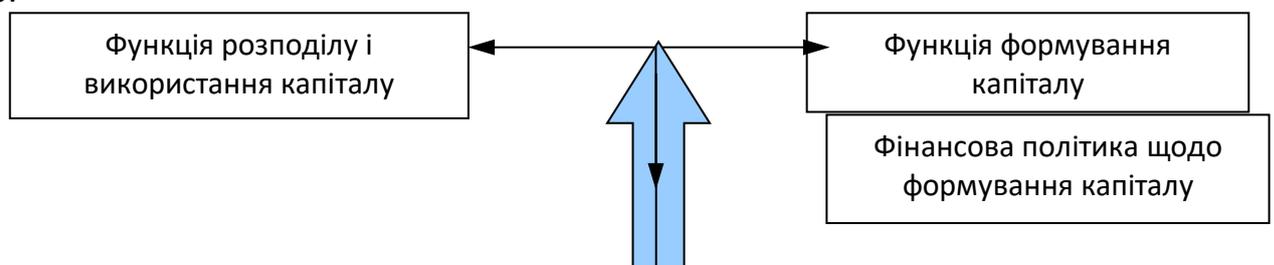
*Формування капіталу* полягає у формуванні активів корпорації через залучення з фінансового ринку. Виконання цієї функції залежить безпосередньо від стану фінансового ринку. Головна мета корпорації у визначенні структури капіталу – досягнення оптимальної структури, за якої ціна капіталу буде найнижчою, а вартість корпорації – найвищою.

Призначення функції *розподілу і використання капіталу* полягає в інвестуванні відповідно до планів підприємницької діяльності корпорації. Ця функція пов'язана з розробленням інвестиційної політики корпорації з відповідним наступним прийняттям управлінських рішень. Прийняття рішень визначається поставленою метою – одержанням прибутку та його спрямуванням на подальше зростання капіталу.

Призначення *контрольної* функції полягає в забезпеченні збалансованості між сформованим капіталом і його витрачанням, тобто інвестиціями корпорації.

Взаємозв'язок функцій корпоративних фінансів, фінансової та інвестиційної політики і процесу прийняття відповідних рішень показано на рис.

2.3.



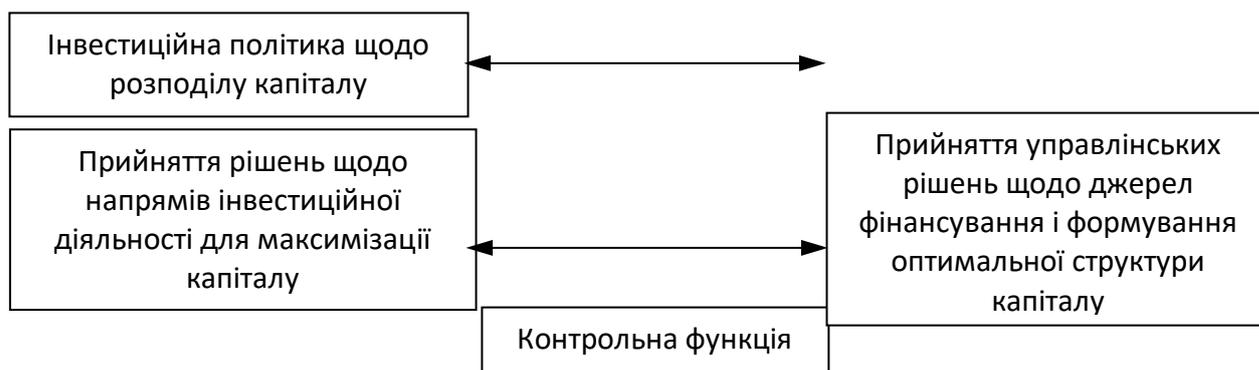


Рис. 2.3. Взаємозв'язок функцій корпоративних фінансів, фінансової, інвестиційної та управлінської політики корпорації

У процесі фінансової діяльності корпорації відбувається безперервний процес формування грошових коштів, їх накопичення і спрямування на відповідні цілі корпорації. Тобто утворюється безперервний циклічний взаємозв'язок, що йменується також вартісним циклом (рис. 2.4).

Формулювання успішної фінансової стратегії, заснованої на підвищенні іміджу корпорації по вартісному циклу, означає розуміння того, що елементи цього циклу мають не лише функціонувати у заданому напрямі, а й взаємодіяти між собою.

Процес реалізації фінансової політики корпорації відбувається в три етапи, серед яких:

- розроблення науково обґрунтованих цілей функціонування та розвитку фінансів корпорації;
- побудова і використання відповідного фінансового механізму;
- здійснення практичних дій, спрямованих на досягнення розроблених завдань і поставлених цілей.



Рис. 2.4. Вартісний цикл корпорації та основні взаємозв'язки у вартісному циклі

Такі взаємозв'язки показано на рис. 2.4 у виносках:

- 1 – між покладеними в основу економічними принципами і грошовими потоками;
- 2 – між утворенням потоків грошових коштів і їх зовнішнім використанням;
- 3 – між прибутковістю, грошовими потоками і ринковою вартістю цінних паперів;
- 4 – між зовнішніми ринками капіталу і потребами корпорації у використанні таких ринків;
- 5 – між доступними можливостями інвестування і майбутнім конкурентним становищем корпорації.

Розроблення науково обґрунтованих цілей функціонування та розвитку фінансів корпорації формується на основі вивчення вимог економічних законів, усебічного аналізу перспектив удосконалення виробництва і потреб корпорації та її власників.

*Перший етап* полягає у визначенні цілей, напрямів та основних завдань фінансової політики. Перший етап реалізації фінансової політики в корпорації залежить від економічного стану держави, мети створення корпорації, організаційної форми та розмірів компанії. Визначення основних напрямів використання фінансів полягає у розробленні стратегії і тактики фінансової політики, виходячи з поставленої мети, враховуючи можливості зростання і використання фінансових ресурсів, а також зовнішніх і внутрішніх факторів.

*Другий етап* реалізації фінансової політики полягає у створенні відповідного, адекватного фінансового механізму. Цей етап залежить від використання елементів фінансового механізму, його форм і методів формування, організації фінансів корпорації, ринку цінних паперів, а також від створеного правового поля в державі та від поєднання директивного і регулюючого видів фінансового механізму.

*Фінансовий механізм* – це найбільш динамічна частина фінансової політики, його зміни відбуваються з вирішенням різних тактичних завдань, він відразу реагує на всі зміни, які відбуваються у суб'єктів фінансових відносин.

Здійснення практичних дій, спрямованих на досягнення поставленої мети, означає побудову відповідної системи управління фінансами. Прямий вплив фінансової політики на економіку починається саме на третьому етапі реалізації. Цей етап визначається змістом і процесами, що відбуваються на перших двох етапах реалізації фінансової політики. Він передбачає спрямовану діяльність суб'єкта господарювання фінансових відносин, яка пов'язана з практичним застосуванням фінансового механізму. Така діяльність здійснюється спеціальними організаційними структурами – фінансово-економічним апаратом корпорації.

Управління використовує низку методів: прогнозування, планування, регулювання, контроль. Усі ці методи забезпечують реалізацію заходів фінансової політики.

Важливо підкреслити, що реалізація фінансової політики можлива, якщо кожен етап є відповідним і адекватним: поставленій меті – адекватний фінансовий механізм, фінансовому механізму – відповідна система органів управління. Всі етапи реалізації фінансової політики взаємопов'язані і взаємозумовлені.

В узагальнюючому вигляді механізм реалізації фінансової політики подано на рисунку 2.5.

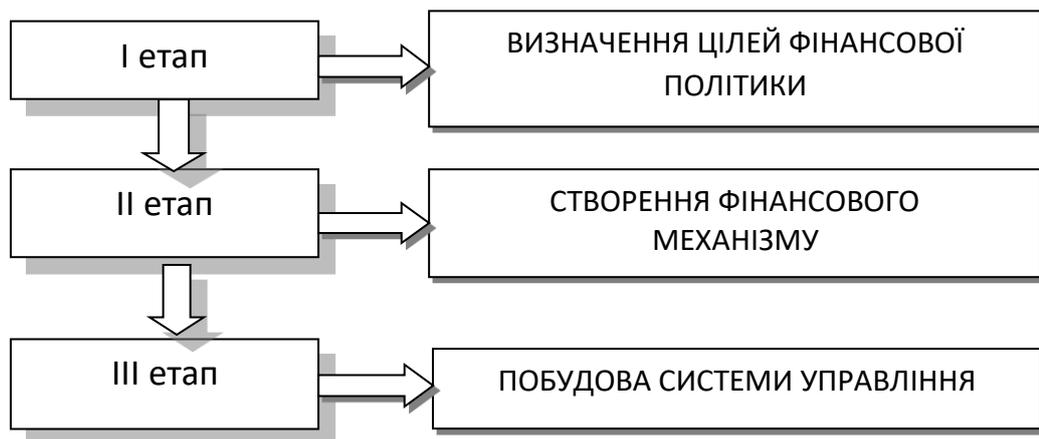


Рис.2.5. Етапи реалізації фінансової політики

*Перший етап* визначає фінансову стратегію корпорації (формування довгострокових цілей фінансової діяльності) і залежить від особливостей здійснення фінансового менеджменту. Тому виникає необхідність класифікації корпорацій за такими ознаками:

– форма власності (державна, колективна);

- організаційно-правова форма діяльності (товариство, кооператив, комунальне підприємство);
- галузева ознака (сфера матеріального виробництва, обслуговування, посередницька діяльність);
- розмір корпорації (велика, середня);
- розмір власного капіталу;
- монопольне становище на ринку (спеціалізоване, багатопрофільне);
- виробнича характеристика і структура корпорації, технологічний цикл;
- стадія життєвого циклу (створення, розвиток, поділ на дочірні підприємства, банкрутство).

*Другий етап* реалізації фінансової політики полягає у формуванні тактики фінансового менеджменту, а саме: в маркетингових дослідженнях, прийнятті цінових рішень, орієнтації в сегментах ринку, управлінні основним і оборотним капіталом, забезпеченні фінансовими ресурсами, збалансуванні термінів надходження грошових коштів, забезпеченні рентабельності.

*Третій етап* розв'язує основне завдання фінансового менеджменту – побудова ефективної системи управління фінансами, тобто створення відповідної фінансової служби корпорації.

### **Контрольні запитання та завдання**

1. Які сегменти належать до фінансового ринку? Схарактеризуйте їх складові.
2. У чому полягає сутність фінансів корпорації?
3. Перелічіть принципи організації фінансових корпорацій. У чому вони полягають?
4. Які основні напрями формування фінансів корпорації?
5. Які складові частини діяльності корпорації охоплює фінансовий менеджмент з урахуванням напрямів формування корпоративних фінансів?
6. Визначте джерела формування ресурсів корпорації.
7. В яких випадках виникають питання формування і використання фінансових ресурсів?
8. Назвіть напрями використання фінансових ресурсів корпорації.
9. Визначте функції фінансів корпорації.
10. У чому полягає функція формування капіталу корпорації?
11. Поясніть сутність функції розподілу капіталу.
12. Як Ви розумієте контрольну функцію фінансів корпорації?
13. Поясніть поняття «навколишнє фінансове середовище».
14. Схарактеризуйте етапи формування і реалізації фінансової політики корпорації.

### **Тема 3. УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ КОРПОРАЦІЇ**

- 3.1. Теорії управління корпоративним капіталом
- 3.2. Акціонерний капітал, його формування та складові.
- 3.3. Ціна капіталу та складових, що її формують.
- 3.4. Маржинальна (гранична) вартість капіталу.

3.5. Політика корпорацій щодо структури капіталу.

3.6. Зміна величини статутного капіталу акціонерного товариства

### **3.1. Теорії управління корпоративним капіталом**

Класичними в теорії управління капіталом є роботи Мертона Міллера і Франко Модільяні, які були присвячені дослідженню структури капіталу. Науковці були відзначені Нобелівською премією з економіки (Модільяні – у 1985 р., Міллер – у 1990 році). В основу своєї теорії, яка в літературі дістала назву «ММ», вони поклали твердження, що структура капіталу підприємства не впливає на його вартість. На їхню думку, ринкова вартість підприємства визначається виключно її чистим грошовим потоком, який, у свою чергу, залежить від інвестицій. Оскільки в основу дослідження взяті корпорації, то їх ринкова вартість  $V$  визначена як вартість акціонерного капіталу  $S$  та вартість позикового капіталу  $D$ .

$$V = S + D.$$

Згідно з теорією «ММ» на ринкову вартість  $V$  не впливає структура корпорації, оскільки якщо підвищується вартість позикового капіталу, відповідно має знижуватись вартість акціонерного капіталу. 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 – фінансування на 100% за рахунок боргу (тому що буде досягнуто максимальної податкової економії внаслідок віднесення суми відсотків за кредит на витрати і зменшення оподаткованого прибутку).

За теорією «ММ» вартість корпорації визначається грошовими потоками, одержаними в результаті інвестицій. Якщо корпорація не розподілила частину прибутку у вигляді дивідендів, а інвестувала у нові проекти, то в майбутньому прибуток збільшиться. Зміцнення економічного становища підприємства призведе до того, що його акції на фінансовому ринку будуть котируватися за високою ціною. Отже, майбутній прибуток збільшує вартість звичайних акцій і, відповідно, капітал акціонерів.

Теорію «ММ» було піддано критиці вченими і практиками. Оскільки вона ігнорувала реальні умови фінансового ринку, зокрема вплив податків, витрати на емісію, спад ділової активності. Самі теореми, які доводили Модільяні і Міллер, у літературі дістали назву «модель за нульових податків».

На сьогоднішній день розвиток бізнес-середовища відкриває нові можливості перед учасниками ринку капіталів. Цільові орієнтири більшості інвесторів знаходяться не стільки у площині забезпечення операційної ефективності роботи корпорації, пошуку шляхів підвищення прибутковості, скільки у збільшенні доходів унаслідок зростання вартості корпорації. Стратегія, цілі, бізнес-процеси, показники оцінювання діяльності та винагороди визначаються на основі аналізу їх впливу на зміну вартості для власників. Робота

в цьому напрямі передбачає переоцінку існуючих поглядів на управління операційною, фінансовою та інвестиційною діяльністю підприємства та підпорядкування її пріоритетній стратегічній меті – максимізації вартості. У зв'язку із цим науковці розглядають низку питань, які є основоположними в реалізації вартісної стратегії: обґрунтування логічної послідовності факторів створення вартості, порядку їх субординації та взаємодії; управління грошовими потоками; визначення ставки дисконтування та врахування ризиків; удосконалення звітності щодо фінансових результатів та руху грошових коштів.

### **3.2. Акціонерний капітал, його формування та складові**

Акціонерний капітал являє собою джерело формування власного капіталу корпорації і складається з оплачених акцій. Можливі такі варіанти зміни акціонерного капіталу: концентрація, розмивання, збільшення, зменшення.

Концентрація акціонерного капіталу та перерозподіл корпоративного контролю може відбуватися шляхом:

- викупу товариством акцій дрібних акціонерів (працівників і сторонніх осіб) з подальшим перерозподілом між керівництвом;
- викупу акцій товариства торговцями цінними паперами з метою їх концентрації і перепродажу за більш високими цінами;
- придбання голосуючих і контролюючих пакетів акцій товариства через інвестиційні фонди та компанії, комерційні банки, довірчі товариства, біржі;
- здійснення представницької діяльності з цінними паперами від імені, за рахунок і на ім'я власників цінних паперів;
- погашення акціями товариства боргових зобов'язань перед кредиторами;
- обміну цінними паперами між товариствами-партнерами з метою зміцнення ділових стосунків.

Розмивання акціонерного капіталу відбувається внаслідок недобросовісного розподілу додаткової емісії акцій: незабезпечення переважних прав акціонерів при купівлі додаткових акцій, невірної проведеної індексації акцій відповідно до зміненого розміру статутного капіталу, здійснення додаткової емісії акцій, що не підкріплена реальними активами, тощо.

Рівень економічної незалежності та загальна структура капіталу, які відображають частку позичкового і власного капіталу, як правило, відрізняються, оскільки залежать від особливостей виробництва, структури основних фондів, товарообіговості та інших факторів. Головним критерієм при цьому є те, наскільки ефективно використовуються активи і пасиви підприємства і чи не є заборгованість (дебіторська і кредиторська) простроченою і накопичувальною, а має лише поточний характер.

Власний капітал акціонерного товариства складається з:

- статутного капіталу;
- додаткового капіталу;

- резервного капіталу;
- нерозподіленого прибутку.

Статутний капітал підприємства – один з найважливіших елементів його власного капіталу. Статутний капітал відображає вартість матеріальних ресурсів, нематеріальних активів, фінансових вкладень і грошових коштів, які засновники і учасники передали у власність або в розпорядження підприємству. З іншого боку, статутний капітал відображає зобов'язання підприємства перед засновниками і учасниками (в акціонерному товаристві – перед акціонерами), на основі яких вони мають відповідні права. До таких прав належать: участь в управлінні підприємством, право на отримання дивідендів, на перепродаж акцій або передачу їх іншим особам, право на погашення акцій у випадку ліквідації акціонерного товариства, право на першочергову участь у придбанні акцій у випадку проведення додаткової емісії та ін.

Величина статутного капіталу акціонерного товариства фіксується у статуті і належить зміні тільки після перереєстрації статуту. Рішення про внесення змін до статуту акціонерного товариства, включаючи ті, що пов'язані з величиною статутного капіталу, приймаються вищим органом управління акціонерного товариства – загальними зборами акціонерів. За рахунок мобілізації коштів у складі статутного капіталу формується активний капітал підприємства (необоротні й оборотні активи). Структура активного капіталу визначається засновниками і правлінням акціонерного товариства.

Статутний капітал спочатку формується за рахунок внесків засновників. Як такі внески можуть виступати:

- будівлі, споруди, обладнання та інші матеріальні цінності;
- цінні папери;
- права користування, включаючи інтелектуальну власність;
- грошові кошти, в тому числі в іноземній валюті.

Законом України «Про акціонерні товариства» визначено, що в разі заснування акціонерного товариства його акції підлягають розміщенню виключно серед його засновників шляхом приватного розміщення. Публічне розміщення акцій товариства може здійснюватися після отримання свідоцтва про реєстрацію першого випуску акцій. Величина вкладу оцінюється в гривнях і складає частку (пай) учасника у статутному капіталі. Порядок оцінки вкладів, внесених у формі, яка відрізняється від грошової, визначається установчими документами акціонерного товариства. В цілях формування статутного капіталу забороняється використовувати бюджетні кошти, фінансові ресурси, отримані в кредит і під заставу. Майно, яке передано засновниками підприємству в процесі формування статутного капіталу, належить акціонерному товариству на правах власності, повного господарського ведення або оперативного управління. Підприємство (якщо інше не передбачено діючим законодавством або його установчими документами) має право продавати, передавати іншим

юридичним особам, обмінювати, здавати в оренду, передавати безкоштовно на тимчасове використання або в борг майно, яке йому належить.

Розглянемо приклад формування статутного капіталу акціонерного товариства за рахунок внесків трьох засновників: А, Б, і В. Кожен з них вносить у фонд підприємства майно, оцінка якого затверджена зборами засновників (табл. 3.1).

Тоді величина статутного капіталу складе 487 000 тис. грн, а частка учасників, відповідно: А – 34,9%, Б – 24,0%, В – 41,1%.

Сума внеску засновника показує величину вартості, на яку він повинен отримати акції товариства. Частка у статутному капіталі відображає частину голосів на загальних зборах акціонерів товариства. Таблиця 3.1.

Формування статутного капіталу акціонерного товариства  
«Дельта» за рахунок внесків засновників

Учасник А		Учасник Б		Учасник В	
Внески	Вартість, тис. грн	Внески	Вартість, тис. грн	Внески	Вартість, тис. грн
Споруди	50 000	Паливо	12 000	Обладнання	70 000
Обладнання	80 000	ОВДП	10 000	-	
Сировина	30 000	Автомобіль	15 000	Права користування	30 000
Права користування	10 000	Грошові кошти	80 000	Грошові кошти	100 000
<b>ВСЬОГО</b>	<b>170 000</b>		<b>117 000</b>		<b>200 000</b>

Якщо засновники передбачають залучення фінансових ресурсів не тільки за рахунок своїх внесків, а і з використанням підписки після реєстрації першого випуску акцій (тобто залучення зовнішнього інвестора), тоді сума статутного капіталу збільшиться, а частка засновників зменшиться. Так, якщо в наведеному прикладі за рахунок підписки передбачається продаж акцій на суму 400 000 тис. грн., тоді величина статутного капіталу збільшиться до 887 000 тис. грн. А частка засновників і учасників складе: А – 19,2%; Б – 13,2%; В – 22,5%. Інші – 45,1% статутного капіталу акціонерного товариства – будуть розподілені між учасниками, які придбали акції в процесі проведення підписки.

*Основні вимоги до формування статутного капіталу (далі – СК):*

1. СК акціонерного товариства формується тільки за рахунок випуску і розміщення акцій. Мінімальний розмір статутного капіталу акціонерного товариства становить 1250 мінімальних заробітних плат виходячи із ставки мінімальної заробітної плати, що діє на момент створення (реєстрації) акціонерного товариства. Статутний капітал товариства визначає мінімальний розмір майна товариства, який гарантує інтереси його кредиторів.

2. СК формується шляхом розміщення акцій за засновницьким договором (для повного і командитного товариств) або відповідно до статуту (для АТ, ТОВ

та товариств з додатковою відповідальністю), за підпискою і на фондовому ринку.

3. Оплата вартості акцій, що розміщуються під час заснування акціонерного товариства, може здійснюватися грошовими коштами, цінними паперами (крім боргових емісійних цінних паперів, емітентом яких є засновник, та векселів), майном і майновими правами, нематеріальними активами, що мають грошову оцінку. Оплата вартості акцій, що розміщуються під час заснування акціонерного товариства, не може здійснюватися за ціною, нижчою від їх номінальної вартості.

4. Кожний засновник акціонерного товариства повинен оплатити повну вартість придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій. У разі несплати (неповної оплати) вартості придбаних акцій до дати затвердження результатів розміщення першого випуску акцій акціонерне товариство вважається не заснованим. До оплати 50 відсотків СК товариство не має права здійснювати операції, не пов'язані з його заснуванням. До реєстрації звіту про результати розміщення акцій засновник має всі права, що засвідчуються акціями, крім права їх відчужувати та обтяжувати зобов'язаннями.

5. Документ, що засвідчує право власності засновника акціонерного товариства на акції, видається йому після повної оплати вартості таких акцій протягом 10 робочих днів з дати отримання товариством свідоцтва про державну реєстрацію випуску акцій.

6. Усі акції товариства є іменними. Акції товариств існують виключно в бездокументарній формі.

7. Частина привілейованих акцій у розмірі СК акціонерного товариства не може перевищувати 25 відсотків. Статутом товариства може передбачатися розміщення одного чи кількох класів привілейованих акцій, що надають їх власникам різні права.

8. Акціонерне товариство може здійснювати емісію акцій тільки за рішенням загальних зборів.

9. Товариство може здійснювати розміщення інших цінних паперів, крім акцій, за рішенням наглядової ради, якщо інше не передбачено його статутом. Рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків вартості активів товариства, приймається загальними зборами акціонерів.

10. Акціонерним товариствам дозволяється емісія акцій та облігацій для переведення зобов'язань товариства у цінні папери в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

11. Не допускається розміщення облігацій підприємств для формування і поповнення СК емітента, а також покриття збитків від господарської діяльності шляхом зарахування доходу від продажу облігацій як результату поточної господарської діяльності. Юридична особа має право розміщувати відсоткові та/або дисконтні облігації на суму, яка не перевищує трикратного

розміру власного капіталу або розміру забезпечення, що надається їй з цією метою третіми особами.

12. Акціонерне товариство не може надавати позику для придбання його цінних паперів або поруку за позиками, наданими третьою особою для придбання його акцій.

13. Акціонерне товариство не має права приймати в заставу власні цінні папери. Акціонерне товариство не має права приймати рішення про СК капіталу шляхом публічного розміщення акцій, якщо розмір власного капіталу є меншим, ніж розмір його СК. Збільшення СК акціонерного товариства у разі наявності викуплених товариством акцій не допускається.

Детально розглянемо окремі положення порядку створення статутного капіталу акціонерного товариства. Припустимо, що засновники прийняли рішення сформувавши статутний капітал у сумі 800 тис. грн. З них – 400 тис. грн. передбачається залучити за підпискою. В такому випадку 50% усіх акцій буде знаходитись у власності засновників, а останні 50% – розподіляться між учасниками.

Припустимо, що при проведенні підписки бажаючих було багато, і учасники подали заяви на суму в 600 тис. грн. У такому разі засновники можуть прийняти рішення або про збільшення СК до 1 млн. грн, або про обмеження підписки. Якщо СК збільшується, то це призведе до зміни частки засновників. Вона зменшиться з 50% до 40%, що не завжди буде задовольняти засновників.

Положення про те, що акції не можуть випускатися в цілях фінансування збитків акціонерного товариства означає, що за наявності збитків у балансі підприємства випуск акцій не допускається.

Та є виключення із цього правила. При утворенні акціонерного товариства в процесі приватизації, у випадках зміни номінальної вартості акцій без перегляду величини СК, при збільшенні СК у зв'язку з індексацією основних фондів положення про заборону випуску акцій за наявності збитків у балансі підприємства не застосовується.

При розгляді власного капіталу корпорації необхідно звернути увагу на такі показники, як неоплачений капітал і вилучений капітал. *Неоплачений капітал* відображає суму заборгованості учасників за внесками до СК. Неоплачений капітал при розрахунках величини власного капіталу акціонерного товариства повинен враховуватися зі знаком «мінус». До вилученого капіталу належить вартість акцій, викуплена акціонерним товариством в акціонерів та анульована. В такому разі величина СК зменшується на суму вилученого капіталу.

### **3.3. Ціна капіталу та складових, що її формують**

Капітал корпорації формується за рахунок внутрішніх і зовнішніх джерел. Внутрішні джерела створюються за рахунок грошових потоків від усіх видів діяльності корпорації і формування внаслідок цього чистого грошового потоку. Чистий грошовий потік дорівнює сумі чистого прибутку й амортизації.

Зовнішні джерела формування грошових фондів корпорації залучаються додатковою емісією акцій, а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків, фінансовий лізинг, ін.). *Відношення плати за використання фінансових ресурсів до загального обсягу цих ресурсів називається ціною капіталу і виражається у відсотках.*

Вартість капіталу – одна з найважливіших змінних в оцінці бізнесу, яка визначається ринком і майже повністю знаходиться поза контролем власників підприємства. Ринок встановлює базову безризикову очікувану ставку доходу й величину премії, що вимагає інвестор (покупець цінних паперів) в обмін на прийняття на себе ризиків різних рівнів.

При оцінці вартості капіталу виникає необхідність з'ясування вартості кожної його складової, тобто об'єктом визначення повинна стати вартість кожного джерела фінансування.

*Вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді визначається за формулою*

$$VK\Phi_3 = \frac{ЧП_в}{VK} \times 100,$$

де  $VK\Phi_3$  – вартість функціонуючого власного капіталу підприємства у звітному періоді, %;

$ЧП_в$  – сума чистого прибутку, виплачена власникам підприємства в процесі його розподілу за звітний період;

$VK$  – середня сума власного капіталу підприємства у звітному періоді.

Вартість нерозподіленого прибутку прирівнюється до вартості функціонуючого власного капіталу підприємства в плановому періоді ( $VK\Phi_п = VK\Phi_3 \times ПВ_т$ , де  $VK\Phi_п$  – вартість функціонуючого власного капіталу в плановому періоді,  $ПВ_т$  – темп зростання виплат прибутку власникам на одиницю вкладеного капіталу, що планується, виражений дес. дробом).

Ціна джерел фінансування.

Корпорація може залучати додаткові кошти за рахунок емісії корпоративних цінних паперів.

*Ціна капіталу, залученого шляхом емісії привілейованих акцій дорівнює приблизно сумі дивідендів, яку сплачує акціонерам емітент, за вирахуванням витрат на розміщення. Оскільки привілейовані акції є цінними паперами з фіксованим доходом, то ціна цього джерела ( $Ц_{ап}$ ) визначається за формулою*

$$Ц_{ап} = \frac{Д_p}{VK_{ап} \times (1 - Be_{ап})} \times 100\%,$$

де  $Д_p$  – сума фіксованих дивідендів у грошовому виразі;

$VK_{ап}$  – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії привілейованих акцій;

$Be_{ап}$  – рівень витрат на емісію привілейованих акцій, виражений дес. дробом.

Вартість капіталу, залученого шляхом додаткової емісії простих акцій визначається за формулою:

$$BK_{аз} = \frac{K_a \times D_{аз} \times T_{Дд} \times 100}{BK_{аз} \times (1 - V_e)}$$

де  $BK_{аз}$  – вартість капіталу, залученого за рахунок простих акцій;

$K_a$  – кількість акцій додаткової емісії;

$D_{аз}$  – сума дивідендів, яку корпорація виплачує на одну просту акцію;

$T_{Дд}$  – запланований темп приросту дивідендів;

$BK_{аз}$  – сума власного капіталу, залученого за рахунок емісії простих акцій;

$V_e$  – рівень витрат на емісію простих акцій, виражений дес. дробом.

Основними формами позикового капіталу є позики банку, комерційний кредит у вигляді відстрочки платежу та емітовані корпорацією облігації.

Ціна позики банку ( $ЦП_б$ ) визначається за формулою:

$$ЦП_б = \frac{BK_б \times (1 - VP_б)}{(1 - C_{пп})}$$

де  $BK_б$  – ставка відсотка за банківський кредит, %;

$C_{пп}$  – ставка податку на прибуток, виражена дес. дробом;

$VP_б$  – рівень витрат щодо залучення банківського кредиту до його суми, виражений дес. дробом.

Вартість товарного (комерційного) кредиту визначається по кредиту у формі короткотермінової відстрочки платежу; по кредиту у формі довготермінової відстрочки платежу, оформленої векселем.

Розрахунок вартості товарного кредиту, наданого у формі короткострокової відстрочки платежу здійснюється за формулою

$$BTK_k = \frac{(ЦЗ \times ПВ) \times (1 - C_{пп})}{360}$$

де  $BTK_k$  – вартість товарного (комерційного) кредиту, наданого на умовах короткотермінової відстрочки платежу, %;

$ЦЗ$  – розмір цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію, %;

$C_{пп}$  – ставка податку на прибуток, виражена дес. дробом;

$ПВ$  – період надання відстрочки платежу за продукцію, в днях.

Ціна облігацій приблизно дорівнює величині відсотка, що сплачується по них, при цьому враховується різниця між номінальною вартістю облігації та ціною її реалізації.

Визначення вартості позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облігації на базі ставки купонного відсотка здійснюється за формулою:

$$BOP_k = \frac{CK \times 1 - EB_0}{(1 - C_{пп})}$$

де  $ВOP_k$  – вартість позикового капіталу, залученого за рахунок емісії облігації, %;

$СК$  – ставка купонного відсотка по облігації, %;

$С_{пп}$  – ставка податку на прибуток, виражена дес. дробом;

$ЕВ_0$  – рівень емісійних витрат по відношенню до обсягу емісії, в дес. дробу.

Розрахувавши ціну кожного джерела капіталу, необхідно знайти середню ціну цих джерел – середньозважену вартість капіталу.

$$ВK_c = \sum_i^n НPi \times IP_i,$$

де  $ВK_c$  – середньозважена вартість капіталу;

$НPi$  – потрібна доходність (норма прибутку) по капіталу, одержаному з  $i$ -го джерела;

$IP_i$  – частка капіталу (інвестиційних ресурсів), одержаних з  $i$ -го джерела.

Необхідність розрахунку ціни капіталу обґрунтовується такими причинами:

– для визначення рівня фінансових витрат фірми з метою підтримки свого економічного потенціалу;

– для обґрунтування рішень за інвестиційними проектами, що приймаються.

Відомо, що інвестиційний проект може бути відхилений, якщо внутрішня норма рентабельності по ньому ( $IRR$ ) нижча, ніж ціна капіталу організації, тобто виконується норма  $IRR \leq ВK_c$ ;

– ціна капіталу розраховується для управління структурою капіталу. В цьому випадку найкраще співвідношення між різними джерелами коштів визначається, виходячи з критерію мінімуму ціни капіталу;

– ціна капіталу використовується при оцінці вартості корпорації. Якщо в основу такої оцінки покласти критерії максимуму доходу організації, що розподіляється, на одиницю ціни капіталу, то ціна корпорації буде вища, ніж нижча ціна капіталу.

Маємо,

$$ЦK_p = \frac{ЧП + П_k}{ВK_c},$$

де  $ЦK_p$  – ціна корпорації;

$ВK_c$  – ціна капіталу;

$ЧП$  – чистий прибуток корпорації;

$П_k$  – відсотки за користування позиковими джерелами.

### 3.4. Маржинальна (гранична) вартість капіталу

Ціна окремих джерел коштів, як і структура капіталу, може змінюватись. Тому зважена ціна капіталу ( $ВK_c$ ) не є величиною постійною – вона знаходиться під впливом багатьох факторів і, отже, з часом зміниться. У зв'язку з цим

необхідно дотримуватися загального принципу сучасної методології аналізу економічних проблем: порівнювати маржинальні (граничні) вигоди з маржинальними витратами.

Під маржинальною вартістю капіталу розуміють зміну в загальній сумі прибутку від інвестицій, необхідній для задоволення вимог інвесторів, з урахуванням нових інвестицій та їх структури.

Приклад. Корпорація реалізує інвестиційний проєкт вартістю 20000 грн. Структура інвестиційного капіталу така: 75% формується за рахунок банківського кредиту і 25% – за рахунок емісії акцій.

У процесі реалізації проєкту в нього було внесено зміни, які вимагали додаткових інвестицій в розмірі 5000 грн. Керівництво корпорації, знайшовши додаткові джерела фінансування, вирішило зберегти первісну структуру капіталу. Однак, якщо в момент прийняття рішення про здійснення первісного проєкту кредитори вимагали 20%, а акціонери – 15%, то на цей момент кредит на фінансовому ринку коштує 22%, а акціонери згодні придбати додаткові акції лише під обіцянку дивідендів на рівні 17%, вважаючи, що саме такий рівень доходу вони могли б одержати, вклавши свої кошти в інші акції з тим же рівнем ризику.

Розраховуємо показник ВКс для первісного інвестиційного проєкту і маржинальну вартість капіталу.

$$ВКс1 = 0,75 \times 0,20 + 0,25 \times 0,15 = 0,1875 \text{ (18,75\%)}$$

$$ВКс2 = 0,75 \times 0,22 + 0,25 \times 0,17 = 0,2075 \text{ (20,75\%)}$$

Таким чином, маржинальна вартість додаткових інвестицій складає 20,75% проти 18,75% – по раніше залучених інвестиціях. Зростання вартості капіталу обумовлене загальним подорожчанням капіталу на ринку.

### 3.5. Політика корпорацій щодо структури капіталу

Найважливіше питання в управлінні фінансами корпорації є визначення оптимальної структури капіталу. Кожна фірма прагне досягти оптимального співвідношення між джерелами фінансування, тому що структура капіталу впливає на її вартість. При розробленні політики в галузі структури капіталу менеджери корпорації ставлять перед собою певну мету. Вона полягає у збільшенні частини боргу, якщо необхідні кошти вигідніше придбати в кредит. В іншому випадку корпорація надаватиме перевагу фінансуванню розширення своєї діяльності шляхом випуску нових акцій. У зв'язку з цим важливе значення має показник, який називається фінансовий леверидж, тобто використання позичок або привілейованих акцій для формування фондів корпорації.

***Фінансовий леверидж** характеризує використання корпорацією позикових коштів, яке впливає на зміну коефіцієнта рентабельності власного капіталу.*

Показник, який відображає рівень додатково генерованого прибутку на власний капітал при різній частці використання позикових коштів, називається **ефектом фінансового левериджу**. Він розраховується за такою формулою

$$ЕФЛ = (1 - С_{пл}) \times (КВР_a - ВК_{кр}) \times ПК/ВК ,$$

де ЕФЛ – ефект фінансового левериджу, який полягає в зростанні коефіцієнту рентабельності власного капіталу, %;

$C_{пп}$  – ставка податку на прибуток, виражена в десятковому дробі;

$KBR_a$  – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %;

$BK_{кр}$  – середній розмір відсотків за кредитні ресурси, які корпорація виплачує за використання позикового капіталу, або це середньозважена вартість капіталу, %;

$PK$  – середня сума використовуюваного корпорацією позикового капіталу;

$BK$  – середня сума власного капіталу корпорації.

З формули можна виділити три основні складові:

1. *Податковий коректор фінансового левериджу* ( $1 - C_{пп}$ ), котрий показує якою мірою проявляється ефект фінансового левериджу у зв'язку з різним рівнем оподаткування прибутку.

2. *Диференціал фінансового левериджу* ( $KBR_a - BK_{кр}$ ), який характеризує різницю між коефіцієнтом валової рентабельності активів та середнім розміром відсотка за кредит.

3. *Коефіцієнт фінансового левериджу* ( $PK/BK$ ), що характеризує суму позикового капіталу, який підприємство використовує, в розрахунку на одиницю власного капіталу.

*Податковий коректор фінансового левериджу* практично не залежить від діяльності корпорації, оскільки ставка податку на прибуток визначена законодавчо. Разом з тим, у процесі управління фінансовим левериджем податковий коректор може бути використаний у таких випадках:

а) якщо за різними видами діяльності корпорації встановлено диференційовані ставки оподаткування прибутку;

б) якщо за окремими видами діяльності корпорація використовує податкові пільги по прибутку;

в) якщо окремі дочірні фірми здійснюють свою діяльність у вільних економічних зонах країни, де діє пільговий режим оподаткування прибутку;

г) якщо окремі дочірні фірми корпорації здійснюють свою діяльність у державах з більш низьким рівнем оподаткування.

*Диференціал фінансового левериджу* є головною умовою, яка формує позитивний ефект фінансового левериджу. Цей ефект проявляється в тому випадку, якщо рівень валового прибутку, який генерується активами корпорації, перевищує середній розмір відсотків за кредитні ресурси, що використовується (включаючи всі витрати щодо їх залучення та обслуговування), тобто якщо диференціал фінансового левериджу є позитивною величиною. Чим вище позитивне значення диференціалу фінансового левериджу, тим вищий при інших рівних умовах буде його ефект.

Цей показник досить динамічний, що обумовлено дією таких факторів:

– зростання вартості позикових коштів у період погіршення кон'юнктури фінансового ринку;

– зниження фінансової стійкості корпорації в процесі підвищення частки використуваного позикового капіталу може призвести до ризику банкрутства, що змушує кредиторів підвищити ставки відсотка за кредит;

- скорочення обсягу реалізації продукції в період погіршення кон'юнктури товарного ринку, що призводить до зменшення розміру валового прибутку від операційної діяльності.

Формування від'ємного значення диференціалу фінансового левериджу з вище перелічених причин завжди призводить до зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу. В цьому випадку використання корпорацією позикового капіталу дає негативний ефект.

*Коефіцієнт фінансового левериджу* при незмінному диференціалі є головним генератором як зростання суми та рівня прибутку на власний капітал, так і фінансового ризику втрати прибутку. Він мультиплікує позитивний або негативний ефект, що отримуємо за рахунок відповідного значення його диференціалу. При позитивному значенні диференціалу будь-який приріст коефіцієнта фінансового левериджу буде викликати ще більший приріст коефіцієнта рентабельності власного капіталу, а при від'ємному значенні диференціалу приріст коефіцієнту фінансового левериджу буде призводити до ще більшого темпу зниження коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

Значення механізму впливу фінансового левериджу на рівень прибутковості власного капіталу та рівень фінансового ризику дозволяє цілеспрямовано управляти як вартістю, так і структурою капіталу корпорації.

Фінансовий леверидж корпорації має певні межі. Зростання боргу пов'язане, по-перше, з наступним зростанням відсоткових платежів і збільшенням витрат; по-друге, з поверненням кредитів і погашенням облігацій у певні строки, які за зміни кон'юнктури ринку можуть різко погіршити ліквідність корпорації. Показником, який подає «сигнал тривоги», є коефіцієнт заборгованості. Політика корпорації в галузі випуску нових акцій, тобто збільшення частки оплаченого капіталу, також має обмеження. Додатковий випуск акцій може, по-перше, викликати заперечення акціонерів, тому що нові акції потенційно знизять доход і дивіденд на акцію; по-друге, призвести до втрати контролю корпорації на зборах акціонерів; по-третє, підвищити вартість капіталу. З цього можна зробити висновок, що *основна мета політики корпорації в галузі структури капіталу полягає в досягненні оптимальності: за найнижчої вартості капіталу досягти стабілізації дивідендів і доходів, підтримуючи ліквідність на високому рівні.*

Визначення структури капіталу пов'язане з питанням: у яких формах залучати зовнішні джерела?

Слід звернути увагу на зростання короткострокового боргу в структурі заборгованості – фактор, який постійно мають враховувати менеджери корпорацій під час розгляду питань ліквідності.

Фінансування за рахунок збільшення заборгованості під впливом інфляції й очікування подальшого зростання цін, невпевненості в стабільності одержуваних доходів призводить до підвищення ціни капіталу. Ставки відсотків по боргах зростають.

З іншого боку, вдале використання боргових зобов'язань призводить до значних поточних прибутків, а в перспективі – до росту вартості акцій.

Податкова політика також впливає на визначення структури капіталу. Введення в дію податкових пільг, зокрема вилучення з оподаткування відсотків по боргах, робить привабливим використання боргів.

### **3.6. Зміна величини статутного капіталу акціонерного товариства**

Величина статутного капіталу (СК) акціонерного товариства може збільшуватись або зменшуватись. Рішення про зміни СК приймаються загальними зборами акціонерів або правлінням. Правління може прийняти рішення про зміни СК на суму, яка не перевищує 1/3 його величини і тільки в тому випадку, якщо це передбачено статутом акціонерного товариства.

#### ***Збільшення статутного капіталу. Способи збільшення СК***

Збільшення СК переслідує відповідні цілі. До них належать:

– залучення додаткових фінансових ресурсів з метою забезпечення діяльності підприємства;

– проведення реструктуризації власного капіталу акціонерного товариства;

– проведення реструктуризації зобов'язань підприємства.

До джерел фінансування збільшення СК належать:

– додаткові внески учасників;

– прибуток підприємства, якщо він спрямовується на збільшення СК шляхом проведення виплати дивідендів акціями (в цьому випадку має місце реструктуризація власного капіталу акціонерного товариства);

– реструктуризація боргових зобов'язань підприємства (переведення боргових зобов'язань у власний капітал);

– індексація СК.

Згідно Закону України «Про акціонерні товариства» порядок збільшення (зменшення) СК акціонерного товариства встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Статутом акціонерного товариства може бути передбачено створення спеціального фонду для виплати дивідендів за привілейованими акціями. Порядок формування та використання такого фонду встановлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Збільшення статутного капіталу (стаття 15 ЗУ).

1. СК товариства збільшується шляхом підвищення номінальної вартості акцій або розміщення додаткових акцій існуючої номінальної вартості у порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

2. Акціонерне товариство має право збільшувати СК після реєстрації звітів про результати розміщення всіх попередніх випусків акцій.

3. Збільшення СК акціонерного товариства із залученням додаткових внесків здійснюється шляхом розміщення додаткових акцій.

Переважне право акціонерів на придбання акцій, що додатково розміщуються товариством, діє лише в процесі приватного розміщення акцій та встановлюється законодавством.

4. Збільшення СК акціонерного товариства без залучення додаткових внесків здійснюється шляхом підвищення номінальної вартості акцій.

Акціонерне товариство не має права приймати рішення про збільшення СК шляхом публічного розміщення акцій, якщо розмір власного капіталу є меншим, ніж розмір його статутного капіталу.

Збільшення СК акціонерного товариства у разі наявності викуплених товариством акцій не допускається.

5. Збільшення СК акціонерного товариства для покриття збитків не допускається.

Загалом використовуються такі *способи збільшення СК акціонерного товариства*:

- збільшення кількості акцій того ж номіналу;
- збільшення номінальної вартості однієї акції при незмінній їх кількості;
- проведення обміну облігацій акціонерного товариства на акції.

В цьому випадку має місце реструктуризація боргових зобов'язань підприємства у власний капітал.

При цьому випуск додаткової кількості акцій з метою збільшення СК може здійснюватися в процесі використання будь-якого з вищеназваних джерел збільшення СК. А збільшення номінальної вартості акцій використовується тільки у випадку реструктуризації власного капіталу акціонерного товариства і проведення індексації СК. При проведенні збільшення СК першим способом випускаються і розміщуються (на умовах, передбачених емітентом) додаткової акції.

Розглянемо приклад:

Статутний капітал акціонерного товариства – 680 тис. грн.

Номінальна вартість однієї акції – 0,4 грн.

Кількість акцій – 1700 тис. шт.

Приймається рішення збільшити статутний капітал до 1 млн. грн. шляхом додаткового випуску акцій. У цьому випадку необхідно провести емісію акцій на суму 320 тис. грн. Це складає 800 тис. акцій. Тоді їх загальна кількість досягне 2500 тис. штук.

У випадку збільшення СК другим способом акції, які випущені попередньо акціонерним товариством мають бути вилучені. Далі проводиться емісія нових акцій у тій же кількості, але з більшим номіналом. Наприклад,

СК акціонерного товариства – 780 тис. грн.

Номінал акції – 0,3 грн.

Кількість акцій – 2600 тис. шт.

Емітентом прийняте рішення про збільшення статутного капіталу в 1,7 рази. Тоді номінал акції збільшується до 0,51 грн, а величина СК – до 1326 тис. грн.

Більш складним є третій спосіб збільшення СК акціонерного товариства. В цьому випадку проводиться конверсія облігацій підприємства в акції. Під *конверсією* розуміється обмін одного виду цінних паперів (облігацій) на інший вид цінних паперів (акції) того ж емітенту. Обмін проводиться відповідно до ціни конверсії. *Ціна конверсії* – це така ціна акції, що приймається за основу при розрахунку обміну облігації на акції. *Коефіцієнт конверсії* показує, яку кількість акцій одержить власник облігації при обміні її на акції.

Розглянемо приклад розрахунку збільшення статутного капіталу акціонерного товариства шляхом конверсії облігацій в акції:

СК акціонерного товариства – 650 тис. грн.

Номінальна вартість акції ( $H_a$ ) – 0,25 грн.

Ціна конверсії (ЦК) – 0,4 грн. Конверсійні облігації випускаються на суму – 12,5% величини СК. Розрахувати величину статутного капіталу й емісійного доходу акціонерного товариства після проведення конверсії облігацій в акції.

Проведемо розрахунки:

1) суми, на яку проводиться емісія облігацій акціонерного товариства ( $C_o$ )

$$C_o = 0,125 \times 650000 = 81250 \text{ грн.}$$

Приймаємо номінальну вартість облігацій  $H_o = 10$  грн. Тоді кількість випущених облігацій ( $K_o$ ) буде складати:

$$K_o = C_o : H_o = 81250 : 10 = 8125 \text{ (шт.)}$$

2) кількості додаткових акцій, що будуть випущені для забезпечення конверсії ( $K_a(д)$ )

$$K_a(д) = C_o : ЦК = 81250 : 0,4 = 203125 \text{ (шт.)}$$

3) коефіцієнта конверсії ( $K_k$ )

$$K_k = H_o : ЦК = 10,0 : 0,4 = 25 \text{ або } K_k = K_a(д) : K_o = 203125 : 8125 = 25.$$

4) величини, на яку збільшується статутний капітал акціонерного товариства ( $\Delta СК$ ) та емісійний дохід ( $ЕД$ )

$$\Delta СК = 0,25 \times 203125 = 50781,25 \text{ (грн.)};$$

$$ЕД = (0,4 - 0,25) \times 203125 = 30468,75 \text{ (грн.)}$$

5) величини СК акціонерного товариства після проведення конверсії ( $СК_1$ ).

$$СК_1 = СК + \Delta СК = 650000 + 50781,25 = 700781,25 \text{ (грн.)}$$

$$\Delta BK_{AT} = (СК_1 + ЕД) / СК \times 100\% = 12,5\%.$$

Таким чином, всього власний капітал підприємства збільшиться на 12,5% або на 81250 грн. У тому числі, СК – на 50781,25 грн, а емісійний дохід склав 4,69% величини первісної суми СК.

### ***Зменшення статутного капіталу акціонерного товариства***

Зменшення СК переслідує, як правило, розв'язання таких задач:

1. Приведення пасивного капіталу акціонерного товариства до величини активного капіталу акціонерного товариства.
2. Установлення раціонального співвідношення між ринковою ціною і номіналом акції.
3. Формування доходів (санаційного прибутку) з метою фінансування збитків акціонерного товариства.

4. Проведення перерозподілу власності на акції між акціонерами.

Приведення пасивного капіталу відповідно до величини активного капіталу акціонерного товариства шляхом зменшення статутного капіталу має місце в тому випадку, якщо активний капітал значно менше власного капіталу. Коли ринкова ціна акції стає нижче її номіналу, тоді шляхом зменшення статутного капіталу можна досягти встановлення їх більш раціонального співвідношення. Проведення перерозподілу власності між акціонерами, як правило, здійснюється в процесі реструктуризації акціонерної власності.

У випадках, коли підприємство має збитки і джерела їх покриття відсутні, збори акціонерів можуть прийняти рішення про зменшення СК. Для цього емітент повинен одержати безкоштовно від акціонерів або викупити частину своїх акцій за цінами нижче номіналу. Результатом буде одержання санаційного прибутку, що може бути використаним для фінансування збитків акціонерного товариства.

*Санаційний прибуток* – це дохід, що виникає внаслідок викупу акціонерним товариством своїх акцій за цінами нижче номіналу або в результаті їхньої безкоштовної передачі емітенту з метою анулювання. Такий дохід розраховується як різниця між номінальною вартістю переданих безкоштовно, або частково викуплених акцій акціонерним товариством і ціною їхнього викупу (з урахуванням витрат, пов'язаних з проведенням таких операцій і зменшенням СК). У деяких випадках акціонери виявляються зацікавленими у формуванні санаційного прибутку, тому що без такого фонду підприємство може зазнати банкрутства.

Величина СК акціонерного товариства може бути зменшена такими способами:

1. Шляхом зменшення номінальної вартості акцій (проведення їх деномінації).
2. Зменшення кількості акцій (при незмінній їх номінальній вартості) шляхом викупу їх в акціонерів та анулювання.

СК акціонерного товариства зменшується в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, шляхом зменшення номінальної вартості акцій або шляхом анулювання раніше викуплених товариством акцій та зменшення їх загальної кількості, якщо це передбачено статутом товариства.

Після прийняття рішення про зменшення СК акціонерного товариства виконавчий орган протягом 30 днів має письмово повідомити кожного кредитора, вимоги якого до акціонерного товариства не забезпечені заставою, гарантією чи порукою, про таке рішення.

Кредитор, вимоги якого до акціонерного товариства не забезпечені договорами застави чи поруки, протягом 30 днів після надходження йому зазначеного в частині другій цієї статті повідомлення може звернутися до

товариства з письмовою вимогою про здійснення протягом 45 днів одного з таких заходів на вибір товариства: забезпечення виконання зобов'язань шляхом укладення договору застави чи поруки, дострокового припинення або виконання зобов'язань перед кредитором, якщо інше не передбачено договором між товариством та кредитором.

Зменшення акціонерним товариством СК нижче встановленого законом розміру має наслідком ліквідацію товариства.

### ***Контрольні запитання та завдання***

1. Перелічіть шляхи концентрації акціонерного капіталу.
2. Які основні складові власного капіталу акціонерного товариства?
3. Опишіть характеристики складових власного капіталу корпорації.
4. Які принципи й основні вимоги до формування СК?
5. Які фактори визначають вартість капіталу корпорації?
6. Визначте модель середньозваженої вартості капіталу.
7. Що Ви розумієте під маржинальною вартістю капіталу?
8. Що характеризує фінансовий леверидж?
9. На які фактори слід звертати увагу при формуванні капіталу?
10. Що має на меті корпорація при збільшенні СК?
11. Перелічіть джерела фінансування збільшення статутного капіталу корпорації.
12. Які способи використовуються при збільшенні статутного капіталу акціонерного товариства?
13. Що розуміється під конверсією цінних паперів? Дайте визначення ціни конверсії.
14. Що має на меті корпорація при зменшенні СК?
15. Що таке санаційний прибуток і як він розраховується?
16. Якими законодавчими актами регламентується здійснення додаткової емісії?

### **Тема 4. ЕМІСІЯ АКЦІЙ ТА ДИВІДЕНДНА ПОЛІТИКА КОРПОРАЦІЇ**

- 4.1. Етапи формування емісійної політики корпорації.
- 4.2. Основні типи дивідендної політики.
- 4.3. Фактори, що характеризують інвестиційні можливості корпорації.

#### 4.1. Етапи формування емісійної політики корпорації

Залучення власного капіталу із зовнішніх джерел шляхом додаткової емісії акцій є складним та витратним процесом. Головною метою управління емісією акцій є залучення на фондовому ринку необхідного обсягу власних фінансових ресурсів у мінімально можливих термінах.

Процес управління емісією акцій будується на таких етапах (рис. 4.1):



Рис. 4.1. Основні етапи формування емісійної політики корпорації при залученні акціонерного капіталу

1. *Дослідження можливостей ефективного розміщення припустимої емісії акцій.* Рішення приймається на основі аналізу кон'юнктури фондового ринку та оцінки потенційної інвестиційної привабливості власних акцій.

Аналіз кон'юнктури фондового ринку (біржового та позабіржового) включає характеристику стану попиту та пропозиції акцій, динаміку рівня цін їх котирування, обсягів продажу акцій нових емісій та інших показників. Результатом проведення такого аналізу є визначення рівня чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії та оцінка його потенціалу поглинання обсягів акцій, що емітуються.

2. *Визначення цілей емісії.* Цілі повинні бути достатньо вагомими з позиції стратегічного розвитку корпорації та можливостей суттєвого підвищення її ринкової вартості в майбутньому періоді. Основними цілями, якими корпорація керується, є:

а) реальне інвестування, пов'язане з галузевою та регіональною диверсифікацією виробничої діяльності (створення мережі нових філій, дочірніх підприємств, нових виробництв);

б) необхідність здійснення поліпшення структури капіталу, який використовується (збільшення частки власного капіталу з метою збільшення рівня фінансової стійкості; забезпечення високого рівня власної кредитоздатності та зниження за рахунок цього вартості позикового капіталу; підвищення суми ефекту фінансового левериджу та ін.);

в) намічуване поглинання інших підприємств з метою отримання ефекту синергізму;

г) інші цілі, які вимагають швидкої акумуляції значного обсягу власного капіталу.

3. *Визначення обсягу емісії.* Необхідно виходити з попередньо розрахованої потреби в залученні власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел.

4. *Визначення номіналу, видів і кількості емісійних акцій.* Номінал акції визначається з урахуванням основних категорій майбутніх їх покупців. При цьому, якщо номінал попередньої емісії відрізняється від запланованої, необхідно провести деномінацію, тому що корпорація не може випускати акції різного номіналу. В процесі визначення видів акцій (простих чи привілейованих) визначається доцільність випуску привілейованих акцій, та визначається співвідношення між акціями. Кількість акцій, що емітуються, визначається, виходячи з обсягу емісії та номіналу однієї акції.

5. *Оцінювання вартості залучуваного акціонерного капіталу* здійснюється за двома параметрами: а) припустимим рівнем дивідендів, б) витратами, пов'язаними з випуском акцій та розміщенням емісії (приведеним до середньорічного розміру). Розрахункова вартість залученого капіталу порівнюється з фактичною середньозваженою вартістю капіталу та середнім рівнем ставки відсотка на ринку капіталу.

6. *Визначення ефективних форм андеррайтингу* (придбання цінних паперів нових випусків з метою подальшого розміщення на первинному ринку). У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» андеррайтингом визначається розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Якщо не передбачений продаж акцій безпосередньо інвестором з підписки, для того, щоб швидко та ефективно провести відкрите розміщення акцій, які емітуються, необхідно визначити склад андеррайтерів, погодити з ними ступінь їх участі в розміщенні емісії, ціну початкового котирування акції та розмір комісійної винагороди (спреда), забезпечити регулювання обсягів продажу акцій у відповідно до потреб у потоці надходжень фінансових ресурсів, які забезпечать ліквідність уже розміщених акцій на початковому етапі їх обертання.

З урахуванням зростання обсягу власного капіталу корпорація має можливість, використовуючи коефіцієнт левериджу відповідно збільшувати обсяг залучених позичкових коштів, а отже, і підвищувати суму прибутку на вкладений власний капітал.

#### 4.2. Основні типи дивідендної політики

Головною метою розроблення дивідендної політики є встановлення необхідної пропорційності між поточним споживанням прибутку власниками та майбутнім його зростанням, яке максимізує ринкову вартість підприємства та забезпечить його стратегічний розвиток.

Отже, *дивідендна політика* – це складова частина загальної політики управління прибутком, яка полягає в оптимізації пропорцій між частинами прибутку, що споживається та капіталізується з метою максимізації ринкової вартості корпорації.

Існує три принципові підходи до формування дивідендної політики – консервативний, помірний та агресивний (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

Основні типи дивідендної політики корпорації

<i>Визначальний підхід до формування дивідендної політики</i>	<i>Варіанти типів дивідендної політики, що використовуються</i>
1. Консервативний	1. Залишкова політика дивідендних виплат 2. Політика стабільного розміру дивідендних виплат
2. Помірний (компромісний)	3. Політика мінімального стабільного розміру дивідендів з надбавкою в окремі періоди
3. Агресивний	4. Політика стабільного рівня дивідендів 5. Політика постійного зростання рівня дивідендів

З урахуванням зазначених принципів дивідендна політика корпорації формується за основними ознаками, узагальненими на рисунку 4.2.

Початковим етапом формування дивідендної політики є вивчення і оцінювання факторів, які визначають цю політику.



Рис. 4.2. Послідовність формування дивідендної політики корпорації

#### 4.3. Фактори, що характеризують інвестиційні можливості корпорації

*До основних факторів цієї групи належать:*

а) стадія життєвого циклу корпорації (на ранніх стадіях життєвого циклу корпорація вимушена більше коштів інвестувати на розвиток, обмежуючи виплату дивідендів);

б) необхідність розширення акціонерною компанією власних інвестиційних програм (у період активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на розширене відтворення основних засобів та нематеріальних активів, потреба в капіталізації прибутку зростає);

в) ступінь готовності окремих інвестиційних проектів з високим рівнем ефективності (окремі підготовлені проекти вимагають прискореної реалізації з метою забезпечення ефективної експлуатації, що вимагає концентрації власних фінансових ресурсів у ці періоди).

*2. Фактори, що характеризують можливості формування фінансових ресурсів з альтернативних джерел:*

а) достатність резервів власного капіталу, сформованих у попередніх періодах;

б) вартість залучення додаткового акціонерного капіталу;

в) вартість залучення додаткового позичкового капіталу;

г) доступність кредитів на фінансовому ринку;

д) рівень кредитоспроможності корпорації, який визначається її поточним фінансовим станом.

*3. Фактори, пов'язані з об'єктивними обмеженнями:*

- а) рівень оподаткування дивідендів;
- б) рівень оподаткування майна підприємства;
- в) досягнутий ефект фінансового левериджу, обумовлений співвідношенням використовуваного власного і позичкового капіталу, яке склалося;
- г) фактичний розмір отриманого прибутку і коефіцієнта рентабельності власного капіталу.

#### 4. Інші фактори:

- а) кон'юнктурний цикл товарного ринку;
- б) рівень дивідендних виплат корпорації-конкурента;
- в) терміновість платежів по раніше отриманих кредитах;
- г) можливість втрати контролю над управлінням компанією.

Оцінювання даних факторів дозволяє визначити вибір того чи іншого типу дивідендної політики на найближчий перспективний період.

Механізм розподілу прибутку корпорації відповідно до обраного типу дивідендної політики передбачає таку послідовність дій:

I – від суми чистого прибутку віднімаються обов'язкові відрахування в резервний та інші обов'язкові фонди спеціального призначення, які формуються за рахунок прибутку;

II – частина прибутку, що залишилась, розподіляється на частини, одна з яких капіталізується, а інша – споживається;

III – сформований за рахунок прибутку фонд споживання розподіляється на фонд дивідендних виплат та фонд споживання персоналу корпорації.

Визначення рівня дивідендних виплат на одну просту акцію здійснюється за формулою

$$РДВ_{па} = \frac{ФДВ - ВП}{К_{па}}, \quad (4.1)$$

де  $РДВ_{па}$  – рівень дивідендних виплат на одну акцію,

$ФДВ$  – фонд дивідендних виплат, сформований відповідно до обраного типу дивідендної політики;

$ВП$  – фонд виплати дивідендів власникам привілейованих акцій;

$К_{па}$  – кількість простих акцій, емітованих корпорацією.

Основними формами виплати дивідендів є:

- виплата грошима (чеками);
- виплата акціями;
- автоматичне реінвестування (акціонеру надається право вибору: отримати дивіденди грошима, або реінвестувати їх у додаткові акції);
- викуп акцій корпорацією. (На суму дивідендного фонду корпорація скуповує на фондовому ринку частину акцій, що вільно обертаються. Це дозволяє автоматично збільшити розмір прибутку на одну акцію, яка

залишилась, і підвищити коефіцієнт дивідендних виплат у майбутньому періоді. Така форма використання дивідендів потребує згоди акціонерів.)

Для оцінювання ефективності дивідендної політики використовують такі показники:

а) коефіцієнт дивідендних виплат –

$$K_{дв} = \frac{\text{ФДВ}}{\text{ЧП}} \quad \text{або} \quad K_{дв} = \frac{D_a}{\text{ЧП}_a}, \quad (4.2)$$

де  $K_{дв}$  – коефіцієнт дивідендних виплат;

ФДВ – фонд дивідендних виплат;

ЧП – сума чистого прибутку корпорації;

$D_a$  – сума дивідендів, що виплачується на одну акцію;

$\text{ЧП}_a$  – сума чистого прибутку, яка доводиться на одну акцію.

б) коефіцієнт співвідношення ціни та доходу по акції:

$$K_{ц/д} = \frac{P_{Ца}}{D_a}, \quad (4.3)$$

де  $K_{ц/д}$  – коефіцієнт співвідношення ціни і доходу по акції;

$P_{Ца}$  – ринкова вартість однієї акції;

$D_a$  – сума дивідендів, виплачених на одну акцію.

### **Контрольні запитання та завдання**

1. Перерахуйте основні етапи управління емісією акцій.
2. Що включає аналіз кон'юнктури фондового ринку?
3. Що має на меті корпорація при здійсненні додаткової емісії?
4. Яким чином визначається номінал, види і кількість емісійних акцій?
5. За якими параметрами здійснюється оцінка вартості залучуваного акціонерного капіталу?
6. У чому полягає головна мета розробки дивідендної політики?
7. Дайте визначення дивідендної політики та схарактеризуйте принципові підходи до формування дивідендної політики.
8. Які фактори визначають дивідендну політику?
9. Визначте послідовність дій корпорації при розподілі прибутку відповідно до обраного типу дивідендної політики.
10. За якою моделлю здійснюється визначення рівня дивідендних виплат?
11. Які основні форми виплати дивідендів?
12. Які показники використовуються для оцінки ефективності дивідендної політики?

## **Тема 5. ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ КОРПОРАЦІЇ, ЙОГО ФУНКЦІЇ ТА МЕТОДИ**

- 5.1. Поняття фінансового менеджменту корпорації та його функції
- 5.2. Методи фінансового менеджменту корпорації
- 5.3. Фінансовий аналіз стратегічного розвитку корпорації
- 5.4. Фінансове планування
- 5.5. Аналіз руху фінансових ресурсів

### **5.1. Поняття фінансового менеджменту корпорації та його функції**

Фінансовий менеджмент – це вплив на фінанси корпорації для досягнення цілей і вирішення завдань, що стоять перед корпорацією або окремими її ланками.

*Фінансовий менеджмент* являє собою систему принципів і методів розроблення та реалізації управлінських рішень, пов'язаних з формуванням, розподілом та використанням фінансових ресурсів корпорації та організацією обігу її грошових коштів.

На підставі аналізу, проведеного при дослідженні діяльності корпорацій, стало можливим виділити такі функції фінансового менеджменту:

- 1) планування використання короткострокових фінансових ресурсів:
  - незабезпечене короткострокове фінансування;
  - забезпечене короткострокове фінансування;
  - фінансування короткострокової оренди;
- 2) планування використання довгострокових фінансових ресурсів:
  - бюджетування капіталу;
  - довгостроковий кредит і лізинг;
  - випуск звичайних і привілейованих акцій;
  - визначення вартості грошей з урахуванням доходів майбутнього періоду;
- 3) аналіз фінансового ризику;
- 4) залучення грошових коштів;
- 5) аудит;
- 6) управління податками;
- 7) консультування менеджерів вищого рівня з фінансових проблем.

1) Функція *планування* передбачає створення короткострокової та довгострокової картини руху активів у корпорацію і за її межі. Фінансове планування покликане оптимізувати прибуток і максимально підвищити ефективність використання грошей. Структура фінансового планування у взаємозв'язку з іншими функціями фінансового менеджменту відображена на рис. При складанні фінансового плану важливу роль відіграє прогнозування.

2) *Довгострокове і короткострокове прогнозування* передбачає визначення річного бюджету корпорації. Такий бюджет включає в себе операційний бюджет, бюджет наявних грошових коштів і бюджет капіталу. Операційний бюджет відображає розміщення грошових коштів у різних затратах,

витратах і доходних статтях. Бюджет наявних грошових коштів відображає баланс готівки на кінець даного періоду – місяця, кварталу тощо. Бюджет капіталу являє собою план використання активів, які повертаються через відносно тривалий час (понад один рік).

3) *Акумуляція грошових коштів* покликана віднайти можливості для концентрації необхідного обсягу грошових коштів для виконання цілей і завдань корпорації. Зокрема, коли необхідні обсяги фінансових ресурсів перебувають у розпорядженні корпорації, але вони розосереджені по численних каналах і не можуть бути оперативно залучені. Така ситуація свідчить перш за все про недоліки фінансового планування і організації фінансової діяльності корпорації.

4) *Управління грошовими коштами* передбачає, що фінансові ресурси, акумульовані для виконання цілей і задач корпорації, мають бути легко керовані. Ефективність фінансового менеджменту може стати проблематичною, якщо фінансові менеджери не в змозі справляти дійові управлінські впливи на акумульовані грошові кошти, які мають бути максимально піддатливі впливу менеджменту.

5) *Залучення грошових коштів* покликане забезпечити необхідних обсяг фінансових ресурсів за умов їх нестачі для виконання намічених цілей і завдань. Фінансові менеджери в цій функції вишукують можливості для тимчасового запозичення власних або інших грошових коштів. Таке залучення може бути здійснено шляхом одержання грошових коштів у кредит, випуску цінних паперів тощо. Джерелом можуть бути тимчасово вільні фінансові ресурси інших корпорацій.

6) *Аудит* являє собою сферу, що охоплює крім безпосереднього контролю фінансово-господарських документів, а й реалізацію контролю як такого. Неадекватні витрати, що можуть виникнути в результаті діяльності корпорації, характеризують практично гарантований шлях до фінансового краху. Тому головним завданням внутрішнього аудиту є нагляд за витратами корпорації і встановлення меж їх адекватності.

Внутрішній і зовнішній аудит – найважливіша функція фінансового менеджменту, що дозволяє оперативно володіти інформацією про рух фінансових ресурсів, про їх утворення і використання, про обґрунтованість і законність здійснюваних операцій і в кінцевому рахунку, про здоров'я фінансів корпорації. Це дозволяє ефективно справляти управлінський вплив на фінанси і керувати корпорацією за допомогою фінансів.

7) Функція *управління податками* потребує найпильнішої уваги фінансового менеджменту. Стратегія корпоративного розвитку, яка базується на збільшенні прибутку, наштовхується на перепону у вигляді податків. Оподаткування високих доходів засновується на збільшенні абсолютних сум, що вилучаються з цих доходів. Метою функції управління податками є їх мінімізація з використанням виключно законних методів.

Спеціальні способи мінімізації розмірів податків дають можливість досягти функціонування корпорації з мінімальними «втратами» прибутку, які відчужуються до державного або місцевого бюджету.

8) У функції *консультування* менеджери вищої ланки не є єдиними консультантами. Консалтингові послуги можуть надавати незалежні експерти, які спеціалізуються в галузі фінансів корпорацій, незалежні консалтингові фірми тощо. Але головними джерелами інформації про фінансовий стан корпорації є фінансові менеджери.

Головною метою фінансового менеджменту є забезпечення максимізації добробуту власників корпорації в поточному та майбутньому періоді. Ця мета полягає в забезпеченні максимізації ринкової вартості корпорації, що реалізує кінцеві фінансові інтереси її власників. Максимізація ринкової вартості корпорації далеко не завжди автоматично досягається при максимізації його прибутку. Зокрема, одержаний високий по сумі та рівню прибуток може бути повністю використаний на цілі поточного споживання, в результаті чого підприємство залишиться без головного джерела формування власних фінансових ресурсів для розвитку. Крім того, високий рівень прибутку підприємства може досягатися при відповідно високому рівні фінансового ризику та загрози банкрутства в наступному періоді, що також може обумовити зниження його ринкової вартості.

В процесі реалізації своєї головної мети фінансовий менеджмент націлений на вирішення основних задач, узагальнених в таблиці 5.1.

Таблиця 5.1

*Система основних задач, націлених на реалізацію  
головної мети фінансового менеджменту*

Головна мета фінансового менеджменту	Основні задачі фінансового менеджменту, направлені на реалізацію його головної цілі
Забезпечення максимізації добробуту власників підприємства в поточному та майбутньому періоді.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів у відповідності до задач розвитку підприємства в майбутньому періоді.</li> <li>2. Забезпечення найбільш ефективного використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства.</li> <li>3. Оптимізація грошового обігу.</li> <li>4. Забезпечення максимізації прибутку підприємства при передбачуваному рівні фінансового ризику.</li> <li>5. Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при передбачуваному рівні прибутку.</li> <li>6. Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.</li> </ol>

1. *Забезпечення формування достатнього обсягу фінансових ресурсів у відповідності до задач розвитку підприємства в майбутньому періоді.* Реалізується шляхом визначення загальної потреби у фінансових ресурсах підприємства на майбутній період, максимізації обсягу залучення власних фінансових ресурсів за рахунок внутрішніх джерел, визначення доцільності формування власних фінансових ресурсів за рахунок зовнішніх джерел, управління залучення запозичених фінансових коштів, оптимізація структури джерел формування ресурсного фінансового потенціалу.

2. *Забезпечення найбільш ефективного використання сформованого обсягу фінансових ресурсів у розрізі основних напрямів діяльності підприємства.*

Оптимізація розподілу сформованого обсягу фінансових ресурсів передбачає встановлення необхідної пропорційності в їх використанні на цілі виробничого та соціального розвитку підприємства, виплати необхідного рівня доходів на капітал, що інвестований. Повинні враховуватись стратегічні цілі розвитку підприємства та можливий рівень віддачі коштів, які були вкладені.

3. *Оптимізація грошового обігу.* Вирішується шляхом ефективного управління грошовими потоками підприємства в процесі кругообігу його грошових коштів, забезпечення синхронізації обсягів надходження і витрачання грошових коштів по окремих періодах, підтримкою необхідної ліквідності обігових активів.

4. *Забезпечення максимізації прибутку підприємства при передбачуваному рівні фінансового ризику.* Підприємство повинне намагатися максимізувати не балансовий, а чистий прибуток, який залишився в його розпорядженні, що вимагає здійснення ефективної податкової, амортизаційної та дивідендної політики. Максимізація прибутку повинна здійснюватися в межах допустимого фінансового ризику, рівень якого визначається власниками або менеджерами підприємства.

5. *Забезпечення мінімізації рівня фінансового ризику при передбачуваному рівні прибутку.* Мінімізація може бути забезпечена шляхом диверсифікації видів операційної та фінансової діяльності, а також портфеля фінансових інвестицій; профілактикою та уникненням окремих фінансових ризиків, ефективними формами їх зовнішнього і внутрішнього страхування.

6. *Забезпечення постійної фінансової рівноваги підприємства в процесі його розвитку.* Характеризується високим рівнем фінансової стійкості та платоспроможності підприємства на всіх етапах його розвитку та забезпечується формуванням оптимальної структури капіталу і активів, достатнім рівнем самофінансування.

## **5.2. Методи фінансового менеджменту корпорації**

Стосовно фінансового менеджменту корпорацій можна виділити основні комплексні методи: фінансовий аналіз, управління активами, управління пасивами. Методи фінансового менеджменту характеризують використання управлінських впливів у процесі потоків руху грошових коштів корпорації, як показано на рис. 5.1.

Фінансовий аналіз знаходить своє застосування при реалізації практично всіх функцій фінансового менеджменту. Головні напрями фінансового аналізу:

- оцінювання фінансових потреб для досягнення стратегічних цілей менеджменту;
- поділ потоків готівки залежно від конкретних планів корпорації, визначення каналів їх залучення – кредити, відшукання внутрішніх резервів, додатковий випуск акцій та облігацій тощо;
- забезпечення суворої системи фінансової звітності, яка об'єктивно відображатиме процеси прозорості контролю за фінансовим станом корпорації.

Як метод фінансового менеджменту фінансовий аналіз слугує для реалізації всіх його основних функцій.

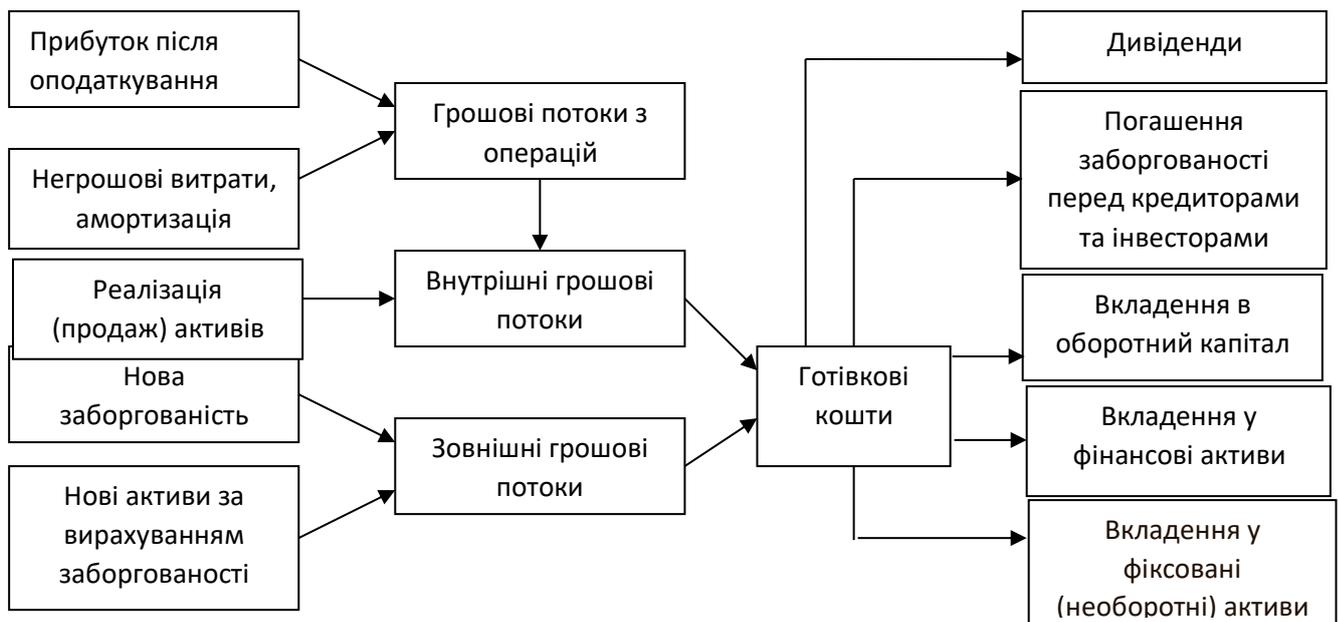


Рис. 5.1. Потоки руху фінансових ресурсів корпорації

Метод управління активами і метод управління пасивами корпорації засновані на процесі формування балансу корпорації – суворому поділу усього обсягу грошових коштів на активи і пасиви та встановленні співвідношення між ними.

Управління активами корпорації пов'язано з лівою стороною балансу. Задачами, що стоять перед менеджерами, є чітке визначення найбільш

ефективних активів і встановлення строків на обрання засобів зміни їх кількісного і якісного складу.

Управління пасивами характеризується правою стороною балансу і включає дії у двох напрямках: визначення оптимального співвідношення між довгостроковими і короткостроковими фінансовими ресурсами та вибір рішення, які саме фінансові ресурси на даний час найбільш вигідні – короткострокові чи довгострокові.

В процесі управління фінансами корпорації необхідно чітко визначити джерела формування і напрями використання її фінансових ресурсів. Застосування такого методу фінансового менеджменту, як управління балансами корпорації, передбачає управлінські впливи як на джерела формування фінансових ресурсів, так і на напрями їх використання.



*Рис. 5.2. Джерела формування і напрями використання фінансових ресурсів корпорацій*

Основним джерелом фінансових ресурсів є прибуток, амортизаційні відрахування, власний капітал і довгострокова заборгованість. Формування фінансових ресурсів здійснюється в разі, коли:

- активи в наступному періоді зменшуються порівняно з минулим періодом;
- заборгованість зростає в порівнянні з минулим періодом;

нараховується амортизація;  
реалізуються акції корпорації;  
корпорація має чистий дохід за минулий період.

### **5.3. Фінансовий аналіз стратегічного розвитку корпорації**

В інтересах розвитку корпорації досягнення цілей і задач, що стоять перед нею, доцільним є дослідження, у першу чергу, фінансового аналізу стратегії розвитку корпорації. Особливістю фінансового аналізу стратегії розвитку є його взаємозв'язок із загальною стратегією корпорації.

Загальна характеристика стратегії корпорації засновується на формулюванні стратегічного плану, до якого послідовно входять ідея ведення бізнесу, бюджет, плани випуску продукції і використання персоналу. Це здійснюється послідовним проходженням чотирьох стадій:

1) дослідження розвитку і аналіз потреб корпорації (визначаються можливості використання резервів економічної конкуренції, вивчається наявність дефіциту, здійснюється програмне планування і програмування розвитку, окреслюються заходи для досягнення цілей);

2) розвиток спеціальних програм, спрямованих на визначення потреб, що впливають з попередньої стадії;

3) втілення програм – розвиток та орієнтація напрямів, побудова персональних мереж, управління зайнятим персоналом і його ротацією, розвиток зовнішніх контактів і залучення необхідних спеціалістів;

4) визначення результатів.

Всі ці стадії замкнені, їх взаємозалежність створює логічну структуру стратегії корпорації та умови реалізації цієї стратегії на практиці.

У процесі фінансової діяльності корпорації відбувається безперервний процес формування грошових коштів, їх накопичення і спрямування на відповідні цілі корпорації.

Формулювання успішної фінансової стратегії, заснованої на підвищенні іміджу корпорації по вартісному циклу, означає розуміння того, що елементи цього циклу мають не лише функціонувати у заданому напрямі, а й взаємодіяти між собою.

Фінансовий аналіз стратегії розвитку корпорації передбачає можливість існування фінансової мобільності, яка особливо необхідна для запобігання різних випадковостей і непередбачених обставин та гнучкого реагування на них

у разі їх виникнення. Він є важливим засобом для досягнення цілей і задач, котрі стоять перед корпорацією, виступає як метод фінансового менеджменту, що характеризує роль і місце фінансового менеджменту в стратегії розвитку корпорації. Крім того, фінансовий аналіз визначає пріоритетні аспекти загальної корпоративної стратегії і забезпечує фінансову стратегію корпорації.

#### **5.4. Фінансове планування**

Фінансове планування є важливою складовою фінансового аналізу і фінансової діяльності корпорації в цілому. Фінансове планування в корпораціях виступає як процес оцінювання потреб у фінансових ресурсах, необхідних для досягнення цілей і задач, що стоять перед корпорацією. Водночас фінансове планування слугує пошукові джерел одержання необхідних фінансових ресурсів, джерел фінансування.

Як і вироблення стратегії розвитку корпорації, фінансове планування є суто внутрішньою справою відповідних служб корпорації і не афішується у відкритих джерелах. Річні звіти корпорацій не містять такі моменти, де розглядаються питання виконання чи невиконання плану, причини ситуації, що склалася.

Фінансовий план має відповідати таким характеристикам: по-перше, відображати короткострокові цілі, під якими можна розуміти зростання продуктивності та інших факторів виробництва, і довгострокові цілі, під якими розуміється перш за все забезпечення фінансової ліквідності; по-друге, це визначення фінансової політики. Остання охоплює дії, пов'язані з придбанням, управлінням і використанням фондів грошових коштів корпорації. Вона торкається таких чинників, як використання капіталу, джерела капіталу, захист капіталу, розподіл активів, визначення фінансових дій.

Вимоги до фінансового плану:

1 – об'єктивне оцінювання фінансових потреб. Для вироблення плану необхідна ретельна оцінка плану формування капіталу і плану капітальних затрат корпорації. Кожний план формування капіталу має бути адекватним основному і оборотному капіталу корпорації;

2 – гнучкість або здатність до змін. Фінансовий план повинен мати елементи еластичності, мати змогу змінюватися. Суб'єкти фінансового планування повинні мати можливість чинити адекватні впливи на будь-яку раптовість або випадковість;

3 – оптимізація використання фінансових ресурсів. Завданнями суб'єктів фінансового планування є визначення необхідних меж оптимального використання фінансових ресурсів і застосування засад наукового менеджменту

до управління основним і оборотним капіталом. Щодо формування капіталу корпорації закладається баланс між основним і оборотним капіталом, так само як і між власним і позичковим капіталом. У нормально функціонуючій корпорації власний капітал складає половину або трохи більше половини від усього обсягу капіталу;

4 – ліквідність фінансового плану. План формування капіталу має передбачати необхідність ліквідності, що зв'язано з адекватністю оборотного капіталу акціонерному капіталу, резервам і довгостроковим позикам. Має бути сформовано оптимальний компроміс між прибутковістю і ліквідністю;

5 – оптимальність способів фінансування. Зразки структури капіталу також визначаються планом утворення капіталу. Суб'єкти фінансового планування повинні визначити прийнятну структуру капіталу. Тут можливі: а) наявність лише одного виду цінних паперів, таких як прості акції; б) наявність двох типів цінних паперів – простих і привілейованих акцій; в) комбінування акціонерного і позичкового капіталу. Згідно поглядів спеціалістів, нормальною пропорцією між зазначеними джерелами формування капіталу є: прості акції – 70%, привілейовані акції – 20%, позичковий капітал – 10%. Нормальною пропорцією в структурі капіталу при підготовці до розширення ринку або різкого просування на ринок є: прості акції – 40%, вільні резерви – 20%, привілейовані акції – 20%, облігації та позики – 20%. У сталому підприємстві нормальним є наявність 60% ризикового капіталу і 40% капіталу рантьє, за яким корпорації треба сплачувати фіксовані відсотки або фіксовані дивіденди;

6 – простота. Гарний фінансовий план завжди відзначається простою структурою, якою легко можна керувати і яка не вимагає чисельної різноманітності типів цінних паперів;

7 – планове передбачення. Менеджмент має демонструвати бачення і передбачення кругозору і масштабів операцій компанії;

8 – врахування зовнішніх впливів. Зовнішні чинники справляють вплив на процес підготовки плану корпорації і процес його здійснення.

До них належать: а) умови ринку грошей, які визначають типи цінних паперів, що випускаються корпорацією, б) розвиненість торгівлі, що характеризує діловий цикл, в) ринок інвестицій, який дає характеристики поведінки потенційних і поточних інвесторів, г) державна політика в сфері оподаткування, д) загальний рівень процентних ставок, який визначає можливості ефективного використання запозичених грошових коштів.

Головним інструментом оперативного фінансового планування є кошторисне планування (бюджетування).

*Кошторис (бюджет)* – це форма планового розрахунку, яка визначає докладну програму дій корпорації на майбутній період.

Система бюджетного планування впроваджується з метою економії фінансових ресурсів, скорочення невиробничих витрат, більшої гнучкості в управлінні і контролі за собівартістю продукції, для підвищення точності планових показників.

Застосовувані в процесі оперативного планування бюджети класифікуються за ознаками, поданими на рис. 5.3.

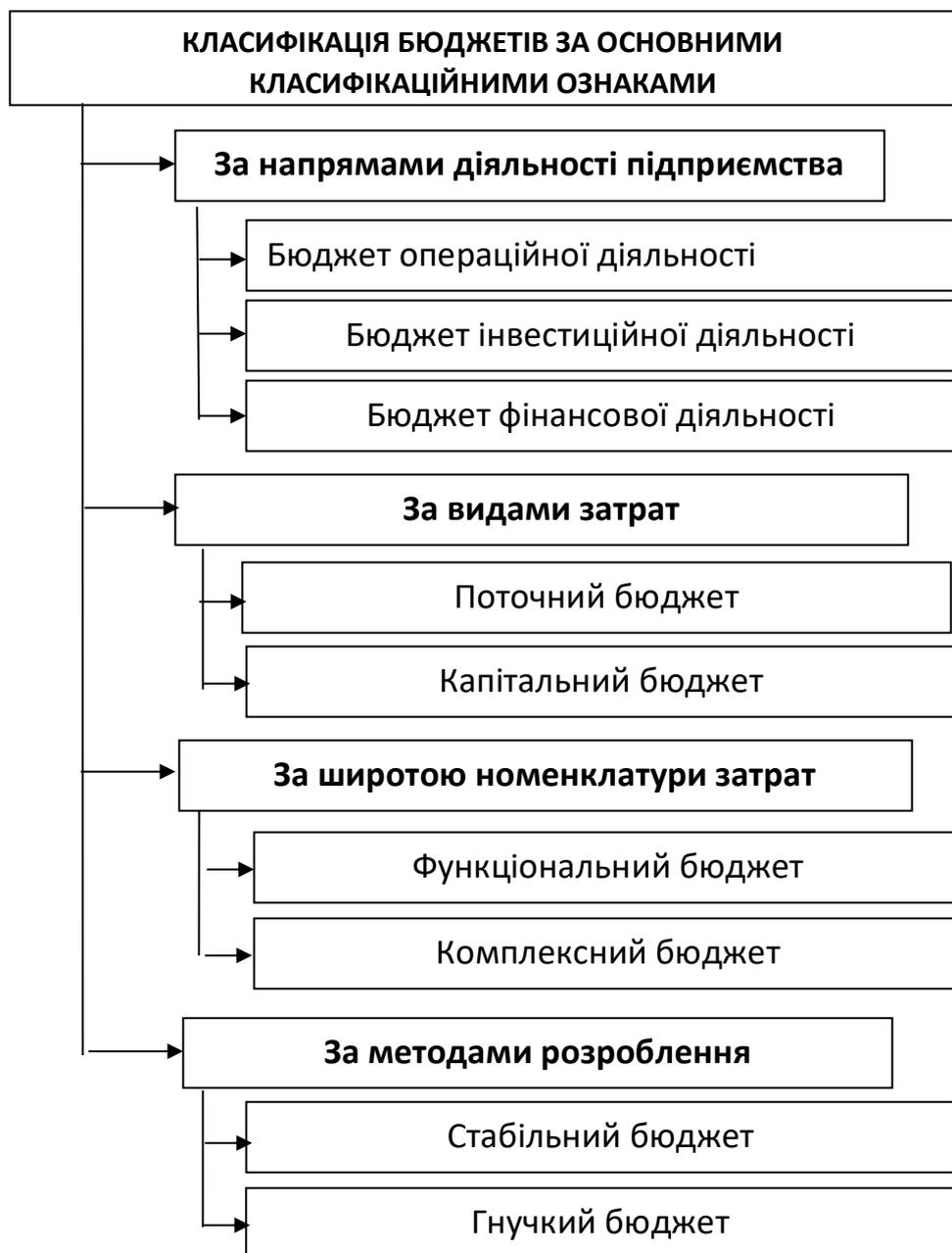


Рис. 5.3. Класифікація основних видів бюджетів

*в оперативному фінансовому плануванні*

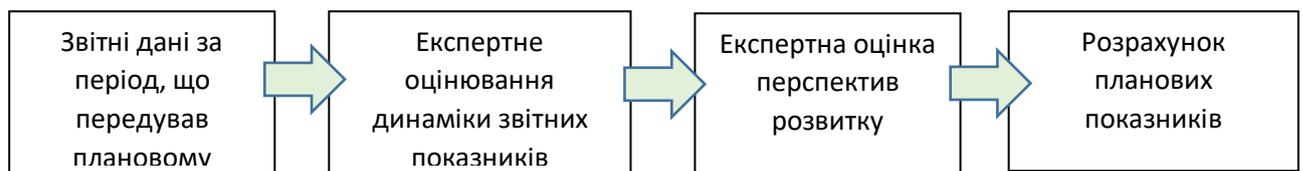
Здійснюючи фінансове планування користуються відповідними методами, зокрема: нормативним, розрахунково-аналітичним, балансовим та іншими.

Сутністю *нормативного методу* складання кошторису є розрахунок обсягу затрат і потреби в ресурсах шляхом множення норми витрат ресурсів на запланований обсяг економічного показника (реалізація, випуск продукції) це найпростіший метод. Маючи норму (норматив) і об'ємний показник, можна легко розрахувати плановий показник.

Норма (норматив) x Об'ємний показник = Плановий показник.

Приклад. Норма витрат матеріалу на виробництво одиниці продукції складає 0,7 кг. Об'ємний показник (план випуску продукції) дорівнює 10000 од. щоквартально. Планова величина витрачання матеріалу за квартал складатиме:  $0,7 \times 10000 = 7000$  кг.

Сутність *розрахунково-аналітичного методу* полягає в тому, що розраховується обсяг витрат і потреба в ресурсах шляхом множення середніх витрат на індекс їх зміни у запланованому періоді. В основі цього методу лежить використання експертного оцінювання (рис. 5.4).



*Рис. 5.4. Схема розрахунково-аналітичного методу фінансового планування*

Експертне оцінювання є результатом проведення експертизи, обробка і використання цього результату при обґрунтуванні значення ймовірності. Прийняття експертної оцінки – це комплекс логічних і математико-статистичних методів і процедур, пов'язаних з діяльністю експерта по переробці інформації, необхідної для аналізу і прийняття рішень.

Сутністю *балансового методу* є узгодження обсягу витрат і джерел розширення ресурсів (доходів). Застосовується при плануванні розподілу прибутку та інших фінансових ресурсів, плануванні потреби в надходженні коштів до фонду накопичення, фонду споживання тощо.

Наприклад, балансова ув'язка по фінансових фондах має вигляд:

$$Зп + Н = В + Зк \quad (5.1)$$

де  $Зп$  – залишок коштів на початок планового періоду, грн.;

$H$  – надходження коштів до фонду, грн.;

$B$  – витрачання коштів з фонду, грн.;

$Z_k$  – залишок коштів на кінець планового періоду, грн.

Приклад. Залишок фонду накопичення на плановий період – 20 тис. грн. Протягом року за рахунок коштів фонду планується придбати обладнання на суму 100 тис. грн. Передбачається, що залишок фонду накопичення на кінець року складе 10 тис. грн. Тоді план надходження коштів до фонду накопичення буде  $H = B + Z_k - Z_p$ , тобто  $H = 100 + 10 - 20 = 90$  тис. грн.

Сутністю методу оптимізації є багатоваріантність. З декількох кошторисів обирається найкращий з точки зору мінімальних витрат чи максимального одержаного ефекту (результату).

Приклад. Існує 2 варіанти вкладення капіталу. За I варіантом при капіталовкладеннях 100 тис. грн. річний прибуток складатиме 50 тис. грн., за II варіантом при капіталовкладеннях 200 тис. грн. річний прибуток – 60 тис. грн.

В розрахунках використовується критерій максимуму приведенного прибутку

$$P - E_n \times K \rightarrow \max, \quad (5.2)$$

де

$P$  – прибуток, грн.;

$K$  – капіталовкладення, грн.;

$E_n$  – нормативний коефіцієнт ефективності капіталовкладень ( $E_n = 0,15$ ).

Приведений прибуток складає:

I варіант: 50 тис. грн. –  $0,15 \times 100$  тис. грн. = 35 тис. грн.

II варіант: 60 тис. грн. –  $0,15 \times 200$  тис. грн. = 30 тис. грн.

Таким чином, перший варіант вкладення капіталу є більш прибутковим.

Сутність методу моделювання полягає в проведенні аналізу функціональних зв'язків між різними елементами основної діяльності та її результатами. Наприклад, моделюється залежність прибутку від рівня затрат і обсягу реалізації продукції (виручки).

### 5.5. Аналіз руху фінансових ресурсів

Фінансовий аналіз як метод фінансового менеджменту передбачає вивчення такого важливого питання, як рух фінансових ресурсів корпорації. Проблеми формування і використання фінансових ресурсів корпорації можуть виступати як індикатор її сталості. Рух фінансових ресурсів корпорації може характеризуватися як позитивними, так і негативними тенденціями її розвитку. Показники, що можуть бути використані в аналітичній роботі, є коефіцієнти і співвідношення (кореляції).

Аналіз фінансових коефіцієнтів і співвідношень використовується для оцінювання загального фінансового становища корпорації. Такий аналіз допомагає аналітикам та інвесторам визначити, чи не загрожує корпорації

банкрутство, й порівняти цю корпорацію з іншими корпораціями тієї ж галузі або з її конкурентами. Інвестори користуються фінансовими коефіцієнтами і співвідношеннями для оцінки діяльності корпорації та динаміки її розвитку.

Фінансові коефіцієнти й співвідношення використовуються банками для визначення ступеня надійності корпорації, її платоспроможності при видачі грошових позик та для встановлення обсягів цих позик.

Менеджментом корпорації фінансові коефіцієнти та співвідношення використовуються для контролю за проведенням операцій і визначенням їх ефективності. При цьому здійснюється порівняння поточних коефіцієнтів корпорації з аналогічними за більш ранні проміжки часу, а також з коефіцієнтами інших конкуруючих корпорацій.

У загальному вигляді фінансові коефіцієнти і співвідношення можуть бути класифіковані за чотирма напрямками: 1) коефіцієнти і співвідношення прибутковості; 2) коефіцієнти і співвідношення ліквідності; 3) коефіцієнти і співвідношення активності; 4) показники і співвідношення заборгованості корпорації.

Аналіз руху грошових коштів проводиться прямим і непрямим методом.

Аналіз грошових коштів прямим методом дозволяє оцінити ліквідність підприємства, оскільки детально розкриває рух грошових коштів на рахунках, що дає можливість робити оперативні висновки відносно достатності коштів для сплати по рахунках поточних зобов'язань, а також про можливість здійснення інвестиційної діяльності. Недолік даного аналізу в тому, що він не розкриває взаємозв'язок одержаного фінансового результату і зміни величини грошових коштів на рахунках корпорації.

Непрямий метод – це такий метод, за допомогою якого чистий прибуток або збиток коригується з урахуванням операцій негрошового характеру: відстрочень, нарахувань минулих років, майбутніх надходжень чи платежів, статей доходів і витрат, пов'язаних з інвестиційною та фінансовою діяльністю. На практиці непрямий метод розрахунку майже не використовується.

До основних формалізованих методів аналізу руху грошових коштів включають розрахунки відповідних коефіцієнтів, серед яких виділяють:

- коефіцієнт достатності чистого грошового потоку

$$КД_{чгп} = \frac{ЧГП}{ОБ + \Delta З_{тм} + Дв,} \quad (5.3)$$

де  $K_{дчгп}$  – коефіцієнт достатності чистого грошового потоку корпорації в періоді, що розглядається,

$ЧГП$  – чистий грошовий потік,

$ОБ$  – сума виплат основного боргу по довго- і короткострокових кредитах і позиках підприємства,

$\Delta Z_{тм}$  – сума приросту запасів товарно-матеріальних цінностей у складі оборотних активів корпорації,

$D_{в}$  – сума дивідендів (відсотків), виплачених власникам корпорації (акціонерам) на вкладений капітал (акції, паї тощо).

- Коефіцієнт ліквідності грошового потоку

$$K_{лгп} = \frac{ПГП - (ГА_{к} - ГА_{п})}{НГП}, \quad (5.4)$$

де  $K_{лгп}$  – коефіцієнт ліквідності грошового потоку корпорації в період, що розглядається,

$ПГП$  – сума валового позитивного грошового потоку (надходження грошових коштів),

$ГА_{к}$  – сума залишку грошових активів корпорації на кінець періоду, що розглядається,

$ГА_{п}$  – сума залишку грошових активів корпорації на початок періоду, що розглядається,

$НГП$  – сума валового негативного грошового потоку (витрачання грошових коштів).

- Коефіцієнт ефективності грошового потоку

$$K_{егп} = \frac{ЧГП}{НГП} \quad (5.5)$$

- Коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається

$$K_{рчгп} = \frac{ЧГП - D_{в}}{\Delta P I + \Delta F I_{д}}, \quad (5.6)$$

де  $K_{рчгп}$  – коефіцієнт реінвестування чистого грошового потоку в періоді, що розглядається,

$D_{в}$  – сума дивідендів (відсотків), виплачених власникам корпорації на вкладений капітал,

$\Delta PI$  – сума приросту реальних інвестицій корпорації в період, що розглядається,

$\Delta FI_d$ - сума приросту довгострокових фінансових інвестицій корпорації в періоді, що розглядається.

Отже, фінансові показники і коефіцієнти корпорації виступають як важливий інструмент аналізу руху фінансових ресурсів. Використання фінансових коефіцієнтів і співвідношень застосовується як всередині корпорації для аналізу поточних і стратегічних цілей фінансового менеджменту, так і зовнішніми аналітиками для незалежної та об'єктивної оцінки становища корпорації на ринку, її конкурентоспроможності тощо. При цьому коефіцієнти і співвідношення є відкритими даними, що публікуються в річних звітах корпорацій, або можуть бути розраховані на основі таких даних.

### ***Контрольні запитання та завдання***

1. Що являє собою фінансовий менеджмент корпорації?
2. Перелічіть основні функції фінансового менеджменту та дайте їм характеристику.
3. Опишіть процес потоків руху фінансових коштів корпорації.
4. Схарактеризуйте головні напрями фінансового аналізу.
5. На чому засновані методи управління активами і пасивами корпорації?
6. Які основні стадії формування стратегічного плану розвитку корпорації?
7. Дайте характеристику вартісного циклу й основних взаємозв'язків у вартісному циклі.
8. Які основні характеристики фінансового плану?
9. Перелічіть вимоги до фінансового плану.
10. Які зовнішні чинники справляють вплив на процес підготовки і реалізації фінансового плану корпорації?
11. Визначте основні методи фінансового планування.
13. Схарактеризуйте непрямий метод аналізу руху грошових коштів.
14. У чому полягає прямий метод проведення аналізу грошових коштів корпорації?

## **Тема 6. РЕЗЕРВИ КОРПОРАЦІЇ ТА ЗАХИСНІ ФУНКЦІЇ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ**

### **6.1. Функції власного капіталу.**

6.2. Види резервного капіталу та джерела його формування.

6.3. Санація балансу.

### **6.1. Функції власного капіталу**

Сутність власного капіталу корпорації проявляється через його функції. Основні з них такі:

1. *Функція заснування та введення в дію корпорації.* Власний капітал у частині статутного є фінансовою основою для введення в дію нового суб'єкта господарювання.

2. *Функція відповідальності та гарантії.* СК є свого роду матеріальним забезпеченням для кредиторів корпорації. Власному капіталу в пасиві балансу відповідають чисті активи в активній стороні балансу. Чим більший власний капітал, тим вищою є його кредитоспроможність.

3. *Захисна функція.* Чим більшим є власний капітал, тим краще захищеною є корпорація від впливу загрозливих для її існування факторів, оскільки саме за рахунок власного капіталу можуть покриватися збитки підприємства.

4. *Функція фінансування та забезпечення ліквідності.* Крім внесків у вигляді матеріальних цінностей, у власний капітал вносяться грошові кошти, які можуть використовуватися на фінансування операційної та інвестиційної діяльності корпорації, а також для погашення заборгованості по позиках. Це у свою чергу підвищує ліквідність корпорації та потенціал довгострокового фінансування.

5. *База для нарахування дивідендів і розподілу майна.* Одержаний протягом року прибуток розподіляється та виплачується власникам корпоративних прав у вигляді дивідендів, або тезаврується (спрямовується на збільшення статутного чи резервного капіталу). У разі ліквідації або реорганізації корпорації відбувається розподіл майна відповідно до частки акціонера.

*Тезаврація прибутку* – це спрямування його на формування власного капіталу підприємства з метою фінансування інвестиційної та операційної діяльності. Тезаврація визначається також як «відкрите самофінансування». Тезаврований прибуток відображається в балансі так: у пасиві за статтями – нерозподілений прибуток, резервний капітал, статутний капітал. При тезаврації прибутку як правило підвищується курс корпоративних прав; в активі він може бути спрямований на фінансування будь-яких майнових об'єктів: оборотних і необоротних, короткострокових і довгострокових.

Коефіцієнт самофінансування =  $\frac{\text{Пртезавр}}{\text{ПрЧ}}$  (тезаврований прибуток ділимо на розмір чистого прибутку).

Інакше цей показник називається «коефіцієнт капіталізації прибутку».

6. *Функція управління та контролю.* Згідно із законодавством власники корпорації можуть брати участь у його управлінні. Фактичний контроль над підприємством здійснює власник корпоративних прав.

7. *Рекламна (репрезентативна) функція.* Потужний статутний капітал створює підґрунтя для довіри до нього не тільки з боку інвесторів, а й з боку постачальників факторів виробництва і споживачів готової продукції.

Абсолютна та відносна величини власного капіталу залежать від фінансових можливостей корпорації та обраної політики щодо структури капіталу.

## **6.2. Види резервного капіталу та джерела його формування**

У широкому розумінні до резервного капіталу належать усі складові капіталу, призначені для покриття можливих у майбутньому непередбачених збитків і втрат. У вузькому розумінні – це капітал, який формується за рахунок відрахувань з чистого прибутку й відображений у балансі за статтею «Резервний капітал». Він формується в розмірах, установлених засновницькими документами й нормативними актами.

*За джерелами формування резерви поділяють на:*

- капітальні резерви – формуються за рахунок коштів власників та інших осіб (статті «Додатковий капітал» та «Капітал у дооцінках»);
- резервний капітал, сформований за рахунок чистого прибутку;
- резерви, які створюються за рахунок збільшення витрат корпорації.

*За способом відображення у звітності* резерви поділяють на відкриті та приховані. Відкриті можуть відображатися в статтях балансу «Додатковий капітал» та «Резервний капітал», а приховані резерви не фігурують в балансі. Є два способи формування прихованих резервів у балансі:

1) недооцінка активів (передчасне списання окремих активів, застосування прискореної амортизації, незастосування індексації, використання методу ЛІФО при оцінюванні запасів тощо);

2) переоцінка зобов'язань (наприклад, за статтями «Поточні забезпечення», «Поточні зобов'язання» тощо).

За обов'язковістю створення – обов'язкові та необов'язкові резерви. До обов'язкових належать резерв сумнівних боргів і резервний капітал. Резерв дивідендів або резерв гарантійних зобов'язань є необов'язковими.

Основне призначення резервів полягає в забезпеченні виконання захисної функції власного капіталу корпорації (рис. 6.1).

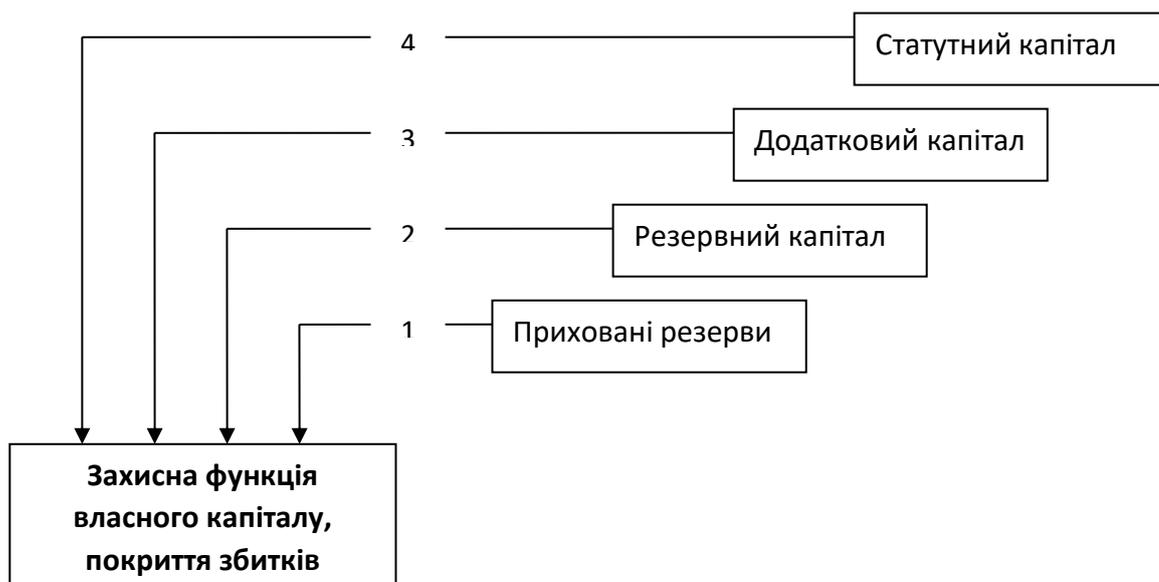


Рис. 6.1. Порядок реалізації захисної функції власного капіталу

Згідно із законодавством України на кожному акціонерному товаристві, товаристві з обмеженою відповідальністю тощо повинен бути сформований резервний (страховий) капітал. Розмір цього капіталу регламентується засновницькими документами, але не може бути меншим за 25% СК товариства. Розмір щорічних відрахувань до резервного фонду передбачається установчими документами, але не може бути меншим 5% суми чистого прибутку.

Резервний капітал може використовуватися на такі основні цілі:

- покриття збитків корпорації;
- виплата боргів у разі ліквідації;
- виплата дивідендів (якщо величина резервів перевищує мінімально допустимий рівень);
- інші цілі, передбачені законодавством чи засновницькими документами.

До формування мінімально необхідного розміру резервів їх можна використовувати лише для покриття збитків. Інформація про рух резервного капіталу, а також динаміка капітальних резервів міститься у Звіті про власний капітал підприємства.

До капітальних резервів (утворюються за рахунок капіталу власників чи інших осіб) належить додатковий капітал. *Додатковий капітал* – це сума приросту майна підприємства, яка виникла в результаті переоцінки (індексації), безоплатно одержаних необоротних активів і від емісійного доходу.

Розрізняють додатковий вкладений капітал (сума емісійного доходу, отриманого в результаті реалізації АТ власних корпоративних прав) та інший додатковий капітал (інший вкладений засновниками капітал, крім акціонерних товариств).

Додатковий вкладений капітал та інший додатковий капітал здебільшого можна використовувати за такими напрямками:

- на покриття балансових збитків за умови, що на ці цілі використані всі інші джерела;
- на збільшення статутного чи пайового капіталу;
- на покриття різниці між фактичною собівартістю вилученого капіталу, який анулюється, та його номіналом.

До основних обмежень щодо використання додаткового капіталу слід віднести заборону його спрямування на збільшення СК чи викуп власних корпоративних прав, якщо в балансі відображені непокриті збитки та недопустимість його розподілу з метою виплати дивідендів у грошовій формі.

До обов'язкових резервів належить *резерв сумнівних боргів*, який формується з метою покриття можливих збитків підприємства в результаті непогашення боржником сумнівної або безнадійної заборгованості. Нарахування суми резерву відображається у складі інших операційних витрат. Оскільки в результаті формування резерву сумнівних боргів зменшується чистий прибуток, опосередковано це впливає на розмір власного капіталу. Величина резерву сумнівних боргів визначається як сума добутків поточної дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги) відповідної групи на коефіцієнти сумнівності відповідної групи. Коефіцієнт сумнівності визначається підприємством, виходячи з фактичної суми безнадійної дебіторської заборгованості за продукцію (товари, роботи, послуги).

### **6.3. Санація балансу**

Санація балансу здійснюється за рахунок санаційного прибутку та доцільна лише в разі використання всіх інших можливостей покриття балансових збитків (після спрямування на це відкритих і прихованих резервів).

Першою складовою санаційного прибутку є *дизажіо* (дорівнює різниці між номінальною вартістю корпоративного права та ціною його викупу емітентом і витратами, пов'язаними з процедурою викупу прав та зменшення СК).

Дизажіо можна розглядати як один з видів емісійного доходу. Якщо санація балансу здійснюється за рахунок емісійного доходу, то в результаті такої операції змінюється лише структура власного капіталу, а загальна його сума залишається незмінною.

За умови викупу корпорацією власних акцій за ціною, що склалася на ринку, можливі такі варіанти:

- а) акції викуповуються за ціною, вищою від номінальної;
- б) викуп акцій за номіналом;
- в) акції викуповуються за ціною, нижчою від номінальної.

В останньому випадку ринкова ціна акцій є нижчою за номінальну вартість, інакше жоден акціонер добровільно не погодиться продати таким чином власні акції. Ціна акцій може бути нижчою за їх номінальну вартість у разі збиткової діяльності підприємства.

Найважливішою умовою використання цього методу санації є те, що для акціонерного товариства викуп акцій може бути доцільним лише за курсом,

нижчим за номінальну вартість. В іншому разі санаційний прибуток, який може бути спрямований на покриття балансових збитків, не виникає, а отже, зменшувати СК немає сенсу. При використанні такого методу корпорація може покрити засвідчені в балансі збитки, однак її платоспроможність і ліквідність дещо погіршуються, оскільки для придбання власних корпоративних прав витрачаються ліквідні засоби.

#### **Контрольні запитання та завдання**

1. Дайте характеристику основних функцій власного капіталу корпорації.
2. Як поділяються резерви за джерелами формування?
3. Перелічіть способи формування прихованих резервів корпорації.
4. Опишіть порядок реалізації захисної функції власного капіталу.
5. Якими нормативними документами регламентується розмір резервного капіталу?
6. Перелічіть напрями використання резервного капіталу корпорації.
7. Що собою являє додатковий капітал?
8. Які принципи формування і відображення у фінансовій звітності резерву сумнівних боргів?

## **РОЗДІЛ 2**

### **СИСТЕМА РЕАЛІЗАЦІЇ ІНСТИТУТУ КОРПОРАТИВНИХ І ПЕРЕВАЖНИХ ПРАВ ВЛАСНИКІВ. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ ІНВЕСТИЦІЯМИ**

#### **Тема 7. РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ. ФІНАНСОВІ ПОСЕРЕДНИКИ В СИСТЕМІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ**

- 7.1. Поняття цінних паперів, їх класифікація та категорії.
- 7.2. Вимоги до цінних паперів.
- 7.3. Функції цінних паперів.
- 7.4. Фінансові посередники на ринку цінних паперів.

##### **7.1. Поняття цінних паперів, їх класифікація та категорії**

*Цінні папери* – це документи встановленої форми з відповідними реквізитами, що посвідчують грошові або інші майнові права, визначають взаємовідносини особи, яка їх розмістила (видала), і власника, та передбачають виконання зобов'язань згідно з умовами їх розміщення, а також можливість передачі прав, що випливають із цих документів, іншим особам. Цінні папери можуть існувати у формі окремих документів (документарні) або записів на рахунках (бездокументарні).

Відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» до емісійних цінних паперів належать: акції; акції корпоративних інвестиційних фондів; корпоративні облігації; облігації місцевих позик; державні

облігації України; облігації міжнародних фінансових організацій; депозитні сертифікати банків; іпотечні облігації; сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН); інвестиційні сертифікати; казначейські зобов'язання України; державні деривативи; опціонні сертифікати; фондові варанти; кредитні ноти; депозитарні розписки.

Особливості обігу цінних паперів, які посвідчують майнові права (у тому числі похідні від них) на ресурси, які відокремились від своєї основи, визначаються законодавством.

Кожному виду ресурсів можуть відповідати ті чи інші цінні папери, котрі у свою чергу можуть виступати предметом власності, купуватися та продаватися, передаватися під заставу тощо. Розглянемо такий розподіл в таблиці 7.1.

Таблиця 7.1

*Відповідність цінних паперів видам ресурсів*

Види ресурсів	Цінні папери
Земля	Іпотечне посвідчення; земельний пай
Нерухомість	Акція; приватизаційний чек; житловий сертифікат; заставні документи
Продукція	Коносамент; складське посвідчення, що має обіг; товарний ф'ючерсний контракт; товарний опціон
Гроші	Акція; облігація; вексель; нота; депозитний або заощаджувальний сертифікат; чек; банківський акцепт

Відповідно до однієї з найпоширеніших класифікацій за економічним та юридичним статусом цінні папери поділяються на такі категорії:

*1. Цінні папери першого порядку:*

– акція – цінний папір, що свідчить про частку в статутному капіталі корпорації, дає право на частину прибутку у вигляді дивідендів та управління підприємством через участь у загальних зборах;

– облігація – цінний папір, який свідчить про боргові стосунки між позичальником та кредитором і передбачає виплату відсотків за користування грошима.

*2. Цінні папери другого порядку (деривативи):*

– опціон – похідний цінний папір, що надає право, але не зобов'язує покупця купити чи продати певну кількість активів, які лежать в основі опціону за заздалегідь відомою ціною протягом певного проміжку часу;

– ф'ючерс – безумовне зобов'язання партнерів, опосередковане біржою, продати чи купити у відповідний проміжок часу певний обсяг активів за заздалегідь відомою ціною;

– варант – похідний цінний папір, що дає право його власнику купити певний цінний папір у визначений час за відомою ціною.

3. *Комерційні цінні папери*, або цінні папери третього порядку, які обслуговують товарні угоди та товарообіг у цілому:

– вексель – цінний папір, що свідчить про безумовне грошове зобов'язання векселедавця після настання певного терміну сплатити векселетримачеві певну суму грошей;

– коносамент – документ, що визначає взаємовідносини перевізника й власника вантажу в процесі транспортування товару в міжнародному судноплавстві. Тут зазначаються умови договору та обов'язки сторін;

– акредитив – іменний цінний папір, що засвідчує право отримати в кредитній установі зазначену суму.

4. *Цінні папери, що визначають майнові права та немайнові відносини*:

– інвестиційний сертифікат – цінний папір, що випускається винятково інвестиційними фондами або інвестиційними компаніями, який свідчить про право власності на частину інвестиційного фонду в компанії;

– закладна – довгостроковий цінний папір, що емітується переважно іпотечним банком під заставу земельних ділянок, будинків та іншого нерухомого майна і приносить дохід у вигляді відсотків;

– казначейське зобов'язання – дисконтований інструмент, що випускається на один-два роки з виплатою фіксованих відсотків;

– заощаджувальний сертифікат – цінний папір, який свідчить про внесок у заощаджувальний банк;

– нота – це емісійний (кредитна нота) або неемісійний (аграрна нота) деривативний цінний папір.

(Кредитна нота – це емісійний деривативний цінний папір, що посвідчує обов'язок емітента здійснювати виплату відсоткових доходів власнику такого цінного папера у розмірі та строки, встановлені проспектом (рішенням про емісію), погашення якого здійснюється шляхом сплати емітентом власнику номінальної вартості такого цінного папера, за умови, що не відбулася подія, пов'язана із платоспроможністю третьої особи, зазначеної у проспекті (рішенні про емісію).

Аграрна нота – це неемісійний цінний папір, що посвідчує безумовне зобов'язання боржника, забезпечене заставою, здійснити поставку сільськогосподарської продукції або сплатити грошові кошти кредитору відповідно до умов, визначених таким цінним папером).

## **7.2. Вимоги до цінний паперів**

Посвідчення прав на ресурси визнаються цінними паперами, коли вони відповідають таким вимогам:

– оборотність – здатність цінного паперу куплятися чи продаватися на ринку, а також у багатьох випадках виступати як самостійний платіжних

документ, котрий забезпечує обіг інших товарів. Це вказує на те, що цінний папір існує лише як особливий товар, який повинен мати свій ринок;

- доступність для цивільного обігу – здатність цінного паперу не лише куплятися, але й бути об'єктом інших цивільних угод (позика, застава, дарування, зберігання);

- стандартність – цінні папери повинні мати уніфікований зміст, коло учасників, термін обігу, місце торгівлі, єдині форми самого цінного папера та права;

- серійність – можливість випуску цінного паперу однорідними серіями, партіями, класами;

- документальність – цінний папір завжди документ певного виду, що містить передбачені законодавством реквізити;

- урегульованість і визнання державою. Документи мають бути визнані державою як цінні папери для того, щоб забезпечити можливість впливу на них і довіру громадян. Погано регульовані та не визнані державою як цінні папери не можуть претендувати на статус «цінних», якою б безмежною не була фантазія фінансистів;

- ліквідність – здатність цінного паперу бути швидко проданим, трансформуватися у грошові кошти без втрат для власника. Якщо ринок відмовляється визнати ліквідність цінного папера, то останній стає просто папером;

- ризикованість – можливість втрат, пов'язаних з інвестиціями в цінні папери і неминуче їм притаманна. Інколи цю ознаку називають визначеністю, тобто можливістю для інвестора мати судження про ризикованість цінного папера;

- обов'язковість виконання – відмова може бути лише у випадку доведення того, що цінний папір потрапив до тримача незаконним шляхом.

### **7.3. Функції цінних паперів**

До основних функцій цінних паперів можна віднести:

- *мобілізаційна*. Сутність у тому, що корпорація або держава досягає такого моменту, коли починає відчувати нестачу коштів і активно залучати додаткові фінансові ресурси для продовження діяльності на розширеній основі. Ця функція передує всім іншим і, по суті, є визначальною;

- *перерозподільна* – сприяє переливанню грошових капіталів між галузями і сферами економіки, між територіями і країнами, між групами і верствами населення, між населенням і сферами економіки, між населенням і державою;

- *забезпечувальна* – передбачає два аспекти функціонування цінних паперів: покривають виконання зобов'язань та отримання доходу на капітал. Принцип забезпечення, який реалізовується через дану функцію, полягає в тому, що цінні папери передаються кредитору лише на випадок невиконання

боржником своїх зобов'язань Якщо такого не трапилось, то цінні папери або права на них повертаються емітенту;

– *управлінська* – передбачає наявність у власника цінного папера реальних механізмів впливу і можливості брати участь в управлінні емітентом. Така функція притаманна лише акціям, пайовим свідоцтвам, сертифікатам із часткою, інвестиційним сертифікатам;

– *позичальна* – виконується лише борговими цінними паперами. Ця функція не дає права на управління справами емітента;

– *розрахункова* – передбачає, що цінні папери можуть виступати засобом розрахунку чи платежу, тобто виконувати одну з функцій грошей. Така функція є можливою, тому що цінні папери, як і гроші, мають вартість.

#### **7.4. Фінансові посередники на ринку цінних паперів**

Фінансові посередники характеризуються як компанії, що надають своїм клієнтам послуги в галузі інвестування. Це інститути, які організують безпосереднє регулювання попиту та пропозиції на фінансові ресурси в економіці, основні суб'єкти ринку капіталів. На розвиненому ринку здійснюють свою діяльність величезна кількість фінансових посередників, котрі за невелику плату надають різні види фінансових послуг. Ці послуги пов'язані як з емісією фінансових активів, так і з обігом на вторинному ринку.

В українському законодавстві фінансове посередництво здійснюють професійні діячі фондового ринку. До такої діяльності належать:

- діяльність з торгівлі цінними паперами (брокерська, дилерська діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами);
- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- діяльність з управлінням іпотечним покриттям;
- депозитарна діяльність;
- розрахунково-клірингова діяльність;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку.

У Законі України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» й інших законах, що регулюють діяльність на фондовому ринку, дається роз'яснення щодо визначень і напрямів посередницької діяльності. Зокрема:

1) *Діяльність з торгівлі цінними паперами* здійснюється торговцями цінними паперами – господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банками. Торговець цінними паперами може провадити дилерську діяльність, якщо має сплачений грошима статутний капітал у розмірі не менш як 120 тис. грн, брокерську діяльність та діяльність з управління цінними паперами – не менш як 300 тис. грн, андеррайтинг – не менш як 600 тис. грн.

*Брокерська діяльність* – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої

особи), за дорученням і за рахунок іншої особи (комісійна діяльність). Брокер виступає посередником, агентом інвестора, діє від імені клієнта та за його дорученням і отримує винагороду у вигляді комісійних. Брокерські комісійні складають основну частину витрат на проведення трансакцій на фондовому ринку.

*Дилерська діяльність* – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом (комерційна діяльність). Основний дохід дилерів – це додатна різниця між цінами продажу та купівлі цінних паперів. Різниця в цінах купівлі-продажу є платою дилерам за терміновість і врівноваження тимчасового дисбалансу між попитом-пропозицією на певні види цінних паперів, що перебувають в обігу на ринку.

Часто дилерів називають спекулянтами та маркет-мейкерами (ті, що формують ринок).

Торговців цінними паперами, які проводять операції з великими пакетами цінних паперів як від свого імені, так і в інтересах клієнтів, називають трейдерами. Як правило, трейдери виконують на ринку і брокерські, і дилерські функції.

*Андерайтинг* – розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Основним елементом андерайтингу є викуп цінних паперів у емітента. Процедура, що включає викуп цінних паперів у емітента за фіксованою ціною, характерна для класичного андерайтингу, при якому андерайтер приймає на себе всі ризики щодо розміщення цінних паперів на ринку. Якщо ціна викупу вища від ціни розміщення на ринку, андерайтер отримує прибуток, в іншому разі – збиток. Різницю між ціною розміщення та ціною викупу цінного папера називають *андерайтинговим дисконтом*. Він залежить від обсягів емісії й від ступеня ризику цінних паперів.

Останнім часом посередники намагаються уникати класичного типу андерайтингу, і контракт на здійснення викупу за фіксованою ціною не підписують. Андерайтери консультують емітентів і допомагають їм за певну винагороду здійснити розміщення цінних паперів на ринку.

*Діяльність з управління цінними паперами* – діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.

2) *Діяльність з управління активами інституційних інвесторів* – професійна діяльність компанії з управління активами, що проводиться нею за

винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.

3) *Діяльність з управління іпотечним покриттям* – діяльність, що здійснюється за винагороду банком чи іншою фінансовою установою згідно з відповідним договором про управління іпотечним покриттям.

4) *Депозитарна діяльність* – надання послуг щодо зберігання цінних паперів, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках.

5) *Діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів* – збір, фіксація, обробка, зберігання та надання даних, які складають систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їх емітентів і власників.

6) *Розрахунково-клірингова діяльність* – діяльність з визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів і розрахунків за ними.

7) *Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку* – діяльність зі створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозицій, проведення регулярних торгів фінансовими інститутами за встановленими правилами, централізованого укладання і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу й розрахунків за ними, та розв'язання спорів між членами організатора торгівлі.

Таким чином, узагальнимо *призначення фінансових посередників*:

- діяльність фінансових посередників дає змогу окремим корпораціям та іншим суб'єктам економити на деяких операціях завдяки спеціалізації;
- залучення вільних інвестиційних ресурсів і спрямування їх у корпоративний сектор;
- зниження рівня ризиків при здійсненні інвестиційної діяльності;
- діяльність дилерів дає змогу пом'якшити надзвичайні цінові коливання, що сприяє забезпеченню ліквідності та стабільності ринку;
- надання консультаційних послуг корпоративним структурам.

### ***Контрольні запитання та завдання***

1. Перелічіть види цінних паперів, визначених Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок».
2. Схарактеризуйте відповідність цінних паперів видам ресурсів.
3. Дайте класифікацію цінних паперів за економічним та юридичним статусом.
4. Які вимоги висуваються до цінних паперів?
5. Розкрийте сутність основних функцій цінних паперів.
6. Схарактеризуйте види діяльності, пов'язаної з торгівлею цінними паперами.

7. Розкрийте напрями посередницької діяльності, визначені в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок».

8. Проаналізуйте й узагальніть призначення фінансових посередників на ринку цінних паперів.

## **ТЕМА 8. ФІНАНСОВІ ІНВЕСТИЦІЇ КОРПОРАЦІЙ. ОСНОВИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ МАТЕМАТИКИ.**

8.1. Сутність і класифікація інвестицій корпорації.

8.2. Оцінювання доцільності фінансових інвестицій, методи оцінювання. Формування портфеля цінних паперів та управління ним.

8.3. Моделі оптимізації інвестиційного портфеля.

8.4. Концепція і методичний інструментарій оцінювання вартості грошей у часі за схемою простих і складних відсотків.

8.5. Базова модель оцінювання фінансових активів (DCF-модель).

8.6. Моделі оцінювання облігацій. Визначення поточної вартості акцій.

### **8.1. Сутність і класифікація інвестицій корпорації**

*Інвестиції* – це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

Інвестиції здебільшого класифікуються за такими ознаками:

- об'єктами вкладення (фінансові та реальні);
- строками інвестування (коротко- й довгострокові);
- характером участі в інвестиційному процесі (прямі та непрямі).

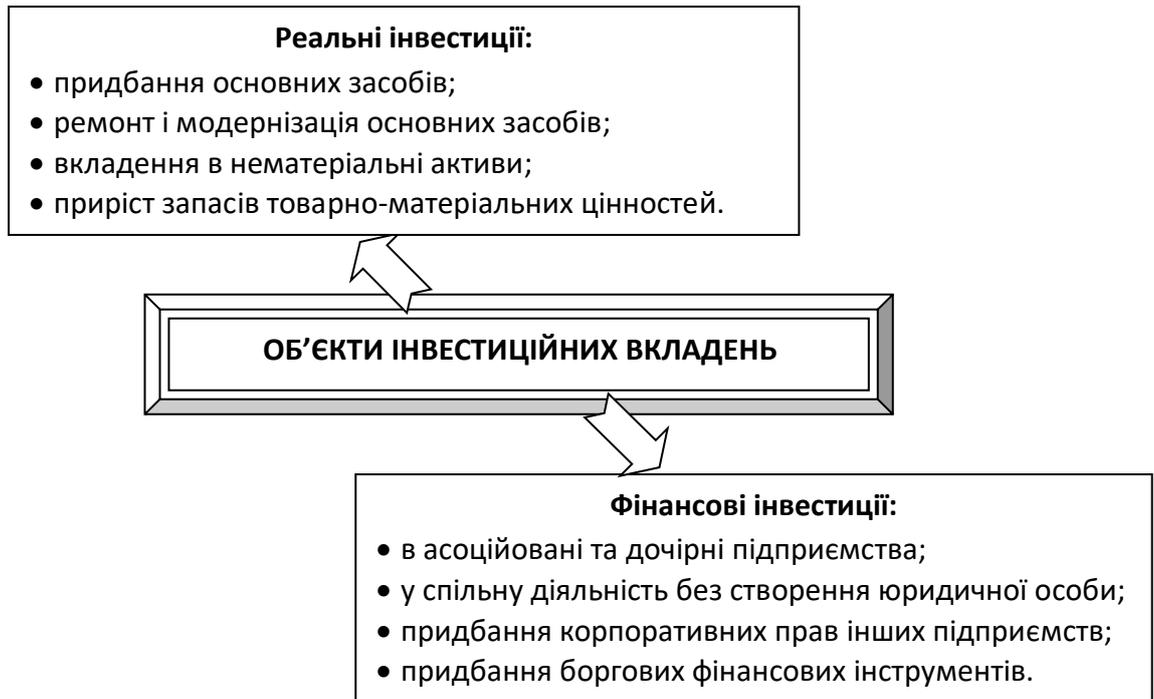


Рис. 8.1. Класифікація інвестицій за об'єктами вкладення

Під *фінансовими інвестиціями* розуміють активи, які утримуються корпорацією з метою збільшення спекулятивного прибутку (відсотків, дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора. Фінансові інвестиції можуть бути довго- й короткострокові.

Основні цілі здійснення фінансових інвестицій:

- одержання прибутку;
- поглинання чи здобуття контролю над підприємством-конкурентом, зокрема з метою його ліквідації;
- створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів);
- поліпшення фінансово-господарських зв'язків з постачальниками сировини (матеріалів, комплектуючих) та споживачами готової продукції;
- диверсифікація діяльності й одержання доступу до певного сегмента ринку;
- збереження ліквідних резервів (як правило, поточні фінансові інвестиції).

## **8.2. Оцінювання доцільності фінансових інвестицій, методи оцінювання. Формування портфеля цінних паперів та управління ним.**

При прийнятті інвестиційних рішень порівнюються очікувані доходи від вкладання коштів у певний об'єкт капіталовкладень, з доходами від інших, альтернативних можливостей інвестування.

Розрізняють два основні підходи до оцінювання інвестицій:

- *статистичний аналіз*: усі показники, які характеризують об'єкт інвестування, розглядаються в короткостроковому періоді; при розрахунках

використовуються величини, зафіксовані в певний проміжок часу (факт зміни вартості грошей у часі не враховується);

– *динамічний аналіз*: показники аналізуються в динаміці, з урахуванням зміни вартості грошей у часі за ряд періодів.

#### Методи оцінювання фінансових інвестицій

*Метод дисконтування Cash-flow*, або метод розрахунку внутрішньої (потенційної) вартості інвестицій.

Доцільність фінансових інвестицій визначається шляхом приведення до теперішньої вартості очікуваних чистих грошових потоків від здійснення інвестицій та зіставлення сумарної величини цих потоків із собівартістю інвестицій (грошових виплат на придбання інвестиції). Вартість інвестиції визначається за таким алгоритмом:

$$C_0 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} - E_0, \quad (8.1)$$

де  $C_0$  – вартість інвестицій;  $CF$  – чистий грошовий потік (Cash-flow) від здійснення інвестицій;

$E_0$  – собівартість інвестицій;

$r$  – коефіцієнт, який характеризує ставку дисконтування ( $r = p/100\%$ ;  $p$  – ставка дисконтування (ставка доходності за найкращою (або середньою) з альтернативних можливостей вкладення коштів на ринку; складається з двох компонентів: фіксованої ставки за безризиковими вкладеннями та середньоринкової премії за ризик);

$n$  – період, протягом якого кошти вкладаються у фінансові інвестиції (кількість інтервалів, за які нараховуються доходи).

Керуючись критерієм прибутковості, рішення щодо інвестиційних вкладень може бути прийняте, якщо вартість інвестиції є не меншою від нуля ( $C_0 > 0$ ). Тоді рентабельність інвестицій дорівнюватиме або перевищуватиме ставку рентабельності за альтернативними вкладеннями на ринку. За наявності багатьох альтернативних вкладень перевага надається тому фінансовому інструменту, вартість якого є найвищою.

*Метод ефективної ставки відсотка* застосовується для оцінювання фінансових вкладень з фіксованою ставкою доходності (облігації, привілейовані акції, депозитні сертифікати тощо). При цьому може використовуватися як статистичний, так і динамічний підхід.

За статистичного підходу вигідність інвестицій визначається на основі порівняння ефективної ставки відсотка за кількома альтернативними об'єктами інвестування. Перевага віддається тим інвестиціям, які характеризуються вищою рентабельністю.

Якщо погашення інвестицій здійснюється в кінці періоду і вони придбані з дисконтом, тобто за ціною, нижчою, ніж ціна погашення, доцільно використати такий алгоритм розрахунку ефективної ставки відсотка ( $R_e$ ):

$$R_e = \frac{i - d/n}{K_e} \times 100\%, \quad (8.2)$$

де  $d$  – дисконт, виражений у відсотках ( $K_n - K_e$ );

$i$  – фіксована відсоткова ставка;

$K_e$  – курс емісії (собівартість інвестицій), %;

$K_n$  – курс погашення інвестицій, %.

У разі, якщо інвестиції придбані з премією, тобто за ціною, вищою, ніж ціна їх погашення, то формула набуде такого вигляду:

$$R_e = \frac{i + g/n}{K_e} \times 100\%, \quad (8.3)$$

де  $g$  – премія, з якою придбані інвестиції ( $K_e - K_n$ ).

Недоліком використання цього методу оцінювання є те, що він не враховує чинник зміни вартості грошових потоків у часі.

*Метод визначення внутрішньої норми прибутковості, IRR* при оцінюванні інвестицій передбачає розрахунок відносного показника – ставки дохідності, за якої вартість інвестицій дорівнює нулю (теперішня вартість усіх грошових видатків на здійснення інвестицій дорівнює теперішній вартості всіх грошових надходжень від цієї інвестиції). Ця ставка відповідає мінімальній ставці рентабельності, за якої пріоритет може надаватися альтернативним вкладенням на ринку.

Згідно із цим методом перевага повинна віддаватися тому об'єкту інвестицій, внутрішня норма прибутковості за яким є більшою, ніж середня ставка дохідності за альтернативними вкладеннями на ринку капіталів.

Для розрахунку внутрішньої норми прибутковості у формулу (8.1) замість  $C_0$  підставимо нуль, а замість  $r$  – коефіцієнт, який характеризує внутрішню ставку дохідності ( $r_e$ ), оскільки саме за нульової внутрішньої вартості інвестицій їх норма дохідності дорівнює середній ставці дохідності за альтернативними вкладеннями. Методом передбачено, що шукану відсоткову ставку можна розрахувати на основі зіставлення вартості інвестицій за двох пробних варіантів ставок дисконтування ( $r_{e1}, r_{e2}$ ), які підбираються таким чином, що в інтервалі між  $r_{e1}$  та  $r_{e2}$  вартість інвестиції змінює своє значення з «+» на «-», і навпаки. Отримаємо алгоритм, котрий рекомендовано використовувати для розрахунку внутрішньої норми прибутковості,

$$r_e = r_{e1} - C_{01} \times \frac{r_{e2} - r_{e1}}{C_{02} - C_{01}}, \quad (8.4)$$

де  $C_{01}$ ;  $C_{02}$  – внутрішня вартість інвестицій за різних варіантів ставки дисконтування.

Якщо  $r_e > r$ , то інвестиції в аналізований об'єкт вигідні.

У практиці фінансового менеджменту в країнах з розвиненими ринковими інституціями такий метод оцінювання інвестицій на сьогоднішній день є найуживанішим.

#### *Ризик зміни відсоткових ставок і дюрація*

Найважливішим інструментом оцінювання ризику зміни відсоткових ставок та його нейтралізації є розрахунок показника дюрації. *Дюрація* характеризує середньозважений період, протягом якого інвестор може амортизувати собівартість інвестиції, тобто отримати початкову суму фінансових вкладень.

Чим ближчий цей показник до планового періоду вкладання коштів, тим меншим є ризик зміни відсоткових ставок. Значення цього показника за облігації з нульовим купоном збігається зі строком їх погашення. У такому разі зміна відсоткових ставок на ринку фактично не впливає на ринковий курс цінних паперів.

Корпорація у своїй діяльності може залучати грошові ресурси не лише за рахунок випуску власних цінних паперів, а й вкладенням коштів в інші цінні папери, намагаючись отримати від цього додатковий прибуток. У результаті у корпорації створюється так званий портфель цінних паперів. Він може нараховувати не один десяток різноманітних цінних паперів, тому виникає необхідність управління портфелем цінних паперів.

#### *Заходи щодо управління портфелем цінних паперів:*

- планування складу портфеля;
- аналіз складу портфеля;
- регулювання складу портфеля;
- підтримка його ліквідності;
- отримання доходу.

Перш ніж формувати портфель цінних паперів, ставлять мету:

– одержання постійного доходу (для цього залучаються надійні цінні папери);

– нарощення капіталу (залучаються цінні папери молодих компаній, які не завжди надійні, але обіцяють (і виплачують, хоча б спочатку) високі відсотки по облігаціях);

– зниження ризику вкладених коштів (залучаються багато різноманітних цінних паперів).

У нинішніх умовах корпорація при формуванні портфеля цінних паперів має на меті таке:

1. Зберегти капітал за допомогою цінних паперів зі зростаючою курсовою вартістю.

2. Придбати цінні папери, які можуть замінити готівку: векселі, ощадні сертифікати, облігації.

3. Розширення сфер впливу через вкладення коштів у цінні папери фінансово-промислових груп, кредитні установи, інвестиційні фонди (вплив на емітента здійснюється при значній частці цінних паперів).

4. Спекулятивна гра на курсових різницях цінних паперів.

Існують два способи управління портфелем цінних паперів: активний і пасивний.

Прихильники *активного управління* дотримуються точки зору, що наявність портфеля цінних паперів – явище динамічне, тимчасове, тому оперативно відстежуються і купуються високодохідні цінні папери. Такі управляючі легко позбавляються низькоприбуткових та ненадійних цінних паперів.

*Пасивне управління* націлене на створення довгострокового портфеля цінних паперів з визначеним рівнем ризику й визначеним прибутком.

Для визначення найбільш ефективного набору цінних паперів здійснюється моніторинг. При цьому існує ціла низка показників, які дозволяють здійснити аналіз емітента (рентабельність, обсяг продаж, ціни на акції, рівень дивіденду цінних паперів).

*Загальний розрахунок прибутковості портфеля цінних паперів*

$$P_n = d_1p_1 + d_2p_2 + \dots + d_np_n,$$

де  $d$  – питома вага цінних паперів;

$p$  – дохідність по цінних паперах.

Формування портфеля цінних паперів пов'язане з ризиком. Розрізняють специфічний та системний ризик. Специфічний ризик пов'язаний з різними видами цінних паперів, коли оцінюється ризик кожного випуску. Ризик знижується за рахунок диверсифікації портфеля.

*Системний ризик* впливає зі стану економіки та ринку, і визначається рівнем інфляції, змінами оподаткування, політичними обставинами, тобто цей ризик майже непередбачуваний. Разом з тим у розвинених країнах розраховують системний ризик за допомогою  $\beta$ -коефіцієнта. Існують спеціальні організації, які розраховують  $\beta$ -коефіцієнт, установлюючи рейтинг цінних паперів.

$\beta_{\text{коефіцієнт}} = \text{дохідність певного цінного папера} / \text{дохідність ринку цінних паперів}$ .

Якщо коефіцієнт дорівнює 1, цінні папери мають середній ступінь ризику, більше одиниці – ризикові, менше одиниці – з низьким ризиком.

### **8.3. Моделі оптимізації інвестиційного портфеля**

Мета оптимізації портфеля цінних паперів – формування такого портфеля, який би відповідав вимогам підприємства як по прибутковості, так і по ризиках.

Вона досягається шляхом збільшення кількості різних видів цінних паперів в портфелі.

Задачу оптимізації можна сформулювати наступним чином. Нехай дохідність портфеля з  $N$  цінних паперів  $R_p$  та його показник ризику  $\sigma_p$  визначаються такими функціями:

$$R_p = (W_i, \sigma_i, r_i; i = 1 \dots N);$$

$$\sigma_p = (W_i, \sigma_i, r_i; i = 1 \dots N),$$

де  $W_i$  – питома вага цінного папера в портфелі у відсотках;

$\sigma_i$  – характеристика ризику даного цінного папера (часто – середнє квадратичне відхилення дохідності цінного папера);

$r_i$  – дохідність цінного папера.

При побудові моделі слід урахувувати природні обмеження: сума часток усіх цінних паперів  $W_i$  становить 100%, кількість цінних паперів не може бути від'ємною.

При вирішенні задачі введемо критеріальні обмеження.

I варіант – задається певна максимально допустима величина ризику  $\sigma_{reg}$ . Тоді задача оптимізації зводиться до вибору такої структури портфеля, при якій його ризик не перевищує заданого значення, а дохідність є максимальною,

$$\begin{cases} R_p \rightarrow \max; \\ \sigma_p \leq \sigma_{reg}; \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{cases}$$

II варіант – задається певна мінімально прийнятна величина прибутковості  $R_{reg}$ . У цьому випадку задача оптимізації зводиться до вибору структури такого портфеля, дохідність якого вища або дорівнює заданому значенню, а ризик мінімальний,

$$\begin{cases} R_p \geq R_{reg}; \\ \sigma_p \rightarrow \min; \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{cases}$$

Вирішивши ці задачі щодо оптимізації портфеля з  $N$  цінних паперів, корпорація може отримати інформацію щодо кількості та видів цінних паперів, які потрібно придбати, щоб сформувати портфель з досить високою прибутковістю та прийнятним ступенем ризику.

Модель Марковиця має такі припущення:

– як розрахунковий показник прибутковості цінного папера приймається математичне очікування прибутковості;

– за ризик приймається середнє квадратичне відхилення прибутковості;

– допускається, що дані минулих періодів, які використовуються при розрахунках прибутковості та ризику, повною мірою відображають майбутнє значення прибутковості;

– ступінь і характер взаємозв'язку між цінними паперами виражається коефіцієнтом лінійної кореляції.

За цією моделлю прибутковість портфеля – це рівнозважена прибутковість паперів, які в ньому містяться; визначається за формулою

$$R_p = \sum_{i=1}^N W_i \times r_i,$$

де  $N$  – кількість цінних паперів в портфелі;

$W_i$  – відсоткова частка відповідного папера в портфелі;

$r_i$  – прибутковість відповідного папера.

Ризик портфеля визначається середнім квадратичним відхиленням його прибутковості

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{a=1}^n \sum_{b=1}^n (w_a \times \sigma_a \times w_b \times \sigma_b \times \rho_{ab})},$$

де  $W_a, W_b$  – відсоткові частки певних паперів у портфелі;  $\sigma_a, \sigma_b$  – ризик;  $\rho_{ab}$  – коефіцієнт лінійної кореляції.

$$\left\{ \begin{array}{l} \sum_{i=1}^n W_i \times r_i \rightarrow \max; \\ \rho_p = \sqrt{\sum_{a=1}^n \sum_{b=1}^n (w_a \times \sigma_a \times w_b \times \sigma_b \times \rho_{ab})}; \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{array} \right.$$

Аналогічно представляється й обернена задача.

Модель Шарпа розглядає взаємозв'язок прибутковості кожного цінного папера з прибутковістю ринку в цілому.

Модель Квазі-Шарпа здатна працювати в умовах нашого фондового ринку та за деякими характеристиками подібна до моделі Шарпа.

Основні припущення моделі полягають у такому:

– як прибутковість цінного папера приймається математичне очікування прибутковості;

– під одиничним портфелем цінних паперів розглядається портфель, який складається з усіх цінних паперів, що взяті у рівній пропорції;

– взаємозв'язок прибутковості цінного папера та прибутковості одиничного портфеля описується лінійною функцією;

– під ризиком цінного папера розуміють ступінь його прибутковості залежно від змін прибутковості одиничного портфеля;

– вважається, що дані минулих періодів, які використовуються при розрахунку прибутковості і ризику, відображають повною мірою значення прибутковості.

Згідно з моделлю Квазі-Шарпа прибутковість цінного папера пов'язується з прибутковістю одиничного портфеля функцією лінійної регресії

$$R_i = \beta_i (\overline{R_{sp}} - \overline{R_{sp}}),$$

де  $R_i$  – прибутковість цінного папера;

$\beta_i$  – коефіцієнт регресії;

$\overline{R_i}$  – середня прибутковість цінного папера за минулі періоди;

$\overline{R_{sp}}$  – середня прибутковість одиничного портфеля за минулі періоди.

Коефіцієнт  $\beta$  характеризує ступінь залежності прибутковості цінного папера від прибутковості одиничного портфеля, і чим він вищий, тим сильніша залежність коливань прибутковості цінного папера від коливань прибутковості одиничного портфеля. Коефіцієнт  $\beta$  називають  $\beta$ -ризиком.

Рівняння, яке встановлює зв'язок між ризиком акції, що вимірюється  $\beta$ , і прибутковістю акції, називається *рівнянням ринку цінних паперів* – SLM

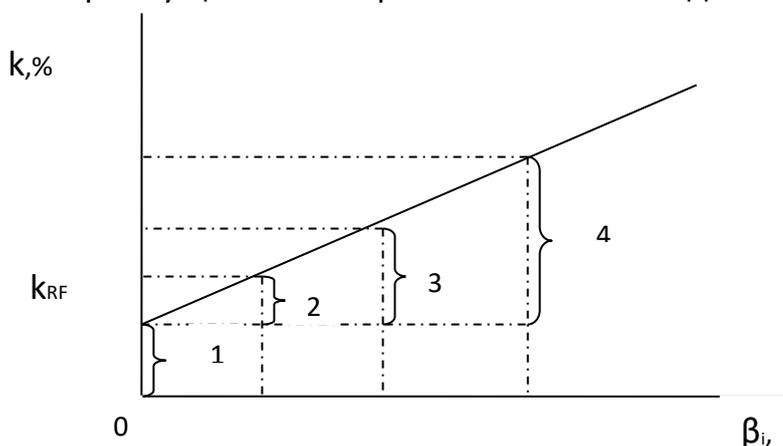
$$k_i = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \times \beta_i,$$

де  $k_i$  – необхідна прибутковість акції;

$k_{RF}$  – безризикова прибутковість;

$k_M$  – необхідна дохідність портфеля.

Лінія ринку цінних паперів має такий вигляд:



1 – безризикова прибутковість, 2 – премія за ризик володіння відносно безпечною акцією, 3 – премія за ринковий ризик, 4 – премія за ризик володіння відносно ризиковою акцією

Рис. 8.2. Лінія ринку цінних паперів

Згідно моделі Квазі-Шарпа прибутковість портфеля цінних паперів – це середньозважена прибутковості цінних паперів.

$$R_p = \sum_{i=1}^N (R_i \times W_i) + (R_{sp} - R_{sp}) \times \sum_{i=1}^N (\beta_i \times W_i),$$

де  $R_{sp}$  – очікувана прибутковість одиничного портфеля.

Ризик портфеля цінних паперів визначається за формулою:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n (\beta_i \times W_i)^2 \times \sigma_{sp}^2 + \sum_{i=1}^n (\sigma_i^2 \times W_i^2)}$$

де  $\sigma_{sp}$  – очікувана прибутковість одиничного портфеля,  $\sigma_{\epsilon i}$  – кінцевий ризик  $i$ -го цінного папера.

З використанням моделі пряма задача набуває вигляду:

$$\begin{cases} \frac{\sum_{i=1}^n (R_i \times W_i) + (R_{sp} - \bar{R}_{sp}) \times \sum_{i=1}^n (\beta_i \times W_i)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\beta_i \times W_i)^2 \times \sigma_{sp}^2 + \sum_{i=1}^n (\sigma_i^2 \times W_i^2)}} \rightarrow \max \\ W_i \geq 0; \\ \sum W_i = 1. \end{cases}$$

Відповідного вигляду набуває обернена задача.

#### 8.4. Концепція і методичний інструментарій оцінювання вартості грошей у часі

Критерієм успішної діяльності корпорації є зростання її ринкової вартості, примноження капіталу, внесеного власниками. Тому одержання очікуваного доходу від інвестицій належить до найвідповідальніших завдань управління корпоративними фінансами. Треба прагнути залучити капітал на найбільш вигідних умовах (найдешевший), а інвестувати його в активи, вартість яких згодом перевищить витрати на їх придбання. Тому в процесі управління інвестиційною та іншою фінансовою діяльністю корпорації слід урахувувати зміни вартості фінансових активів, які викликані низкою об'єктивних факторів і відбуваються впродовж певного періоду часу.

Концепція зміни вартості грошей у часі полягає в тому, що вартість грошей з часом змінюється з урахуванням норми прибутку на фінансовому ринку, як такою звичайно виступає норма позичкового відсотка (або відсотка). Тобто, одна й та ж сума грошей в різні періоди часу має різну вартість; ця вартість на сьогодні завжди вища, ніж у будь-якому майбутньому періоді.

Основними причинами зміни вартості грошей є:

- інфляційні (або дефляційні) процеси в економіці;
- комерційна надійність (ненадійність) бізнес-партнерів (наявність ризику невиконання зобов'язань);
- надання підприємцями переваги наявним грошам.

Отже:

- 1) сьогодні гроші дорожчі, ніж завтра;
- 2) гроші втрачають свою вартість через інфляцію, ризик, схильність до ліквідності.

Відповідно часова вартість грошей як результат впливу зазначених чинників може розглядатися з позицій:

- теперішньої вартості майбутніх грошових потоків;
- майбутньої вартості грошей, які є у розпорядженні на поточний момент часу.

Основним інструментарієм оцінювання вартості грошей у часі є *відсоткова ставка* (ставка відсотка) – питомий показник, згідно з яким у визначені терміни

виплачується сума відсотка в розрахунку на одиницю грошового капіталу. Зазвичай відсоткова ставка характеризує співвідношення річної суми відсотка і суми наданого (запозиченого) грошового капіталу (вираженого в десятковому дробі або відсотках).

Методи нарахування відсотка поділяють на попередні та послідувачі.

*Попередній метод* нарахування відсотка (метод пренумерандо або антисипативний метод) характеризує спосіб розрахунку платежів, при якому нарахування відсотку здійснюється на початку кожного інтервалу.

*Послідуючий метод* нарахування відсотка (метод постнумерандо або декурсивний метод) характеризує спосіб платежів, при якому нарахування відсотка здійснюється в кінці кожного інтервалу.

*Дискретний грошовий потік* характеризує потік платежів на вкладений грошовий капітал, який має чітко детермінований період нарахування відсотків та кінцевий термін повернення основної його суми.

*Безперервний грошовий потік* характеризує потік платежів на вкладений грошовий капітал, період нарахування відсотків за котрим не обмежений, а відповідно не визначений і кінцевий термін повернення основної суми. Одним з найпоширеніших видів таких грошових потоків є ануїтет (фінансова рента) – тривалий потік платежів, що характеризується однаковим рівнем відсоткових ставок у кожному з інтервалів періоду часу, що розглядається.

У процесі порівняння грошових коштів при плануванні їх потоків в тривалому періоді часу використовуються два основних поняття – майбутня вартість грошей або їх теперішня вартість.

*Теперішня вартість грошей* являє собою суму майбутніх грошових коштів, приведену з урахуванням визначеної ставки відсотку до теперішнього періоду часу. Визначення теперішньої вартості грошей характеризує процес дисконтування їх вартості, який являє операцію, зворотну нарощенню і здійснювану шляхом вилучення з майбутньої вартості відповідної суми відсотків (дисконтної суми).

*Майбутня вартість грошей* являє собою суму інвестованих в теперішній момент коштів, на яку вони перетворюються через певний період часу з врахуванням визначеної ставки відсотка (відсоткової ставки). Визначення майбутньої вартості грошей характеризує процес нарощення їх вартості (компаундування), котрий полягає в приєднанні до їх початкової суми нарахованої суми відсотків.

*Простий відсоток* – сума доходу, нарахована до основної суми грошового капіталу в кожному інтервалі загального періоду його використання, за якою подальші її перерахунки не здійснюються. Або це нарахування відсотка лише на початково інвестовану суму.

Наприклад, на початку року інвестор розміщує на рахунок в банку суму  $P$  під відсоток  $r$ . Через рік він одержить суму  $P_1$ , яка дорівнює початково інвестованим коштам плюс нараховані відсотки, чи

$$P_1 = P + P_r = P(1+r).$$

Через два роки сума на рахунку складатиме

$$P_2 = P + P_r + P_r = P(1+2r).$$

Аналогічно можна визначити суму  $P_n$ , яку вкладник одержить через  $n$  років

$$P_n = P(1+r \times n), \quad (8.1)$$

де  $P_n$  – майбутня вартість;

$P$  – теперішня вартість.

Приклад. Розрахувати нарощену суму з вихідної суми в 20000 грн при розміщенні її у банку на умовах нарахування простих відсотків, якщо річна ставка 15%, а період нарахування – 10 років.

Розв'язок. Нарощена сума складає  $20000(1 + 0,15 \times 10) = 50000$  грн.

Нарахування за схемою простих відсотків застосовується, як правило, в короткострокових фінансових операціях, коли інтервал нарахування збігається з періодом нарахування (і дорівнює строку менше 1 року) або коли після кожного інтервалу нарахування кредитор виплачуються відсотки.

Якщо простий відсоток нараховується протягом періоду, який складає менше року, формула (8.1) набуває вигляду

$$P_t = P(1 + r(t/T)) \quad (8.2)$$

де  $t$  – кількість днів нарахування відсотку протягом року;

$T$  – кількість днів у році;

$P_t$  – майбутня сума внеску при нарахуванні відсотку за  $t$  днів;

$r$  – відсоток, що нараховується.

Якщо не зазначено інше, звичайно нарахований відсоток задається як відсоток в розрахунку на рік. Тоді за  $t$  днів буде нарахована тільки його частина, а саме

$$r(t/360) \quad \text{або} \quad r(t/365)$$

$$P_t = P(1 + r(t/360)) \quad (8.3)$$

чи  $P_t = P(1 + r(t/365)). \quad (8.4)$

Для порівняльного аналізу фінансові розрахунки необхідно здійснювати на підставі одного часового періоду, тобто 360 або 365 днів. Тому виникає необхідність перерахунку величини відсотка з однієї часової бази на іншу. Це можливо зробити за допомогою формул:

$$r = r / 360 \times 365, \quad (8.5)$$

$$r = r / 365 \times 360, \quad (8.6)$$

де  $r$  – ставка відсотка на базі 365 днів;

$r$  – ставка відсотка на базі 360 днів.

Якщо період нарахування відсотків вимірюється в місяцях, формулу можна записати таким чином:

$$P_t = P(1 + r \times t/12). \quad (8.7)$$

*Складний відсоток* являє собою суму доходу, нарахованого в кожному інтервалі загального періоду його використання, яка не виплачується, а приєднується до основної суми грошового інтервалу і в наступному платіжному інтервалі сама приносить дохід. Застосовується при довгострокових фінансових операціях.

Складні відсотки їх нараховують не тільки на основну суму, а й на суму, що включає як основну, так і нараховані раніше відсотки. У цьому випадку кажуть, що відбувається капіталізація відсотків у міру їх нарахування.

За перший період нарахування відсотків базою для нарахування є основна сума:

$$P_1 = P (1 + r)$$

Відмінність результатів між складним і простим відсотками виникає, починаючи з другого періоду нарахування, оскільки в кінці другого року його капітал зростає до

$$P_2 = P (1 + r) + P (1 + r) r = P (1 + r) (1 + r) = P (1 + r)^2$$

У кінці третього року він складе:

$$P_3 = P (1 + r)^2 + P (1 + r)^2 r = P (1 + r)^2 (1 + r) = P (1 + r)^3.$$

Аналогічно можна показати, що через  $n$  років сума на рахунку збільшиться до величини

$$P_n = P (1 + r)^n. \quad (8.8)$$

Складний відсоток може нараховуватися частіше, ніж один раз на рік. Відсотки, що нараховуються з певною періодичністю, називаються дискретними. У цьому випадку річна ставка називається номінальною, а відсоткова ставка за один інтервал нарахування вважається рівною відношенню номінальної ставки до кількості інтервалів у році. Нарощена сума буде розраховуватися за такою формулою:

$$P_n = P (1 + r/m)^{nm}, \quad (8.9)$$

де  $m$  – періодичність нарахування відсотка протягом року.

Розрахунки теперішньої вартості грошей здійснюють за допомогою дисконтування. Дисконтування – це зведення економічних показників різних років до порівняного в часі вигляду. Воно здійснюється за допомогою коефіцієнта дисконтування, в основі розрахунків лежить формула складних відсотків.

Формула дисконтованої або приведеної вартості

$$P = \frac{P_n}{(1+r)^n}, \quad (8.10)$$

де  $P_n$  – майбутня вартість;

$P$  – дисконтована або приведена вартість;

$\frac{1}{(1+r)^n}$  – коефіцієнт дисконтування.

Економічний зміст цього коефіцієнта полягає в тому, що його величина відповідає поточній вартості однієї грошової одиниці, яка буде одержана в кінці періоду  $n$  при складному відсотку  $r$ . Його величина залежить від тривалості часового періоду і необхідної ставки дисконту.

При нарахуванні складного відсотка  $m$  разів на рік формула (8.10) набуває вигляду:

$$P = \frac{P_n}{(1+r/m)^{mn}}, \quad (8.11)$$

а для відсотка, що нараховується безперервно:

$$P = \frac{P_n}{e^m}, \quad (8.12)$$

На підставі формул (8.10), (8.11), (8.12) одержуємо відповідно формули дисконтованої вартості для простого відсотка:

$$P = \frac{P_n}{1+n \times r}; \quad (8.13)$$

$$P = \frac{P_n}{1+r(t/360)}; \quad (8.14)$$

$$P = \frac{P_n}{1+r(t/365)}. \quad (8.15)$$

На практиці виникають питання визначення періоду часу, необхідного для збільшення суми  $P$  до значення  $P_n$  при нарахуванні відсотка  $r$ .

Для простого відсотка з формули (8.13) одержимо

$$n = (P_n/P - 1) : r. \quad (8.16)$$

Майбутню вартість грошей можна визначити за формулою

$$F = \sum_{t=1}^n C_t (1+r)^{n-t}, \quad (8.17)$$

де  $F$  – майбутня вартість потоку платежів;

$C_t$  – сума платежу за рік  $t$ ;

$r$  – відсоток, під який інвестується сума  $C_t$ ;

$n$  – кількість років, протягом котрих здійснюються виплати.

Як видно з формули, нарахування відсотків на перший платіж здійснюється протягом  $(n - 1)$  року, тоді як сама виплата відбувається тільки в кінці першого року.

### 8.5. Базова модель оцінювання фінансових активів (DCF-модель)

Відомі два принципово різні підходи до оцінювання цінних паперів залежно від їх видів. Перший підхід призначений для оцінювання первинних цінних паперів – акцій та облігацій, які мають прямий зв'язок з грошовими потоками корпорації, тому ключовим елементом методики оцінювання є модель дисконтування грошового потоку (DCF-модель).

Другий метод використовується для оцінювання похідних цінних паперів, таких як опціони, котрі мають непрямий зв'язок з грошовими потоками корпорації. Свою назву похідні цінні папери, або деривативи, дістали за тієї обставини, що ці папери цінні не самі по собі, а лише завдяки первинним фінансовим активам. Оцінювання деривативів здійснюється за допомогою моделей ціноутворення опціонів, які значно відрізняються від DCF-моделей.

Розглянемо базову модель оцінювання фінансових активів (DCF-модель).

Оцінювання первинних цінних паперів, яке ґрунтується на прогнозуванні грошового потоку, виконується за такою схемою:

1) оцінюється грошовий потік, що передбачає оцінку величини грошових надходжень і відповідного ризику в розрізі періодів;

2) необхідна прибутковість грошового потоку встановлюється з розрахунку ризику, пов'язаного з ним, та прибутковості, яку можна досягти при інших альтернативних вкладеннях;

3) грошовий потік дисконтується за очікуваною прибутковістю;

4) дисконтовані величини складаються для визначення вартості активу.

Базове рівняння оцінки фінансових активів має вигляд:

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+k_1)^1} + \frac{CF_2}{(1+k_2)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+k_t)^t} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k_n)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k_t)^t}, \quad (8.18)$$

де  $V_0$  – поточна, або приведена, вартість активів;

$CF_t$  – очікуване грошове надходження в момент  $t$ ;

$k_t$  – очікувана прибутковість у період  $t$ ;

$n$  – кількість періодів, протягом яких очікується надходження грошових коштів.

Базова модель оцінювання може застосовуватися як до матеріально-речових активів, так і до цінних паперів. Залежно від видів цінних паперів формула (12.18) може змінюватись.

Надалі будемо вживати такі позначення для оцінювання величини різних інструментів:

$V_b$  – вартість облігацій;

$V_p$  – вартість привілейованих акцій;

$V_s$  – вартість звичайних акцій.

### **8.6. Моделі оцінювання облігацій. Визначення поточної вартості акцій.**

Законом України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» передбачено випуск та обіг відсоткових, цільових і дисконтних облігацій. З економічної точки зору облігації можна поділити на купонні й безкупонні (дисконтні). Розглянемо цю задачу в класичному варіанті – для купонних облігацій. Згідно з умовами інвестування в ці боргові фінансові інструменти корпорація-емітент облігацій зобов'язується здійснювати періодичний відсотковий платіж на річній або піврічній основі та погасити номінальну вартість

облігації до визначеного терміну закінчення їх дії. Купонна облігація має такі характеристики:

- номінальну вартість  $M$ ;
- термін до погашення  $N$ ;
- відсоткову ставку  $i_n$ ;
- купонні виплати  $INT$ ;
- умови виплати відсотків (періодичність виплат)  $m$ .

Математична модель оцінювання грошової вартості облігації ґрунтується на дисконтуванні грошових потоків, які виплачуються протягом всього терміну до погашення. Вартість облігації в теперішній момент часу дорівнює дисконтованій сумі всіх з нею пов'язаних грошових потоків

$$V_B = \sum_{k=1}^N \frac{INT}{(1 + i_B)^k} + \frac{M}{(1 + i_B)^N} \quad (8.19)$$

Приклад. Номінальне значення облігації становить  $M = \$1000$ .

У договорі зазначено, що:

- кількість років до погашення –  $N = 20$  років;
- номінальна відсоткова ставка –  $i_B = 14\%$ ;
- періодичність виплати відсотків –  $m = 1$  рік.

Згідно з договором інвестор має право отримати щорічно

$INT = i_B \times M = \$140$  та ще  $\$1000$  через 20 років.

Необхідно оцінити ринкову вартість облігації в умовах ринку, які змінюються.

Припустімо, що в момент емісії облігації ринкова відсоткова ставка дорівнює номінальній. Ми хочемо визначити ринкову вартість цієї облігації в момент емісії. Скористаємося формулою (8.19)

$$V_B = \sum_{k=1}^{20} \frac{140}{(1 + 0,14)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,14)^{20}} = 140 \times 6,6231 + 1000 \times 0,0728 = \$1000.$$

У результаті розв'язання одержано  $V_B = \$1000$ , тобто договір виявився справедливим.

Через 4 роки інвестор отримав 4 купони, тобто 4 рази по  $\$140$ . До погашення залишилося 16 років. Ринкова відсоткова ставка не змінилась і складає 14%. Визначимо знову вартість облігації

$$V_B = \sum_{k=1}^{16} \frac{140}{(1 + 0,14)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,14)^{16}} = 140 \times 6,2651 + 1000 \times 0,1229 = \$1000.$$

Вартість облігацій закономірно залишилась рівною номіналу, так як ситуація на ринку не змінилась.

Припустимо, що середня ринкова відсоткова ставка збільшилась на 2% та становить 16%. До погашення облігації залишилося, як і було, 16 років. В цьому випадку вартість нашої облігації складе

$$V_B = \sum_{k=1}^{16} \frac{140}{(1 + 0,16)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,16)^{16}} = 140 \times 5,6685 + 1000 \times 0,0930 = \$886,6.$$

Така ситуація має логічне пояснення, тому що за аналогічними облігаціями інвестори отримуватимуть більше, то власники такої облігації намагатимуться її позбутися. Це створить на ринку підвищений попит, унаслідок чого ціна угод буде знижуватись.

Якщо купоном передбачені виплати декілька разів на рік ( $m$ ), то формула для розрахунку вартості облігації зміниться

$$V_B = \sum_{k=1}^{n \times m} \frac{INT \div m}{(1 + \frac{i_B}{m})^k} + \frac{M}{(1 + \frac{i_B}{m})^{n \times m}}$$

Знайдена вартість облігації не обов'язково збігається з тією ціною, за якою облігація реально котирується на ринку,  $V_B \neq P_0$ , де  $P_0$  – ринкове котирування облігації на момент часу «тепер».

Виникає задача, чому дорівнює реальна прибутковість облігації, поданої у вигляді відсоткової ставки. Ця величина називається «дохідність до погашення» та позначається  $Y_m$ . Використовуючи базове рівняння (8.19),  $Y_m$  можна визначити за допомогою рівняння

$$V_B = \sum_{k=1}^n \frac{INT}{(1 + Y_m)^k} + \frac{M}{(1 + Y_m)^n} \quad (8.20)$$

**Безкупонна (дисконтна) облігація.** У процесі емісії такі облігації продаються зі знижкою (дисконтом). Величина знижки визначається відсотковою ставкою за цією облігацією. Зазвичай дисконтні облігації мають термін погашення від 1 до 3 років. Проведемо оцінювання вартості такої облігації за допомогою прикладу.

**Приклад.** Підприємство А в момент емісії придбало пакет дисконтних державних облігацій за ціною 82 грн за штуку з періодом обігу 365 днів та номінальною вартістю до погашення 100 грн. Дохідність цього фінансового інструмента на момент емісії складала

$$i_B = \frac{M - P_1}{P_1} = \frac{100 - 82}{82} = 21,95\% .$$

Через 165 днів, або за 200 днів до погашення облігації підприємство вирішило реалізувати на ринку цей пакет цінних паперів. Ціна продажу була визначена таким чином:

$$V_B = \frac{M}{(1 + i_B \times t / 365)} = \frac{100}{(1 + 0,2195 \times 200/365)} = 89,26 \text{ грн.}$$

Продавець дисконтнував вартість облігації до погашення (100 грн), використавши як дисконтну ставку (21,95%) той рівень прибутковості, який

забезпечував йому такий фінансовий інструмент. Зміст цього розрахунку полягає в тому, щоб розділити початкову величину дисконтного доходу ( $100 - 82 = 18$  грн) між продавцем та покупцем відповідно до тривалості періодів володіння фінансовим активом. Продавець володів активом 165 днів з 365 та бажає отримати свою частину дисконтного прибутку:  $89,26 - 82 = 7,26$  грн з однієї облігації.

Покупцю (на думку продавця) повинна дістатися та частина дисконтного прибутку, яка відповідає 200 дням володіння фінансовим інструментом:  $100 - 89,26 = 10,74$  грн.

Інституційні інвестори, котрі бажали придбати ці державні облігації, вважали запропоновану ціну завищеною, тому що домінуюча відсоткова ставка на ринку аналогічних фінансових ресурсів на момент продажу склала 23%. Вартість облігації в цьому випадку становитиме

$$V_B = \frac{M}{(1 + K_d \times t / 365)} = \frac{100}{(1 + 0,23 \times 200/365)} = 88,81 \text{ грн,}$$

тобто стала закономірно нижчою. Підприємству А довелося задовольнитися такою ціною свого фінансового ресурсу.

Характеризуючи цей факт, сучасна фінансова теорія справедливо називає минулі витрати «мертвими», тобто такими, що не мають значення при обґрунтуванні фінансових рішень.

Модель визначення поточної вартості облігації з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні така

$$V_B = \frac{M + INT}{(1 + i_B)^N}.$$

Особливість *привілейованих акцій* полягає в тому, що капітал вкладається на невизначений проміжок часу, а величина дивідендів фіксована. Зазначені фактори визначають спосіб оцінювання цих акцій як нескінченного ануїтету.

$$V_P = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_P}{(1 + i_B)^k} = \frac{D_P}{i_B}. \quad (8.21)$$

Як норма прибутковості використовується прибутковість аналогічних привілейованих акцій, які обертаються на ринку.

Приклад. На час емісії привілейованих акцій кожний інвестор заплатив \$ 200 за акцію, отримавши на заміну зобов'язання емітента виплачувати йому щорічно \$ 25. Нехай також  $i_B = 12,5\%$ , тоді у цьому випадку ми маємо нескінченний ануїтет \$ 25, і його теперішнє значення дорівнює

$$V_P = \frac{25}{0,125} = \$ 200.$$

Якщо  $i_B = 20\%$ , то

$$V_p = \frac{\quad}{0,2} = \$ 125.$$

Проаналізуємо, як зміниться вартість привілейованих акцій, виходячи зі стратегії поведінки інвестора на фондовому ринку. Нехай інвестор володіє пакетом привілейованих акцій, кожна з яких дає йому \$ 10. Норма прибутковості аналогічних інструментів оцінюється на рівні  $i_b = 20\%$ .

1) Оцінимо ринковий курс акції за умови, що інвестор не збирається продавати акції. За допомогою формули (8.21) одержимо

$$V_p = \frac{10}{0,2} = \$ 50.$$

Інвестор вважає, що, володіючи привілейованою акцією, він має \$ 50.

2) Стратегія інвестора полягає в тому, що через два роки, тобто після двох дивідендних виплат, він забажає продати акцію. Для цього йому необхідно оцінити її вартість за умови, що відсоткова ставка не змінилась.

Спочатку оцінимо вартість так званого термінального значення  $T$ , тобто вартість акції через два роки.

$$T = \frac{D_p}{i_b} = \frac{10}{0,2} = \$ 50.$$

Дисконтуємо дві найближчі дивідендні виплати та термінальне значення

$$T = \frac{D_p}{(1+i_b)^1} + \frac{D_p}{(1+i_b)^2} + \frac{T}{(1+i_b)^2} = \frac{10}{(1+0,20)} + \frac{10}{(1+0,20)^2} + \frac{50}{(1+0,20)^2} = \$ 50,$$

тобто вартість привілейованої акції не зміниться, якщо тільки не зміниться прибутковість аналогічних фінансових інструментів.

Оцінимо вартість привілейованої акції в припущенні, що через два роки відсоткова ставка знизиться на один пункт та буде дорівнювати 19%. Тоді термінальне значення становитиме

$$T = \frac{10}{0,19} = \$ 52,6,$$

а сумарне дисконтоване значення всіх грошових потоків при ставці 20% складе

$$V_p = \frac{10}{(1+0,20)} + \frac{10}{(1+0,20)^2} + \frac{50}{(1+0,20)^2} = \$ 52,89.$$

Таким чином, вартість акції стає закономірно вищою.

Базове рівняння визначення ринкової вартості простих акцій полягає в тому, що дійсна ринкова вартість акції ( $V_s$ ) – це поточна вартість очікуваних у майбутньому дивідендів. Вартість простої акції оцінюється за формулою:

$$V_s = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1+i_b)^k}, \quad (8.22)$$

де  $D_1$  – розмір дивідендів, виплачуваних в  $t$ -році,

$i_b$  – прибутковість простих акцій, які використовуються в якості показника дисконту для приведення дивідендних виплат до теперішнього моменту часу.

Далі вся послідовність дивідендів розбивається на дві групи:

1-ша група – дивіденди протягом оглядного часу горизонту.

2-га група – нескінченна послідовність дивідендів, що залишилися, які замінюють термінальним значенням (Т).

Нехай N – кількість років в оглядному горизонті, тоді з урахуванням вартості грошей у часі отримаємо

$$V_s = \frac{D_1}{(1+i_b)} + \frac{D_2}{(1+i_b)^2} + L + \frac{D_N}{(1+i_b)^N} + \frac{T}{(1+i_b)^N} . \quad (8.23)$$

У межах оглядного горизонту дивіденди прогноуються для кожного року окремо.

Для другої групи дивідендів робиться припущення стосовно темпу зростання:

- незмінне значення  $D'$ , або нульовий темп зростання ( $g = 0$ );
- певний позитивний темп зростання дивідендів ( $g > 0$ ).

Отже, розрахунок термінального значення може здійснюватися в одному з двох варіантів:

якщо  $g = 0$ , то

$$T = \frac{D'}{i_b} ;$$

якщо  $g > 0$ , то використовується формула Гордона

$$T = \frac{D'_1}{i_b - g} .$$

У цих формулах як дивіденд використовується перша після закінчення оглядного горизонту величина дивіденду, що планується до виплати. Якщо останній дивіденд становив \$ 10, а темп зростання дивідендів очікується на рівні 2%, то у формулу Гордона слід підставити \$ 10,2.

З наведеного інструментарію оцінювання фінансових інструментів інвестування, розглянутого на окремих прикладах, слід узагальнити низку висновків. Зокрема, менеджерам корпорації особливу увагу необхідно звертати на такі характеристики цінного паперу, як установлена по ньому прибутковість грошового потоку, рівень ризику, пов'язаного з цим цінним папером, а також прибутковість, яку можна досягти при інших альтернативних вкладеннях. При виборі оптимальних параметрів даних показників слід керуватися набутим світовим досвідом та практикою функціонування фінансових ринків.

### **Контрольні запитання та завдання**

1. У чому полягає концепція оцінювання вартості грошей у часі?

2. Яким основним інструментарієм користуються при оцінюванні вартості грошових активів у часі?
3. Схарактеризуйте методи нарахування відсотків.
4. Дайте визначення поняттям дискретного і безперервного грошових потоків.
5. Визначте поняття «ануїтет» та наведіть приклади ануїтетних платежів.
6. Розкрийте поняття простого і складного відсотків.
7. Наведіть моделі нарахування за схемою простих та складних відсотків.
8. Наведіть моделі дисконтування за схемою простих та складних відсотків.
10. Дайте визначення інвестиціям.
11. Які об'єкти інвестиційних вкладень Ви знаєте?
12. Розкрийте сутність фінансових інвестицій.
13. Які основні цілі здійснення фінансових інвестицій?
14. Схарактеризуйте методи оцінювання фінансових інвестицій: дисконтування Cash-flow, ефективної ставки відсотка, визначення внутрішньої норми прибутковості.
15. Перелічити заходи щодо управління портфелем цінних паперів.
16. Які способи управління портфелем цінних паперів Ви знаєте?
17. Дайте коротку характеристику моделей оптимізації портфеля цінних паперів (Марковиця, Шарпа, Квазі-Шарпа).

## **Тема 9. КОРПОРАТИВНІ ПРАВА ТА КУРСИ АКЦІЙ**

- 9.1. Статутний капітал і корпоративні права.
- 9.2. Балансовий і ринковий курси акцій.
- 9.3. Курс емісії корпоративних прав.
- 9.4. Переважне право власників на придбання акцій (часток).

### **9.1. Статутний капітал і корпоративні права**

*Корпоративні права* – це права власності на частку (пай) у статутному капіталі юридичної особи, включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також частки активів у разі її ліквідації.

*Емітентом корпоративних прав* може бути держава в особі уповноваженого органу або юридична особа, яка від свого імені розміщує корпоративні права і зобов'язується виконувати обов'язки, що впливають з умов їх випуску.

*Номінальна вартість акцій (часток)* – це та вартість, котра відображається в сертифікаті акцій (чи у свідоцтві учасника) та в умовах їх випуску і береться до уваги при визначенні кількості голосів на зборах та реалізації інших

прав власників. Сукупна номінальна вартість корпоративних прав, випущених підприємством, становить його номінальний, або статутний, капітал.

У разі добровільної чи примусової ліквідації (банкрутства) господарських товариств за недостатності іншого майна підприємства на погашення його зобов'язань спрямовуються кошти (майно), які формують статутний капітал. Право акціонера (учасника) на частину майна підприємства, яка перевищує його внесок у статутний капітал, може бути реалізоване лише при ліквідації юридичної особи та наявності активів після задоволення першочергових зобов'язань.

Основними видами корпоративних прав є акції, частки учасників у статутному капіталі ТОВ і паї.

Підтвердженням права власності на цінні папери є сертифікат, а в разі знерухомлення цінних паперів або їх емісії в бездокументарній формі – виписка з рахунку в цінних паперах, яку зберігач зобов'язаний надавати власникові цінних паперів. Виписка з рахунку, яка містить інформацію про наявність цінних паперів, не може бути предметом угод, що тягнуть за собою перехід права власності на цінні папери. Угоди щодо цінних паперів не підлягають нотаріальному посвідченню.

Крім сертифіката акцій, до них може додаватися купонний лист на виплату дивідендів.

*Знерухомлення цінних паперів* – переведення цінних паперів, випущених у документарній формі, у бездокументарну форму шляхом депонування сертифікатів у сховищах зберігача цінних паперів та/або депозитарію з метою забезпечення подальшого їх обігу у вигляді облікових записів на рахунках зберігача цінних паперів та/або депозитарію. Виконання операцій знерухомлення іменних цінних паперів підтверджується оформленням на ім'я депозитарної установи документів про знерухомлення – спеціально оформлених свідоцтв про знерухомлення чи виписки про стан особового рахунку номінального утримувача (для бездокументарної форми цінних паперів).

## **9.2. Балансовий і ринковий курси акцій**

*Показник балансового (розрахункового) курсу корпоративних прав* характеризує структуру власного капіталу корпорації. Він показує величину чистих активів, які припадають на одну акцію (частку, пай) і дорівнює вираженому у відсотках відношенню між власним капіталом (ВК) і статутним капіталом (СК)

$$BK = BK / SK \times 100\%$$

Основними чинниками, котрі впливають на величину балансового курсу, є величина капітальних резервів і резервів, сформованих за рахунок прибутку, нерозподілений прибуток (непокритий збиток) і статутний капітал. Якщо балансовий курс вищий за номінальний, то це означає, що власний капітал перевищує статутний капітал. Отже у підприємства сформований додатковий капітал, резерви та (або) є нерозподілені прибутки.

Недоліком показника балансового курсу є те, що він характеризує не реальну вартість корпоративних прав підприємства, а бухгалтерську.

Для надання цьому показнику більшої об'єктивності розраховують скоригований балансовий курс, який, крім іншого, враховує приховані резерви (або збитки) підприємства,

$$\text{Скоригований балансовий курс} = (BK + \text{приховані резерви}) / SK \times 100\%.$$

Балансовий курс є одним із чинників, котрий визначає інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства. Він може стати відправною точкою для встановлення ринкового курсу та може братися за основу при визначенні курсу емісії корпоративних прав.

*Ринковий курс* – це вартість, за якою акції можуть купуватися і продаватися на біржах, позабіржовому ринку та в позабіржових торговельно-інформаційних системах. У країнах з розвиненим фондовим ринком ринковий курс акцій здебільшого встановлюється на фондовій біржі.

*Фондова біржа* – це організований інститут, котрий зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їх ринкового курсу. Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондова біржа утворюється та діє у формі товариства (крім повного, командитного і товариства з додатковою відповідальністю) або дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами та провадить свою діяльність відповідно до Цивільного кодексу України, законів, що регулюють питання утворення, діяльності й припинення юридичних осіб, з особливостями, визначеними законодавчо. Правила фондової біржі повинні передбачати порядок торгівлі на біржі, лістингу та делістингу цінних паперів, допуску до біржових торгів, механізм формування цін, біржового курсу і їх оприлюднення.

Механізм визначення та/або фіксації ринкової ціни цінного папера називається *котируванням*. Котирувальна ціна – середньозважена ціна, яка розраховується протягом біржового дня (торговельної сесії) до моменту, визначеного правилами біржі.

Ринковий курс залежить від співвідношення попиту та пропозиції на цінні папери.

Слід ураховувати, що акції не всіх емітентів можуть бути допущені до торгівлі на організованому фондовому ринку. Внесення акцій до списку цінних паперів, які котируються на фондовій біржі або можуть бути предметом укладення угод у торговельно-інформаційній системі, називається *лістингом*.

Найпоширенішим методом установаження ринкової ціни акцій є метод за біржовим замовленням. *Біржове замовлення* – визначений правилами біржі письмовий (на бланку) або усний спосіб оголошення брокером/дилером відкритої пропозиції на купівлю чи продаж цінних паперів, який є достатньою підставою для котирування та/або прийняття біржової угоди до виконання.

Біржовий курс установлюється на основі зіставлення біржових замовлень на купівлю та продаж на такому рівні, за якого можна досягти максимального обсягу угод щодо купівлі-продажу цінних паперів.

Підприємства, як правило, прагнуть максимізувати ринковий курс корпоративних прав. Чим вищий цей курс, тим більше можливостей у підприємства залучити додатковий капітал на основі додаткової емісії.

Крім балансового та ринкового курсу акцій, у науковій літературі досить часто можна зустріти показник курсу акцій, визначений на основі розрахунку їх *капіталізованої вартості*.

### **9.3. Курс емісії корпоративних прав**

*Емісія акцій або облігацій корпорації* – це сукупність дій емітента щодо здійснення підписки на акції чи продажу облігацій.

Важливим елементом додаткової емісії є встановлення курсу, тобто ціни, за якою товариство розміщує свої корпоративні права. Курс емісії встановлюється у відсотках до номіналу за рішенням відповідних органів корпорації.

До основних витрат на проведення емісії належать:

- оплата послуг аудиторів;
- оплата послуг фінансових посередників;
- витрати на друкування бланків цінних паперів (у разі емісії в документарній формі);
- витрати на оплату державного мита при реєстрації емісії (0,1% номінальної вартості запланованого обсягу емісії);
- оплата послуг незалежного реєстратора;
- витрати на рекламу та друкування інформації про емісію.

Витрати, пов'язані з емісією цінних паперів, включаються до складу валових витрат підприємства-емітента.

Верхня межа курсу емісії проходить на рівні ринкового (біржового) курсу акцій до проведення додаткової емісії. Правильний вибір курсу емісії є вирішальним фактором успіху її розміщення. Чим вищий курс додаткової емісії, тим значніший обсяг ліквідних засобів залучається на підприємство при заданому обсязі збільшення СК, тим вищий буде емісійний дохід.

*Емісійний дохід, або ажю*, – сума перевищення доходів, отриманих від емісії власних акцій та інших корпоративних прав над номіналом таких акцій (інших корпоративних прав). Тобто емісійний дохід – це різниця між курсом емісії та номінальним курсом корпоративних прав.

Приймаючи рішення щодо встановлення курсу емісії, слід враховувати такі основні чинники:

- стартові передумови, за яких проводиться емісія (готовність ринку капіталів освоїти нові корпоративні права);
- балансову вартість корпоративних прав;

- ринкову вартість корпорації та перспективи її зростання;
- податковий аспект;
- тип обраної корпорацією дивідендної політики;
- досить часті докорінно протилежні інтереси окремих власників і корпорації.

Зрозуміло, що для емітента найприйнятнішим є максимальний курс емісії (на рівні ринкового), оскільки потреба в капіталі покривається за мінімального збільшення номінального капіталу. Для дрібних акціонерів низький курс емісії є вигіднішим. Якщо придбання акцій їх не цікавить, то в результаті продажу переважних прав вони можуть отримати додаткову винагороду. Мажоритарні акціонери, які мають фінансові можливості для збільшення свого пакета акцій та розширення впливу на діяльність корпорації, схилитимуться до високого курсу емісії, котрий ускладнює використання малими акціонерами своїх переважних прав і стимулює їх до продажу таких прав. Це дає їм можливість придбати більшість акцій нової емісії. У той же час надто високий курс емісії нових акцій може ускладнити розміщення всієї емісії.

Курс емісії тісно пов'язаний з політикою корпорації у сфері самофінансування та виплати дивідендів. Зі збільшенням частки прибутку, який спрямовується на виплату дивідендів, курс емісії тяжіє до збільшення. Якщо ж максимальним є рівень самофінансування, то встановлюється мінімальний курс емісії. Наприклад, у США відносно велика частина прибутку виплачується у вигляді дивідендів (близько 40–60%). Саме цим пояснюється порівняно високий курс емісії американських корпорацій. У Європі також спостерігається тенденція до збільшення курсу емісії. На сьогоднішній день у Швейцарії, як правило, курс емісії встановлюється на рівні 2/3 біржового курсу та становить 350–400% номіналу. У Німеччині курс емісії встановлюється, як правило, на рівні 20–25% нижче біржового курсу.

#### **9.4. Переважне право власників на придбання акцій (часток)**

У разі здійснення додаткової емісії власники корпоративних прав можуть зазнати певних втрат. Ці втрати виражаються у зменшенні ринкового курсу акцій (часток), яке може спостерігатися і при збільшенні номінального капіталу та зменшенні рівня контролю над корпорацією. Законодавством передбачено, що у разі збільшення СК акціонери (АТ) та учасники (ТОВ) користуються переважним правом на купівлю додатково випущених акцій (часток).

Переважне право дає можливість власникам:

- зберегти свою частку (в процентному співвідношенні) в СК, а отже, і в усьому майні корпорації;
- попередити «розмивання» вартості свого пакета корпоративних прав у СК унаслідок емісії акцій (часток) за низьким курсом;
- зберегти свою частку голосів на загальних зборах власників;

– компенсувати збитки від «розмивання» частки в СК тим власникам, які не скористалися переважним правом на купівлю додаткових корпоративних прав, а продали його.

Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на дату прийняття рішення про емісію акцій, тобто залежить від кількості наявних «старих» акцій, котрі належать акціонерам.

У разі, якщо інвестори бажають придбати акції нової емісії (або старі власники купити акцій більше, ніж квота у СК), їм слід придбати переважні права безпосередньо у тих акціонерів, які не мають бажання ними скористатися, або на ринку. Якщо акціонер поступається своїми правами на придбання нових акцій, то виручені ним від продажу цих прав грошові кошти повинні компенсувати зміни курсу акцій та інші можливі втрати.

Права продаються й купуються на біржі, як правило, протягом двох тижнів після початку підписки на акції нової емісії, але перед проведенням самої емісії. Старі акції та переважні права нових продаються окремо. Одночасно з початком торгівлі переважними правами ціна старих акцій автоматично зменшується на вартість переважного права. Отже, грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій відповідає різниці між ринковим курсом акцій до емісії й середнім курсом, який сформувався після зростання капіталу.

Розрахункова ціна переважного права визначається за такою формулою:

$$П = \frac{K_6 - K_e}{C + 1},$$

де П – грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій;  $K_6$  – ринковий (біржовий) курс акцій;

$K_e$  – курс емісій нових акцій;

С – співвідношення, з яким робиться емісія,

$$C = \frac{СК_1}{СК_2 - СК_1},$$

де  $СК_1$ ,  $СК_2$  – відповідно, розмір статутного капіталу корпорації до і після його збільшення.

Фактична ринкова ціна переважних прав визначається попитом і пропозицією на них, тому може відрізнятися від розрахункової.

В Україні практичний механізм реалізації переважних прав до кінця не врегульований, зокрема порядок їх купівлі-продажу. Це стає причиною виникнення конфліктних ситуацій між керівництвом корпорації та її власниками, а також проблем, пов'язаних з ігноруванням інтересів дрібних власників.

Неврегульованість механізму використання інституту переважних прав дає можливість без особливих труднощів, за допомогою додаткової емісії, змінити власника контрольного пакета й придбати контроль над корпорацією.

### **Контрольні запитання та завдання**

1. Що собою являють корпоративні права?
2. Хто може бути емітентом корпоративних прав?
3. Схарактеризуйте номінальну вартість корпоративних прав.
4. Що характеризує показник балансового курсу корпоративних прав і як він розраховується?
5. Як установлюється ринковий курс акцій і які фактори впливають на його величину?
6. Дайте визначення поняттям «котирування» і «лістинг».
7. Перелічіть основні витрати на проведення емісії корпорацією.
8. Які основні чинники слід урахувувати, приймаючи рішення щодо встановлення курсу емісії?
9. У чому полягає переважне право власників?
10. Як визначається розрахункова ціна переважного права?

### **Тема 10. ПОХІДНІ ЦІННІ ПАПЕРИ: ОПЦІОНИ ТА ВАРАНТИ**

- 10.1. Поняття «опціон». Опціони покупця й опціони продавця.
- 10.2. Фактори, які впливають на ціну опціонів.
- 10.3. Поняття та види варантів. Вартість варантів.
- 10.4. Вигоди для корпорації.

#### **10.1. Поняття «опціон». Опціони покупця й опціони продавця**

В загальному розумінні опціон – це зафіксоване біржовою угодою право купувати чи продавати цінні папери, товари або валюту на певних умовах у майбутньому з фіксацією ціни на час укладання угоди чи на час придбання цінних паперів, товарів або валюти. Або опціон – це право придбання акцій за твердою, нижчою від ринкової, ціною, яке корпорація надає своїм працівникам.

Щоб залучати та утримувати в себе провідних висококваліфікованих менеджерів, корпорації пропонують їм опціони на купівлю акцій. Адже на момент залучення топ-менеджерів не завжди видається здійснити емісію акцій, оскільки цей процес для корпорації технічно та фінансово доволі витратний. Можливість скористатися правом опціону надається на фіксований період часу. Внаслідок того, що податкова служба вимагає трирічного терміну дії опціону, щоб корпорація мала право звітувати про доходи від продажу опціонів як про капітальні доходи, більшість корпорацій установлює термін дії опціону – понад 3 роки.

Приклад. Опціон для менеджерів.

Допустимо, що акції корпорації зараз продаються за \$10. Корпорація погоджується надати провідним менеджерам право купити певну кількість акцій за \$14 кожна. Допустимо також, що через 6 місяців ціна акції зростає до \$20. Тоді менеджери можуть позичити у корпорації гроші, купити акції за \$14, а потім продати їх на ринку за \$20. Прибуток - \$6 на кожній акції. Додаткові акції,

випущені для менеджерів, відповідно, зменшують доходи корпорації на акцію. Менеджерам не потрібно вкладати свої гроші, отже, їхній єдиний можливий збиток – це втрата права опціону і недоотриманий прибуток, якщо ціна акції за період дії не підніметься вище \$14.

Інші опціони, що становлять інтерес для компаній інвесторів та фінансових менеджерів, - це опціони покупця, опціони продавця, акційні індексні опціони, індексні термінові операції з акціями і термінові операції з процентними ставками. Деякі фінансові менеджери прямо чи опосередковано відповідають за управління пенсійними й іншими корпоративними фондами, тому повинні знати особливості цих фінансових інструментів. Такі цінні папери можна застосовувати для зниження ризику портфеля інвестицій та страхування від можливого падіння цін. Операції з опціонами можна використовувати для захисту інвестицій у цінні папери чи для підвищення доходів.

Інвестори купують і продають опціони з кількох причин. Вони можуть побажати відкласти покупку акцій на певну дату чи до певної їхньої ціни. Якщо ціни акцій падають, то вони куплять їх за ринковою ціною, і їхній збиток – це премія, яку вони сплатили за опціон. Якщо ж ціна росте, акції можна купити за ціною, встановленою опціоном. Інвестори також можуть побажати пограти на біржі, але їм не хочеться купувати чи продавати акції відразу, тому що це пов'язано із значними інвестиціями. Опціон коштує значно менше, ніж акція, і якщо ціна буде мінятися інакше, ніж передбачалося, то єдиним збитком буде премія, виплачена за право скористатися опціоном.

*Опціони покупця й опціони продавця* – це два основних типи опціонів:

1) ті, хто купують опціон покупця, тобто купують право купувати цінні папери за встановленою ціною, розраховують на зростання ціни пов'язаних з опціоном акцій;

2) ті, хто купують опціон продавця, тобто купують право продавати цінні папери за визначеною ціною, розраховують на те, що ціна впаде.

Продавці опціонів, чи опціонні дилери, вимагають плату за таке право і, в свою чергу, сподіваються, що ціна акцій, задіяних в операції, не зміниться чи зміниться не на користь покупців. Контракт між продавцем і покупцем встановлює ціну, за якою той, хто купує опціон покупця, зможе купити акції, чи ціну, за якою покупець опціону продавця зможе продавати акції опціонному дилеру.

Розглянемо приклад, як працюють опціони продавця і покупця.

Припустимо, що ми маємо такі дані:

Таблиця 10.1

Показники	Опціон покупця	Опціон продавця
Поточна ціна акції	\$90	\$110
Ціна використання опціону покупця	\$100	\$100
Очікувана майбутня ціна акції	\$120	\$80

Виплачена премія	\$10	\$10
------------------	------	------

Ті, хто купують опціон покупця, отримують дериватив, котрий надає право купувати акцію за визначеною ціною \$100. Вони не скористаються цим правом доти, поки ціна акції буде меншою \$100. Чому? Тому що не доцільно платити \$100 за акцію, яку на ринку можна придбати за нижчою ціною. Однак, якщо ціна акції підніметься до \$120, ті, хто придбав опціон покупця, можуть жадати від дилера продати акції за ціною \$100. Потім акції можна продати за \$120 і цим перекрити свої витрати на премію, виплачену за опціон. Прибуток становитиме \$10.

У той же час ті, хто купує опціон продавця, сподіваються, що ціна акції знизиться. Припустимо, що так воно і сталося. Тепер вони можуть придбати акції на біржі за \$80, продати їх дилеру за \$100 і заробити \$10 після відрахування з прибутку \$10 премії, яка була сплачена за опціон.

Це просте правило не враховує безлічі інших способів оперування опціонами. Наприклад, продавці опціонів можуть продавати опціони покупця і продавця під «покрите» чи «непокрите» забезпечення. Продаж під «непокрите» забезпечення, на відміну від «покритого», означає, що продавець опціону не має власних акцій, пов'язаних з опціоном. Навіть якщо ціна акції зростає до дуже високого рівня, продавець опціону й тоді змушений буде продавати акції за встановленою ціною, тобто ціною використання права опціону. Безумовно, продавець «непокритих», або на професійному сленгу – «голих» опціонів покупця і продавця займається дуже ризикованими операціями.

Існує також безліч різних «стратегій», коли інвестори купують і продають опціони того самого типу, сподіваючись дістати прибуток на різниці між преміями, коли ситуація на ринку змінюється.

Проблема, що стоїть перед тими, хто купує опціони – обмеження в часі. Максимальний термін опціонів покупця і продавця – від 9 до 12 місяців. Після дати закінчення терміну дії вони цілком втрачають свою вартість. Відповідно ризик часу відбивається на премії, яка виплачується. Чим більше часу залишилось до закінчення терміну дії опціону, тим вищий шанс, що ціна акцій сприятливо буде мінятися для тих, хто купує опціони покупця і продавця. Отже, чим більше часу, тим вища премія, і чим менше є часу, тим премія нижча.

## 10.2. Фактори, які впливають на ціну опціонів

Основною і найбільш відомою моделлю оцінювання акційних опціонів є модель Блека-Шоулза (*Black–Scholes Option Pricing Model, OPM*) – це модель, що визначає теоретичну ціну на європейські опціони. Вона передбачає, що якщо базовим активом торгують на ринку, то його ціна визначається самим ринком. Ця модель широко використовується на практиці, а також може використовуватися для оцінювання всіх деривативів, у тому числі варрантів, конвертованих цінних паперів та, навіть, для оцінювання власного капіталу фінансово залежних підприємств.

Згідно моделі Блека-Шоулза ключовим елементом визначення вартості опціону є очікувана волатильність базового активу. Коливання ціни активу, коли вартість на нього зростає або знижується, впливає прямопропорційно на вартість опціону.

Взагалі, більшість моделей подібні та враховують такі фактори:

- 1) співвідношення поточної ціни з ціною акції, зазначеної в контракті опціону;
- 2) час закінчення терміну дії опціону;
- 3) безпечна ставка;
- 4) міра ризику, така, як стандартне відхилення;
- 5) дивіденди на акцію.

У розрахунках за такими моделями ціна опціону покупця чи його премія будуть високими, якщо:

- 1) поточна ціна акції перевищує ціну акції, котра зазначена в контракті опціону;
- 2) стандартне відхилення значне;
- 3) залишилося досить багато часу до закінчення терміну дії опціону;
- 4) безпечна ставка дохідності висока;
- 5) розмір дивідендів низький.

Очевидно, що моделі оцінювання опціонів допомагають менеджерам корпорацій зрозуміти, як взаємодіють різні фактори і як вони впливають на ціну опціонів. Розуміння того, як змінюються ці фактори і як вони впливають на ціну опціонів, може допомогти тим, хто шукає, як застрахуватися від ризику, властивого окремим цінним паперам і портфелям інвестицій, а також прийняти правильне рішення про вкладення грошей.

Велике різноманіття моделей оцінки опціонів дає можливість фінансовим менеджерам глибше розуміти, як визначається вартість активів корпорації та цінних паперів, якими володіють чи розпоряджаються корпорації. Значення акційних опціонів і фінансових строкових операцій постійно зростає, тому необхідно знати сильні сторони цих інструментів.

### **10.3. Поняття та види варантів. Вартість варантів**

Варант – різновид опціону покупця, який випускається емітентом разом із власними привілейованими акціями чи облігаціями та надає його власникові право на придбання простих акцій чи облігацій даного емітента протягом певного періоду часу на заздалегідь узгоджених умовах. Варанти, як правило, емітуються в пакеті з облігаціями.

Згідно з чинним законодавством, варанти можуть емітуватися лише публічними акціонерними товариствами і тільки в документарній формі. Термін дії варанту не повинен перевищувати 1 рік, а обсяг базового активу емітента варантів – 50% обсягу акцій даного емітента, випуск (випуски) яких було зареєстровано.

Варанти можуть купуватися та продаватися на ринку окремо від цінних паперів (облігацій), з якими вони були емітовані. У практичній фінансовій діяльності найвідомішими є дві форми варантів:

- 1) з правом придбання облігацій;
- 2) які випускаються разом з облігаціями і дають право їх власникам придбати прості акції емітента.

Отже, базовим активом, тобто предметом виконання зобов'язань за варантом, можуть бути облігації або акції.

*Варанти з правом придбання облігацій* – особливого поширення набули на євrorинку капіталів. Засвідчують право на придбання в майбутньому однієї або кількох облігацій емітента на умовах, передбачених їх випуском. Прибутковість варантів залежить від співвідношення між середньою ставкою дохідності на ринку капіталів і прибутковістю облігацій.

*Варанти з правом придбання простих акцій*. Власник опціону має право придбати прості акції на умовах, передбачених випуском облігацій, у пакеті з якими емітувались варанти. Таким чином трансформації боргу у власність не відбувається: змінюється лише величина статутного капіталу або склад акціонерів.

Емісія облігацій у пакеті з варантом потребує рішення загальних зборів акціонерів або уповноваженого органу. Акціонери мають переважне право на придбання облігацій з варантом.

Причини випуску облігацій з варантом на придбання акцій є здебільшого тими самими, що й при випуску конвертованих облігацій. *Ціна (або премія) варанту* – це величина, яка залежить від прогнозу курсової вартості (базового активу). Премія буде тим вищою, чим довший термін дії варанту та чим більший розмах варіації (рівень коливання) очікуваного курсу акцій протягом цього періоду.

В українському законодавстві передбачено емісію фондових варантів.

*Фондовий варант* – це деривативний цінний папір, який надає його власникові право на придбання у строк та за ціною, визначеними проспектом (рішенням про емісію цінних паперів) фондових варантів, у емітента акцій або облігацій такого емітента, емісія яких буде здійснена у терміни, визначені проспектом (рішенням про емісію цінних паперів) фондових варантів. Погашення фондових варантів може відбуватися шляхом передачі власникові фондового варанту права власності на акції та/або облігації емітента або шляхом сплати їх вартості, визначеної у встановленому сторонами порядку.

Фондові варанти можуть існувати виключно в електронній формі. Порядок реєстрації випуску та затвердження проспекту фондових варантів устанавлюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Обіг фондових варантів дозволяється після реєстрації Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку звіту про результати емісії

фондових варантів та видачі свідоцтва про реєстрацію випуску фондових варантів.

Вартість варанту виводиться просто – це різниця між ціною звичайної акції і встановленою ціною на акції, помножена на кількість акцій, на які обмінюється один варант. Такий результат називається теоретичною ціною варанту.

Наприклад, якщо корпорація визначає для варанту ціну акцій \$60, а поточна ціна акцій \$65 і варант обмінюють на дві акції, то теоретична ціна варанту (ТЦВ) =  $2 \times (\$65 - \$60) = \$10$ .

ТЦВ – це найнижча ціна, за якою він може продаватися. Якщо ринкова ціна варанту впаде нижче теоретичної, то арбітражні дилери скупляють їх, реалізують право варанту й продадуть акції. Варанти мають більш високий леверидж, ніж звичайні акції, з якими вони пов'язані. Зміна ціни акції на певний відсоток приведе до зміни ціни варанту на більший відсоток.

Наприклад, якщо ціна акції підніметься до \$70, то ТВЦ =  $2 \times (\$70 - \$60) = \$20$ .

Ціна, або премія, виплачується відразу при купівлі варанту, самі ж цінні папери оплачуються безпосередньо при їх одержанні. Від купівлі цінних паперів можна відмовитися, але при цьому премія платнику не повертається. Випуск варантів реєструється ДКЦПФР.

#### 10.4. Вигоди для корпорації

Таблиця 10.2

##### Різниця між варантами і конвертованими облігаціями

Варанти	Конвертовані облігації
<ul style="list-style-type: none"> <li>- не приносять відсотки;</li> <li>- більш ризиковані через високий леверидж;</li> <li>- цілком втрачають цінність, коли закінчується термін їхньої дії і коли ціна акції падає до низького рівня;</li> <li>- вища вартість капіталу;</li> <li>- при реалізації права варантів залучаються додаткові засоби;</li> <li>- заборгованість залишається на балансі корпорації.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- приносять дохід;</li> <li>- менш ризиковані;</li> <li>- мають мінімальну інвестиційну ціну;</li> <li>- дають інвесторам постійний процентний дохід, на них виплачується номінальна вартість при погашенні;</li> <li>- трохи нижча вартість капіталу;</li> <li>- при конверсії конвертованих облігацій додаткові засоби не залучаються;</li> <li>- при обміні на акції заборгованість у балансі ліквідується.</li> </ul>

Наслідки випуску облігацій з варантами:

- 1) крім грошей, які корпорація отримує від початкового випуску облігацій, вона одержить ще й за акції, за які будуть платити інвестори при реалізації права своїх варантів;

- 2) корпорація виграє на продажі облігацій з більш низькою вартістю капіталу, ніж при прямому продажу облігацій;
- 3) дохід на акцію зменшиться не набагато, коли реалізується право варанту на ринку, тому що збільшується кількість акцій;
- 4) у балансі корпорації сума номіналу акцій та акціонерний капітал від продажу акцій понад номінал зростуть;
- 5) при реалізації права варантів заборгованість залишається на балансі корпорації (це важливо!).

### ***Контрольні запитання та завдання***

1. Що таке «опціон»?
2. Опишіть як працюють опціони продавця і покупця.
3. Які фактори враховують найпоширеніші моделі оцінювання акційних опціонів?
4. Дайте визначення варанта.
5. Які форми варантів найвідоміші у практичній фінансовій діяльності?
6. Як визначається ціна варанта?
7. Дайте характеристику основним відмінностям між варантами і конвертованими облігаціями.

## **Тема 11. ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ РЕОРГАНІЗАЦІЇ КОРПОРАЦІЇ**

- 11.1. Загальні поняття та передумови реорганізації.
- 11.2. Укрупнення корпорації.
- 11.3. Реорганізація корпорації, спрямована на її розукрупнення.
- 11.4. Перетворення.

### **11.1. Загальні поняття та передумови реорганізації**

*Реорганізація* – це повна або часткова заміна власників корпоративних прав підприємства, зміна організаційно-правової форми, ліквідація окремих структурних підрозділів чи створення на базі одного підприємства кількох, наслідком чого є передача або прийняття його майна, коштів, прав та обов'язків правонаступником.

*Основні причини реорганізації:*

- суттєве розширення діяльності корпорації, її розмірів;
- згортання діяльності;
- необхідність фінансової санації;
- необхідність зміни повноти відповідальності власників за зобов'язаннями корпорації;
- диверсифікація діяльності;
- податкові мотиви;

– необхідність збільшення власного капіталу (з метою потреби в капіталі та підвищення рівня кредитоспроможності).

Реорганізація підприємства проводиться з дотриманням вимог антимонопольного законодавства, за рішенням власників, а у деяких випадках – за рішенням власників та участю трудового колективу або органу, уповноваженого створювати такі підприємства, чи за рішенням суду або господарського суду.

Перед здійсненням реорганізації необхідно провести поглиблений аналіз фінансово-господарського стану підприємства, що потребує реорганізації, та оцінити його ринкову вартість. Як правило, під час реорганізації засвідчуються приховані резерви корпорації, яка реорганізується, що зумовлено необхідністю одержати реальну оцінку вартості підприємства з метою встановлення правильних пропорцій обміну корпоративних прав, право попередників на корпоративні права правонаступників.



Рис. 11.1. Форми корпоративної реструктуризації підприємств

Ключовим документом, який складається під час реорганізації, є передатний або розподільний баланс.

Необхідною передумовою реорганізації є рішення власників, яке приймається після детального економіко-правового обґрунтування менеджментом корпорації доцільності такої операції. Основним документом, котрий визначає права й обов'язки сторін у процесі реорганізації та має забезпечувати оперативне її проведення й безперебійну роботу підприємства, є угода про умови проведення реорганізації (план реорганізації).

Слід урахувувати низку законодавчих передумов і вимог, зокрема:

– антимонопольного законодавства;

- щодо захисту інтересів кредиторів, власників, персоналу;
- порядок емісії акцій;
- можливі екологічні, демографічні й інші наслідки локального масштабу.

Якщо реорганізація призводить до змін організаційно-правової форми, форми власності або назви юридичної особи, необхідно перереєструвати підприємство у відповідному державному органі.

Корпорації необхідно дотримуватись відповідних положень і рекомендацій НКЦПФР, зокрема Положення про порядок реєстрації випуску акцій і інформації про їх емісію при реорганізації товариства.

Приймаючи фінансові рішення в процесі реорганізації, слід урахувувати податковий аспект. Зокрема, можливість виникнення об'єкта оподаткування в результаті засвідчення у звітності прихованих резервів. При здійсненні передачі майнових прав та обов'язків слід урахувувати те, що передача активів від одного підприємства до іншого не оподатковується лише в тому випадку, якщо ця передача здійснюється як внесок одного підприємства в статутний капітал іншого для формування цілісного майнового комплексу останнього в обмін на його корпоративні права. Реорганізаційний прибуток для власників може виникнути в тому разі, якщо вартість чистих активів, що передаються правонаступнику, перевищує вартість корпоративних прав, емітованих реорганізованим підприємством.

## **11.2. Укрупнення корпорації**

Форми реорганізації шляхом укрупнення:

- злиття кількох підприємств в одне;
- приєднання одного або кількох підприємств до одного;
- придбання підприємства.

Згідно зі стандартом бухгалтерського обліку 19 «Об'єднання підприємств» результатом об'єднання може бути:

- отримання інших активів чи зобов'язань;
- створення нової юридичної особи;
- отримання контрольного пакета акцій;
- передача активів об'єднаних підприємств іншому підприємству і ліквідація одного з підприємств, що об'єднуються.

Основні мотиви, які можуть спонукати до реорганізації шляхом укрупнення, такі:

1. Ефект синергізму. *Синергізм* – умова, за якої загальний результат є більшим за суму часток (основний принцип синергізму:  $2 + 2 = 5$ ). При цьому вартість підприємства після реорганізації перевищує сумарну вартість окремих підприємств до реорганізації. Ефект синергізму виникає завдяки дії таких чинників:

- економія на витратах, яка проявляється при збільшенні масштабів виробництва;

- економія фінансових ресурсів;
- збільшення влади на ринку.

2. Прагнення заволодіти ліцензіями, патентами, ноу-хау, які є в розпорядженні іншого підприємства.

3. Отримання надійного постачальника факторів виробництва.

4. Зменшення ризику при виході на нові ринки збуту та збільшення їх кількості.

5. Зменшення кількості конкурентів.

6. Податкові переваги. Прибуткова корпорація може придбати компанію, яка має від'ємний об'єкт оподаткування, і таким чином отримати економію на податкових платежах.

7. Придбання активів за ціною, нижчою від вартості заміщення, передачі технологічних і управлінських знань та навичок (технологічні трансферти) тощо.

8. Диверсифікація активів та діяльності з метою зменшення ризиків і підвищення потенціалу прибутковості.

9. Попередження захоплення компанії великими корпоративними «хижаками» та збереження контролю над підприємством.

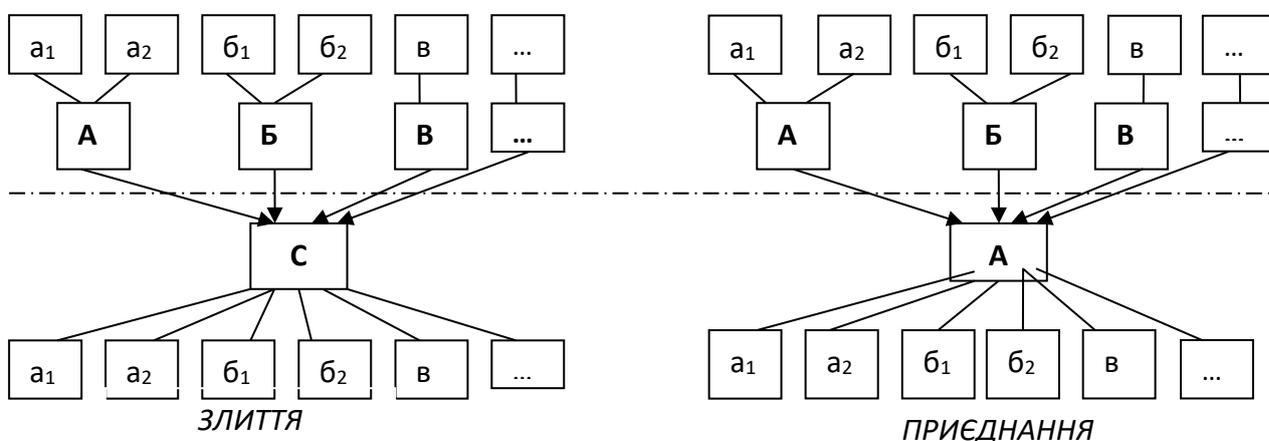
10. Особисті мотиви вищої ланки менеджерів, авторитет і престиж яких підвищуються зі збільшенням розмірів компанії, якою вони керують.

В антимонопольному законодавстві більшості країн розрізняють:

- горизонтальне злиття (приєднання, поглинання) – об'єднання двох або більше підприємств, котрі виробляють подібні товари чи надають однакові послуги;

- вертикальне укрупнення – об'єднання одного підприємства з його постачальником чи споживачем;

- діагональне укрупнення – об'єднання суб'єктів господарювання різних галузей і видів діяльності (здійснюється здебільшого з метою диверсифікації діяльності).



А,Б,В,... – підприємства,

a<sub>1</sub>, a<sub>2</sub>, б<sub>1</sub>... – засновники підприємств.

Рис. 11.2. Відмінності між злиттям та приєднанням корпорацій

Якщо при злитті (приєднанні) деякі учасники виявляють бажання вийти зі складу засновників, то такий вихід доцільно оформити до моменту підписання передавального балансу, який у цьому випадку складається з урахуванням змін у розмірі статутного капіталу та активів.

У разі приєднання виникає необхідність збільшення статутного капіталу корпорації, до якої здійснюється приєднання. Величина збільшення СК залежить від пропорцій обміну корпоративних прав та від величини СК приєднуваного підприємства.

Одна з найскладніших фінансових проблем, яка виникає під час злиття чи приєднання, – визначення пропорцій обміну корпоративних прав у СК підприємств, що реорганізуються, на акції в СК підприємства- правонаступника. За базу береться, як правило, вартість підприємств, яка розраховується:

1) за величиною чистих активів підприємств (балансова вартість – зобов'язання). Недолік полягає в тому, що балансова вартість відрізняється від ринкової;

2) за ринковим курсом корпоративних прав (якщо вони мають обіг на організованому фондовому ринку). Проблематика використання цього показника полягає в тому, що курс акцій може суттєво коливатись;

3) на основі дохідного підходу (дисконтування майбутніх грошових потоків і розрахунок вартості капіталізованого доходу). Складність полягає у прогнозуванні майбутніх доходів та визначенні ставки дисконтування.

Реорганізація може здійснюватися в результаті придбання значного пакета корпоративних прав інших товариств – *поглинання* (аквізиція).

*Аквізиція* – це скупка корпоративних прав підприємства, у результаті чого покупець набуває контроль над чистими активами та діяльністю такого підприємства. Придбання може відбуватися в обмін на передачу активів, прийняття покупцем на себе зобов'язань.

### **11.3. Реорганізація корпорації, спрямована на її розукрупнення**

Розукрупнення підприємства (поділ, виділення) здійснюється, як правило, в таких випадках:

1. Якщо у підприємства поряд з прибутковими секторами діяльності є значна кількість збиткових виробництв.

2. Якщо у підприємств високий рівень диверсифікації сфер діяльності й до них виявляють інтерес кілька інвесторів.

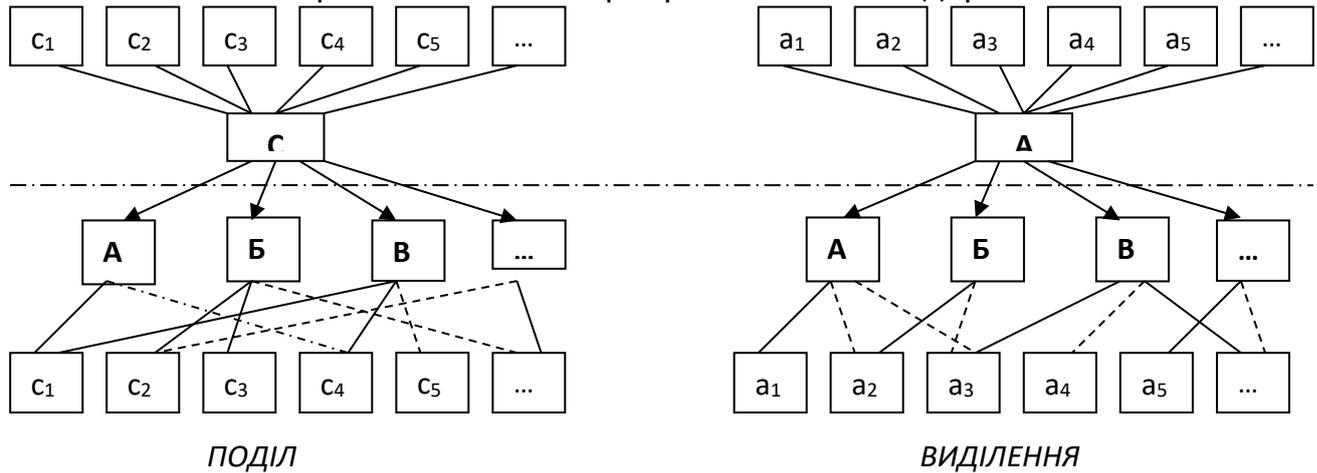
3. За рішенням антимонопольних органів, якщо підприємство зловживає монопольним становищем.

4. З метою створення інтегрованих корпоративних структур (концернів, холдингів), наприклад у результаті виділення з материнської компанії дочірніх підприємств.

Основні форми розукрупнення – це поділ та виділення.

*Поділ* – це спосіб реорганізації, за якого юридична особа припиняє свою діяльність, а на її базі створюється кілька нових підприємств, оформлених у вигляді самостійних юридичних осіб.

*Виділення* – це створення в результаті виділення зі складу діючого підприємства одного або кількох структурних підрозділів нових підприємств з набуттям статусу юридичних осіб. При виділенні з підприємства за роздільним актом (балансом) до новостворених підприємств переходять у відповідних частинах майнові права та обов'язки реорганізованого підприємства.



А, Б, В,... – підприємства,  
а<sub>1</sub>, а<sub>2</sub>, с<sub>1</sub>... – засновники підприємств.

*Рис. 11.3. Відмінності між поділом та виділенням корпорацій*

#### 11.4. Перетворення корпорації

*Перетворення* – це спосіб реорганізації, який передбачає зміну форми власності або організаційно-правової форми юридичної особи без припинення господарської діяльності підприємства.

Згідно статті 87 Закону України «Про акціонерні товариства» перетворенням акціонерного товариства визнається зміна організаційно-правової форми акціонерного товариства з його припиненням та передачею всього майна, прав і обов'язків підприємницькому товариству – правонаступнику згідно з передавальним актом. Акціонерне товариство може перетворитися лише на інше господарське товариство або виробничий кооператив.

Наглядова рада акціонерного товариства, що перетворюється, виносить на затвердження загальних зборів акціонерного товариства питання про перетворення товариства, про порядок і умови здійснення перетворення, порядок обміну акцій товариства на частки (паї) підприємницького товариства- правонаступника.

Загальні збори акціонерів товариства, що перетворюється, ухвалюють рішення про перетворення товариства, про порядок і умови здійснення перетворення, порядок обміну акцій товариства на частки (паї) підприємницького товариства- правонаступника.

Учасники створюваного при перетворенні нового підприємницького товариства ухвалюють на своєму спільному засіданні рішення про затвердження установчих документів такої юридичної особи і обрання (призначення) органів управління відповідно до вимог законодавства.

У разі перетворення акціонерного товариства всі його акціонери (їх правонаступники), акції яких не були викуплені, стають засновниками (учасниками) підприємницького товариства – правонаступника.

Найпоширенішими прикладами перетворення є:

ТОВ у АТ; ПП у ТОВ; ПАТ у ПрАТ.

Якщо в процесі реорганізації корпорація припиняє свою діяльність, то комісія з реорганізації повідомляє кредиторів та протягом двох місяців приймає від них претензії (Цивільний кодекс України, ст. 104–109). Рішення про реорганізацію повинні прийматися  $\frac{3}{4}$  голосів на загальних зборах акціонерів. Проте, мають місце випадки прийняття такого рішення простою більшістю. Нормативними документами це питання не врегульоване. Акціонери, які не проголосували за реорганізацію, можуть вимагати права власності у правонаступників корпорації. При цьому бажано голосувати бюлетенями, щоб мати змогу довести, що саме цей акціонер проголосував проти рішення про реорганізацію.

### ***Контрольні запитання та завдання***

1. Розкрийте сутність реорганізації корпорації та її правове підґрунтя.
2. Які форми корпоративної реструктуризації Ви знаєте?
3. Які правові аспекти проведення реорганізації?
4. Схарактеризуйте форми реорганізації шляхом укрупнення.
5. У чому полягає ефект синергізму?
6. У чому полягає аквізиція?
8. У яких випадках здійснюється розукрупнення корпорації? Дайте характеристику способам розукрупнення.
10. Схарактеризуйте поняття перетворення корпорації.

## **Тема 12. РЕЙДЕРСТВО. ІНСТРУМЕНТАРІЙ ПРОТИДІЇ РЕЙДЕРСТВУ**

12.1. Історична довідка та теоретичні засади рейдерства.

12.2. Рейдерство в Україні.

12.3. Інструментарій протидії рейдерству

### **12.1. Історична довідка та теоретичні засади рейдерства**

Розглядаючи історичні корені та сутність рейдерства варто зазначити, що в українському законодавстві не визначено юридичне тлумачення такого поняття як «рейдерство», тому його визначення можна трактувати на підставі публікацій вітчизняних та західних науковців. Власне, вперше термін «рейдерство» був

вжитий у Великобританії, коли військові кораблі виконували бойові завдання по захопленню торгівельних кораблів інших держав. У той час безпосередньо рейдерами називали військові кораблі, які поодинокі здійснювали рейди (раптові напади, нальоти) з потоплення торгових суден супротивників. Звідси, англійське слово «raid» означає напад, набіг, наліт. На Заході рейдерством називають як законне придбання корпорації без згоди власників, так і силове захоплення з метою зміни власників. У Європі та США поширений тільки перший тип рейдерства, котрий дозволений, контрольований і регульований законодавством.

Отже, згідно із західноєвропейським підходом рейдерством вважається цілком законне, прозоре придбання контрольного пакета акцій корпорації-жертви без згоди її власників. В Україні рейдерством вважаються кримінальні схеми із захоплення активів підприємств за участю незаконних угруповань та корумпованих урядовців.

Рейдер – це фізична чи юридична особа, спеціаліст з перехоплення оперативного керівництва або власності корпорації чи бізнесу іншої організаційно-правової форми за допомогою спеціально інсценованого бізнес-конфлікту.

У типовому сьгоднішньому вигляді рейдерство з'явилося з появою акціонерних товариств та введенням в обіг акцій. Завдяки вільному обертанню на ринку з'явилася можливість придбання корпорацій без згоди їх власників.

У Європі рейдерські захоплення активізувалися в 1990-х роках, а потім поширились і на території України. У країнах колишнього Радянського Союзу поштовхом для проявів рейдерства стала масова приватизація. Використовуючи процедури банкрутства (штучне доведення до банкрутства) підприємства з великою вартістю активів продавалися за заниженою ціною. На початку ХХІ століття процедура банкрутства була одним з найбільш вигідних методів захоплення підприємств.

Історію українського рейдерства можна умовно розділити на два періоди. Перший – це кінець ХХ – початок ХХІ століть. Підприємства захоплювалися зухвало й досить часто із застосуванням фізичної сили. Другий період умовно почався з завершенням масової приватизації (2003 – 2008 рр.) і продовжується дотепер. Загалом, схарактеризувати його можна як незаконне захоплення підприємств, іноді – з фізичним насильством.

Однак, слід відзначити, що сьогодні відбувається активне протистояння рейдерству як з боку держави, так і зі сторони власників бізнесу. Держава намагається вдосконалити корпоративне законодавство, а власники – ефективно застосовувати таке при складанні установчих документів, при роботі з клієнтами і контрагентами. Так сталося, що згідно з оцінками експертів близько 50% рейдерського ринку країни вже завойовано російськими рейдерами.

Узагальнимо різні підходи науковців до визначення поняття «рейдерство» (таблиця 12.1).

## Підходи науковців до визначення поняття «рейдерство»

Варналій З.С., Мазур І.І.	Недружнє, поза межами дії цивільного законодавства, спрямоване проти волі власника захоплення чужого майна на користь іншої особи, встановлення над майном повного контролю нового власника в юридичному й фізичному розумінні з використанням корумпованості чиновників та (або) із застосуванням сили [23, с. 130]
Берлач Ю.А.	Процес захоплення фірми у власність проти волі її власників / власника, що здійснюється шляхом реалізації різних протиправних дій з боку захоплювача з метою швидкого перепродажу об'єкта рейдерського нападу чи подальшого управління ним [24, с. 62]
Єфименко А.О.	Вилучення майна на формально законних підставах, основу яких становить злочин, зловживання правом або прогалини в законі чи системні недоліки функціонування державних інститутів (судової та правоохоронної систем, системи реєстрації юридичних осіб)» [25, с. 118].
Мельниченко О.А. Пушкарьова В.І.	Умисна діяльність команди професіоналів, яка використовує корумпованість в органах державної влади та корпоративні конфлікти для отримання «законного» контролю над ліквідними активами чужих компаній як джерела власних надприбутків чи інших вигід» [26, с. 107].
Мулярчук В.	Вилучення майна на нібито законних підставах, в основі виникнення яких лежать прогалини в законі або системні недоліки функціонування державних інститутів [27].

Рейдерів можна розділити на професійних та ситуаційних. Професійні рейдери ведуть базу даних корпорацій, які можна захопити. Вони здійснюють захоплення, як за власною ініціативою, так і на замовлення клієнтів. У них, нерідко, працює інтернаціональний колектив високопрофесійних фахівців. Це, як правило, люди корті отримали гарну освіту, відмінно розбираються у юриспруденції, психології та, безумовно, сучасному законодавстві, а також добре знають про його недоліки.

Однак, навіть ті корпорації, які займаються цілком легальним бізнесом, теж можуть вдатися до такого методу з метою усунення конкурента. Такі кампанії можна назвати ситуаційним рейдерством. Корпорації залучають професійних рейдерів для разових, але дуже важливих для них захоплень. Часто зустрічаються замовники, які замовляють певне підприємство тільки для того, щоб його просто розвалити та знищити і, таким чином прибрати, конкурента.

Існують такі види рейдерства:

– Грінмейл – продаж пакета акцій корпорації-емітенту або власнику корпорації-емітента за ціною, що значно перевищує ринковий курс.

– Біле рейдерство – це коли рейдер діє виключно в межах чинного законодавства, використовуючи залишені в законодавству лазівки, організовує скупку акцій або боргів корпорації, намагається тимчасово поліпшити економічне і фінансове становище, шукає проріхи в статуті тощо. Саме проріхи в статуті практично є Джек подом для рейдерів.

– Сіре рейдерство – це вже балансування на межі правового поля. Для сірого рейдерства характерно використання фальсифікованих документів, незаконних зборів акціонерів, учасників. Природно, тут є простір і для корупції з боку державних працівників, нотаріусів, суддів.

– Чорне рейдерство – йде «рука об руку» з бандитизмом. Тут теж використовуються методи «сірого рейдерства», але значно більше уваги приділяється корумпованості чиновників різного роду адміністрацій. Однак, крім корупційних незаконних і неправочинних рішень, «чорне рейдерство» характеризується обов'язковим застосуванням фізичної сили.

Грінмейл схожий на корпоративне рейдерство. На Заході метою грінмейл є отримання прибутку від продажу. В Україні найчастіше буває неможливо розрізнити мету переслідувану рейдерами. До того ж вона може змінюватись. Купуючи міноритарний пакет, рейдери, у більшості випадків, зазіхають на весь бізнес.

В сучасних словниках грінмейл (від англійського greenmail – буквально, «зелена пошта») – діяльність, спрямована на отримання надприбутку за допомогою спекуляцій чи зловживань своїми правами акціонера по відношенню до корпорації. Ця мета досягається шляхом придбання такої кількості акцій корпорації, щоб створити загрозу її ворожому поглинанню з метою подальшого перепродажу цих акцій за завищеною ціною тій самій корпорації. Даний термін походить від blackmail («чорна пошта») – кримінально караний шантаж, вимагання. Однак між «зеленою» та «чорною поштою» існує принципова відмінність: класичний грінмейл завжди здійснюється в рамках законодавства.

Практика корпоративного шантажу вперше була застосована в середині 80-х років ХХ ст. в США, коли відомі фінансисти Томас Пікенс (Thomas Pickens) та Джеймс Голдсміт (James Goldsmith) отримали надприбутки в операціях з компаніями Goodyear Tire та Occidental Petroleum, використовуючи елементи грінмейлу. Проте світового розголосу зазначене явище отримало завдяки американському мільярдеру Кеннету Дарту. На початку 90-х років він викупив близько 4% зовнішнього боргу Бразилії. Коли в 1994 році країна домовилась зі всіма 750 кредиторами про реструктуризацію свого боргу, лише Дарт із запропонованим планом не погодився та вимагав для себе особливих умов. Вести з ним переговори було неможливо, Дарт вимагав за свою згоду таку астрономічну суму, що уряд Бразилії реструктурував свої борги без участі Дарта. Той подав до суду та в результаті отримав більше \$800 млн. Через рік він зірвав

емісію бразильських облігацій, випустивши на ринок власні папери, забезпечені належною йому частиною зовнішнього боргу, тим самим спровокувавши фінансову кризу.

У більшості країн грінмейл заборонений законом. Наприклад, у США доходи від продажу акцій вище ринкової ціни обкладаються податком у 80%, що робить подібну діяльність не вигідною. Крім того, існує думка про те, що корпоративний шантаж у певному сенсі сприяє природному відбору. Наявність грінмейлерів змушує керівництво компаній більш організовано підходити до роботи, перешкоджати «розмиванню» активів, неухильно дотримуватися процедурних питань корпоративного управління.

Класична схема грінмейлу завжди здійснюється в рамках законодавства, незважаючи на те, що є лише складовою частиною цілеспрямованої кампанії недружнього поглинання. У більшості випадків, з юридичної точки зору, такі дії акціонерів носять формально законний характер, вони всього лише захищають свої права, надані їм законом. Корпоративний шантаж починається з того, що міноритарний акціонер подає позов про нанесення йому збитків діями мажоритарних акціонерів. При цьому він вимагає застосувати як заходи забезпечення позову не лише арешт акцій мажоритарного власника, але й заборону брати участь останнього в роботі загальних зборів акціонерів. Привід для такого позову не суттєвий. Після цього проводяться загальні збори акціонерів, де у «ворожій» сторони вже більшість голосів, обирається новий склад ради директорів і новий генеральний директор. Нове керівництво швидко розпродает активи товариства.

На практиці існують також інші способи корпоративного шантажу. Зокрема:

1. Міноритарій закидає корпорацію вимогами про проведення позачергових загальних зборів акціонерів, сподіваючись на виникнення певних процедурних помилок при проведенні зборів, на підставі яких міноритарій у майбутньому буде оскаржувати легітимність зборів. Можливі також вимоги про проведення позачергових аудиторських перевірок, про надання різної інформації з господарської діяльності корпорації та складу акціонерів, тощо.

2. Подання різноманітних судових позовів з приводу оскарження рішень про випуск цінних паперів. Основна мета – змінити співвідношення корпоративних власників у корпорації.

3. Адміністративний тиск на менеджмент корпорації, силові захоплення, блокування судом на вимогу акціонерів виробничої діяльності корпорації, звернення зі скаргами до контролюючих, правоохоронних органів.

4. Активна публікація в ЗМІ несприятливої для керівництва і самої корпорації компрометуючої інформації, в тому числі поширення чуток про швидке банкрутство, порушення кримінальних справ відносно адміністрації, дискредитація в очах контрагентів та партнерів тощо.

Таким чином, грінмейл може застосовуватися для:

- примушення корпорації викупити власні акції за вищою ціною (класична модель);
- в якості частини юридичної схеми, що застосовується однією корпорацією до іншої при недружньому поглинанні.

## **12.2. Рейдерство в Україні: стан та регулятивні заходи боротьби**

Практика корпоративних конфліктів в Україні за останні роки складається таким чином, що частіше вживаються поняття рейдерство, поглинання тощо. В той же час, в Україні існує та досить часто застосовується розглянутий раніше грінмейл.

Дуже часто корпоративний конфлікт не ідентифікується саме у формі шантажу. Зовні все виглядає як послідовне відстоювання акціонером своїх законних прав. Грінмейл використовується не тільки для того, щоб змусити корпорацію викупити цінні папери, що належать грінмейлеру. Як вже зазначалося, найчастіше він застосовується в схемах недружнього поглинання. Проте в деяких випадках корпоративний шантаж може бути і способом захисту своїх прав дрібним акціонером.

У сучасному ринковому середовищі рейдерською діяльністю часто займаються невеликі самостійні рейдерські групи, так звані вільні рейдери, які фактично є авантюристами й працюють на свій страх і ризик. Проте масштабні рейдерські захоплення здійснюють великі компанії-агресори, серед яких слід назвати:

- 1) олігархічні фінансово-промислові групи, які за допомогою рейдерства диверсифікують свій бізнес та створюють нові галузеві холдинги;
- 2) інвестиційні компанії, для яких поглинання інших підприємств є основним видом бізнесу; поведінка цих підприємств, як правило, не агресивна, вони використовують виключно законні методи поглинання і отримують прибуток від перепродажу активів підприємства-жертви;
- 3) інвестиційні компанії-посередники, що діють в інтересах фірми-замовника; в основі діяльності таких компаній лежить рейдерське поглинання підприємства-жертви на замовлення та в інтересах підприємства-замовника;
- 4) професійні грінмейлери, які не прагнуть реального захоплення власності, а здійснюють рейдерські атаки на компанії, що дорожать власною репутацією, виключно з метою отримати так звані відступні за спокій.

Таким видом діяльності переважно займаються інвестиційні компанії, що здійснюють свій бізнес в рамках проєктів з недружнього поглинання. В їхньому штаті – висококваліфіковані юристи, економісти, психологи, спеціалісти з PR та GR.

Слід зазначити, що на сьогоднішній день у вітчизняному законодавстві відсутнє визначення корпоративного шантажу, механізмів його виявлення та припинення, оцінки збитку для мажоритарних акціонерів, відповідальності грінмейлерів перед законодавством тощо.

Хоча в цілому існують певні позитивні зрушення в питанні боротьби з рейдерством. Сьогодні відбувається активне протистояння рейдерству як на рівні держави, так і з боку власників бізнесу. Держава намагається вдосконалити корпоративне законодавство, а власники – ефективно застосовувати таке при складанні установчих документів, при роботі з клієнтами і контрагентами. Так сталося, що згідно з оцінками експертів близько 50% рейдерського ринку країни в довоєнний період було завойовано російськими рейдерами.

Протягом останніх років українська влада намагається боротися з рейдерством. 28 жовтня 2016 року прийнято Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо вдосконалення державної реєстрації прав на нерухоме майно та захисту прав власності», що передбачає захист прав власності, економічних інтересів громадян та інвесторів, зменшення ризиків незаконного заволодіння майном. Для замовників, виконавців і організаторів рейдерського захоплення передбачається кримінальне покарання з ув'язненням у термін до 10 років. За незаконні дії нотаріусів під час перереєстрації майна чи бізнесу передбачається позбавлення волі терміном до 8 років.

У жовтні 2019 році прийнято Закон України № 159-IX «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту права власності». Цей Закон передбачає одночасність вчинення нотаріальної дії та держреєстрації прав. Документом усуваються основні юридичні прогалини, які створюють проблеми власникам нерухомості та бізнесом. Основні його положення передбачають: припинення діяльності акредитованих суб'єктів; запровадження обов'язковості нотаріального посвідчення договорів про відчуження корпоративних прав; запровадження принципу одночасності вчинення нотаріальної дії і державної реєстрації; підвищення відповідальності за порушення відповідних реєстраційних процедур.

Динаміка кількості рейдерських атак в Україні свідчить про дієвість окремих заходів боротьби з рейдерством (рис. 12.1).



Рис. 12.1. Динаміка рейдерських атак в Україні

Якщо аналізувати по видах рейдерства, то варто зазначити, що у 2024 році домінувало біле рейдерство. Тобто, спроби захоплення відбувалися шляхом підроблення документів – 239 справ (рис. 12.2). Протиправне заволодіння майном підприємства – 28 справ, протидія законній господарській діяльності – 56 справ.

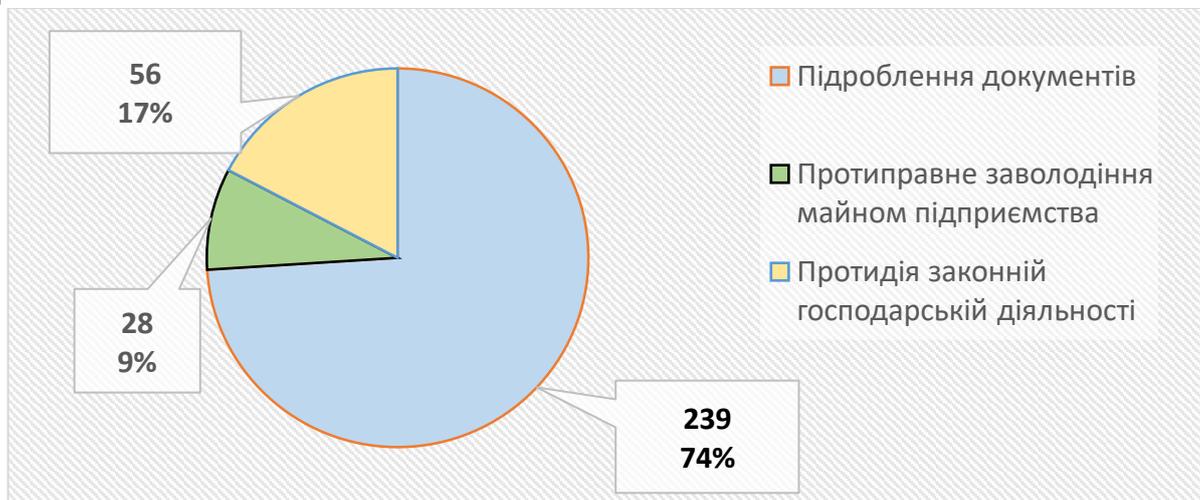


Рис. 12.2. Види рейдерських захоплень у 2024 році (Україна)

### 12.3. Інструментарій протидії рейдерству

Незважаючи на різноманітний портфель інструментів рейдерських захоплень, топ-менеджмент корпорацій може розпізнати ознаки потенційної загрози рейдерських атак. Насторожити власників та менеджерів корпорації та спонукати їх до активних превентивних дій мають такі ознаки:

- 1) несподіване отримання на адресу корпорації кореспонденції від судових і державних органів, інших осіб, що свідчить про створення видимості виконання юридичних формальностей перед захопленням корпорації;
- 2) несподівані прояви уваги до діяльності корпорації з боку меншоритарних акціонерів, які володіють незначним пакетом акцій;
- 3) неочікувані позапланові перевірки корпорації представниками різних державних інстанцій, судовими виконавцями, які порушують звичний режим роботи корпорації, насторожують його партнерів, що на руку рейдерам;
- 4) порушення кримінальних справ проти керівників корпорації часто з необґрунтованих приводів, що має на меті дестабілізацію діяльності корпорації;
- 5) неочікувана поява у ЗМІ негативної інформації про корпорацію, що може свідчити про перехід рейдерів до стадії PR-атаки;
- 6) зростання кількості незначних за розміром гравців фондового ринку, які скуповують невеликі пакети акцій корпорації у меншоритаріїв;
- 7) несподівана поява осіб, які проявляють надмірний інтерес до боргів корпорації, часто їх викуповують (навіть якщо ззовні покупці боргів виглядають незалежними фірмами, насправді це може бути розгалужена мережа, що підпорядкована великому рейдеру;

8) факти зникнення важливих документів, зразків підписів керівників, печаток, штампів (це повинно особливо насторожити топ-менеджмент корпорації).

Надзвичайно важливим елементом інструментарію протидії рейдерським загрозам є організація ефективної системи заходів запобігання рейдерству, яка включає такі дії:

- 1) організація ефективної системи підбору кадрів (компетентних, вірних та надійних фахівців) для роботи в органах управління корпорацією;
- 2) створення й організація ефективної роботи юридичного відділу і служби фінансово-економічної та інформаційної безпеки корпорації;
- 3) залучення для охорони корпорації досвідчених спеціалістів надійної та перевіреної охоронної агенції чи служби безпеки;
- 4) створення системи засобів захисту комерційної таємниці корпорації;
- 5) постійний моніторинг усіх спроб отримання сторонніми особами відомостей про корпорацію із зовнішніх джерел (реєстрів, БТІ, кадастрів);
- 6) формування надійного контрольного пакета акцій корпорації (понад 50%), щоб усунути можливість формування контрольного пакета рейдером;
- 7) сприяння зацікавленості акціонерів (особливо міноритарних) у збереженні та розвитку корпорації (виплата дивідендів, надання соціального пакету тощо) з метою утримання їх від спокуси продати свій пакет акцій зацікавленій стороні;
- 8) обмеження доступу до володіння та управління корпорацією сторонніх осіб шляхом реорганізації у приватне акціонерне товариство;
- 9) посилення юридичного захисту корпорації від захоплення шляхом внесення в її статут відповідних положень та вимог;
- 10) посилення фінансової безпеки шляхом підтримки фінансової стійкості та платоспроможності корпорації, контролю кредиторської заборгованості;
- 11) організація системи постійного внутрішнього аудиту бухгалтерських та фінансових документів, перевірка стану документів та рівня їхнього захисту;
- 12) організація надійного зберігання печаток, установчих та інших документів, що підтверджують власність, забезпечення захисту їх від підробки;
- 13) недопущення фактів підписання керівниками порожніх аркушів, бланків, непрочитаних текстів договорів, угод чи інших документів із незрозумілим змістом, адже завжди існує ризик зіграти на користь рейдера;
- 14) контролювати наявність грінмейлерів та вживати профілактичних заходів по недопущенню фактів корпоративного шантажу.

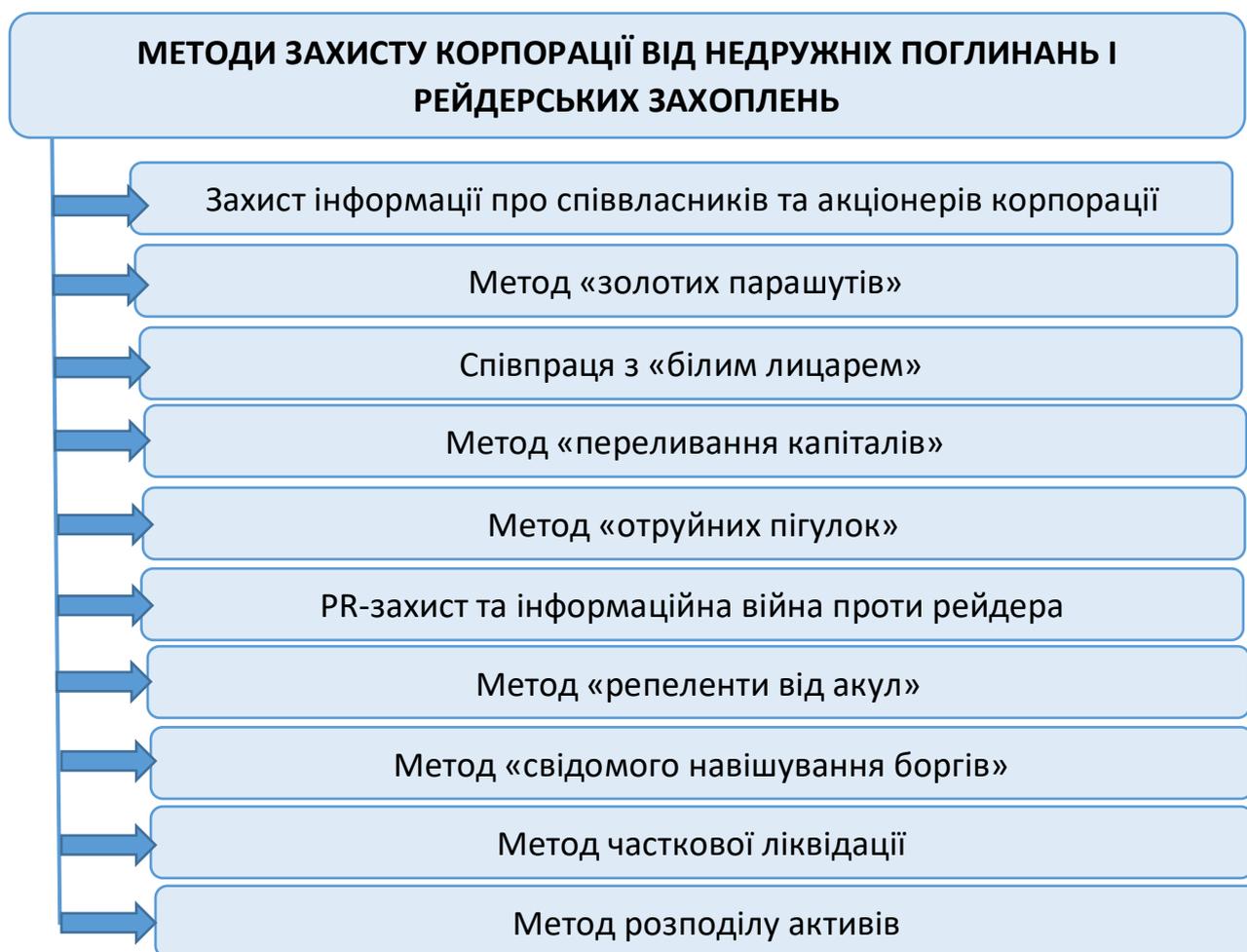
Корпоративний шантаж передбачає наявність чіткого плану дій, грошових коштів, конспірації, використання правових і неправових методів, інсайдерської інформації, підкupu посадових осіб, знання та використання помилок адміністрації. Він становить особливу небезпеку для корпорацій, які слабкі в організаційному, фінансовому, юридичному плані, не мають належної

внутрішньої служби безпеки та штату корпоративних юристів. Саме тому, важливим є саме профілактика відповідних негативних дій.

Комплекс захисту повинен включати такі заходи:

- мінімізація числа міноритарних акціонерів;
- приведення внутрішніх корпоративних документів корпорації у відповідність до чинних правових норм;
- максимальне дотримання передбачених законодавством прав акціонерів;
- контроль над доступом до інсайдерської інформації корпорації;
- попередження проявам корпоративної розвідки, стороннього впливу на топ-менеджмент.

Розглянемо інструментарій захисту корпорації від недружніх поглинань і рейдерських захоплень (рис. 12.3).



*Рис. 12.3. Інструментарій захисту корпорації від недружніх поглинань і рейдерських захоплень*

Розглянемо окремі специфічні антирейдерські методи.

*Метод «золотих парашутів»* – полягає в укладанні трудових договорів з певними категоріями персоналу, за якими передбачені значні компенсації під час звільнення, що стає вагомим баластом за незаконного придбання корпорації.

Формування великого пакета акцій шляхом викупу акцій у дрібних акціонерів або ж за допомогою партнера для злиття («білого лицаря») з метою позбавлення потенційного рейдера можливості зібрати контрольний пакет.

*Метод «отруйних пігулок»* – дещо схожий на попередній метод і передбачає здійснення додаткової емісії акцій корпорації з закритим розміщенням, що у разі поглинання зменшує шанси рейдера на володіння контрольним пакетом акцій.

*Метод «переливання капіталів»* – найважливіші активи корпорації переводяться у дочірні структури, які згодом відділяються від материнської корпорації, внаслідок чого рейдер купує «пустий пакет».

*Метод включення рейдера у фінансово-технологічний цикл* або продажу йому певних виробничих об'єктів, що доцільний у випадку, коли агресора цікавить не повний контроль над підприємством, а лише участь у виробничому циклі.

*PR-захист та інформаційна війна проти рейдера* (наприклад, формування іміджу корпорації як стратегічно важливої для держави чи регіону та відповідна державна підтримка значно зменшують шанси рейдерів).

*Метод «репеленти від акул»*, що передбачає укладання корпорацією договорів зі своїми партнерами з так званими секретними додатками, що передбачають наявність додаткових штрафів та боргів, які набувають чинності у разі отримання рейдером контролю над корпорацією.

*Метод «свідомого навішування боргів»* – значно знижує привабливість корпорації, оскільки з великою сумою заборгованості корпорація стає нецікава рейдеру.

*Метод часткової ліквідації* – полягає в тимчасовому виведенні за межі корпорації виробничих об'єктів, які потрапляють у сферу інтересів рейдера.

Метод розподілу активів між спеціально створеними юридичними особами – значно ускладнює роботу рейдера щодо захоплення корпорації.

Запровадження вищеописаних заходів та методів дасть змогу підвищити стійкість корпорації щодо зовнішніх загроз її безпеці та значно знизити шанси потенційного рейдера на успішну атаку.

### **Контрольні питання та завдання**

1. Схарактеризуйте ознаки потенційного рейдерства, які мають спонукати корпорації до активних превентивних дій.

2. Які методи захисту корпорації від недружніх поглинань і рейдерських захоплень вам відомі?

3. Розкрийте сутність рейдерства. Види та характеристика рейдерства.

4. Перелічіть ознаки грінмейлу та заходи боротьби з ним.

## ПРАКТИКУМ

### Визначення курсу і вартості корпоративних прав

Показник балансового (розрахункового) курсу корпоративних прав дорівнює вираженому у відсотках відношенню між власним капіталом (ВК) і статутним капіталом (СК).

$$\text{БК} = \frac{\text{ВК}}{\text{СК}} \times 100\%$$

Недоліком показника балансового курсу є те, що він характеризує не реальну вартість корпоративних прав підприємства, а бухгалтерську.

Для надання цьому показнику більшої об'єктивності розраховують скоригований балансовий курс, який, крім іншого, враховує приховані резерви (чи збитки) підприємства.

$$\text{Скоригований балансовий курс} = \frac{\text{ВК} + \text{приховані резерви}}{\text{СК}} \times 100\%$$

Балансовий курс є одним з чинників, який визначає інвестиційну привабливість корпоративних прав підприємства. Він може стати відправною точкою для встановлення ринкового курсу та може братися за основу при визначенні курсу емісії корпоративних прав.

Основними видами корпоративних прав є акції, частки учасників у статутному капіталі ТОВ і паї.

У разі здійснення додаткової емісії власники корпоративних прав можуть зазнати певних втрат. Ці втрати виражаються у зменшенні ринкового курсу акцій (часток), яке може спостерігатися при збільшенні номінального капіталу та зменшенні рівня контролю над підприємством. Законодавством передбачено, що у разі збільшення СК акціонери й учасники користуються переважним правом на купівлю додатково випущених акцій (часток).

Кількість переважних прав на придбання акцій нової емісії є пропорційною частці окремих акціонерів у статутному капіталі на дату прийняття рішення про емісію акцій, тобто залежить від кількості наявних «старих» акцій, які належать акціонерам.

Грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій відповідає різниці між ринковим курсом акцій до емісії і середнім курсом, який сформувався після зростання капіталу.

Розрахункова ціна переважного права визначається за такою формулою:

$$\text{П} = \frac{\text{Кб} - \text{Ке}}{\text{С} + 1} - \text{у разі збільшення статутного капіталу, або}$$

$$P = \frac{K_b - K_e}{C - 1} - \text{у разі зменшення статутного капіталу,}$$

де  $P$  – грошова оцінка переважного права на купівлю нових акцій;  $K_b$  – ринковий (біржовий) курс акцій;  $K_e$  – курс емісій нових акцій;  $C$  – співвідношення, з яким робиться емісія.

$$C = \frac{СК_1}{СК_2 - СК_1},$$

де  $СК_1$ ,  $СК_2$  – відповідно, розмір СК корпорації до і після його збільшення (зменшення).

Фактична ринкова ціна переважних прав визначається попитом і пропозицією на них, тому може відрізнятись від розрахункової.

Приклад 1. Розрахувати балансовий курс акцій корпорації, якщо власний капітал підприємства характеризують такі наведені в балансі дані, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	600	1. Статутний капітал	550
2. Оборотні активи	300	2. Додатково вкладений капітал	30
		3. Інший додатковий капітал	50
		4. Нерозподілений прибуток	10
		5. Вилучений капітал	(40)
		6. Зобов'язання	300
Баланс	900	Баланс	900

Розв'язок.

Власний капітал підприємства становить  $550 + 30 + 50 + 10 - 40 = 600$  тис. грн.

Балансовий курс акції дорівнює

$$BK = \frac{BK}{СК} \times 100\% = \frac{600}{550} \times 100\% = 109\%.$$

Приклад 2. Стабільний середньорічний чистий прибуток підприємства становить 100 тис. грн., ставка капіталізації – 12%, статутний капітал – 550 тис. грн. Визначити курс акцій за капіталізованою вартістю.

Розв'язок. Підхід до оцінки курсу акцій за капіталізованою вартістю побудований на концепції теперішньої вартості очікуваних майбутніх доходів від володіння корпоративними правами. Капіталізована вартість корпорації – це приведена до теперішньої вартості величина майбутніх доходів на основі їх дисконтування. Визначимо капіталізовану вартість за формулою:

$$KB = \frac{ЧП}{r} = \frac{100\,000}{0,12} = 833\,333,3 \text{ грн, де}$$

$r$  – ставка капіталізації,

ЧП – чистий прибуток.

Курс акцій за капіталізованою вартістю дорівнює:

$$KBV = \frac{KB}{СК} \times 100\% = \frac{833333,3}{550000} = 151,5\%.$$

### **Оцінювання фінансових інструментів інвестування**

Відомі два принципово різних підходи до оцінювання цінних паперів в залежності від їх видів. Перший підхід призначений для оцінки первинних цінних паперів – акцій та облігацій, які мають прямий зв'язок з грошовими потоками корпорації, тому ключовим елементом методики оцінки є модель дисконтування грошового потоку (DCF-модель). Другий метод використовується для оцінки похідних цінних паперів, таких як опціони, які мають непрямий зв'язок з грошовими потоками корпорації. Свою назву похідні цінні папери, або деривативи, дістали за тієї обставини, що ці папери цінні не самі по собі, а лише завдяки первинним фінансовим активам. Оцінювання деривативів здійснюється за допомогою моделей ціноутворення опціонів.

Оцінювання первинних цінних паперів, яке ґрунтується на прогнозуванні грошового потоку, виконується за такою схемою. 1) Оцінюється грошовий потік, що передбачає оцінку величини грошових надходжень і відповідного ризику в розрізі періодів. 2) Необхідна прибутковість грошового потоку встановлюється з розрахунку ризику, пов'язаного з ним, та прибутковості, яку можна досягти при інших альтернативних вкладеннях. 3) Грошовий потік дисконтується по очікуваній прибутковості. 4) Дисконтовані величини складаються для визначення вартості активу.

Важливими факторами, які впливають на поточну вартість цінного паперу, є ринкова відсоткова ставка і ступінь ризику.

*Ринкова відсоткова ставка* – це ставка, заснована на сумах, що виплачуються на інвестиційному ринку цінними паперами (облігаціями, акціями, векселями, ощадними сертифікатами) зі схожими параметрами запозичення і ризику. Зниження вартості оцінюваних нами цінних паперів при підвищенні ринкової відсоткової ставки має наступне логічне пояснення. Так як по аналогічних фінансових інструментах інвестори отримують більше відсоткових винагород, ніж по даних цінних паперах, їх власники намагатимуться позбавитися цих цінних паперів. Це створить на ринку підвищену пропозицію, внаслідок чого ціна угод буде знижуватись, досягнув рівноваги в точці отриманої нами ціни.

### **Математичний інструментарій оцінювання облігацій**

Відповідно до умов випуску облігації бувають купонні і безкупонні (дисконтні). Розглянемо в класичному варіанті задачу оцінки купонних облігацій. Згідно з умовами інвестування в ці боргові фінансові інструменти корпорація-емітент облігацій зобов'язується здійснювати періодичний відсотковий платіж на річній або піврічній основі та погасити номінальну вартість облігації до

визначеного терміну закінчення їх дії. Купонна облигація має наступні характеристики:

- номінальну вартість  $M$ ,
- термін до погашення  $N$ ,
- відсоткову ставку  $i_B$ ,
- умови виплати відсотків (періодичність виплат)  $m$ .

Математична модель оцінювання грошової вартості облигації ґрунтується на дисконтуванні грошових потоків, які виплачуються протягом всього терміну до погашення. Вартість облигації в теперішній момент часу дорівнює дисконтованій сумі всіх з нею пов'язаних грошових потоків:

$$V_B = \sum_{k=1}^N \frac{INT}{(1 + i_B)^k} + \frac{M}{(1 + i_B)^N}$$

Якщо купон виплачується декілька разів на рік ( $m$ ), то формула для розрахунку вартості облигації зміниться:

$$V_B = \sum_{k=1}^{m \times N} \frac{INT/m}{(1 + i_B/m)^k} + \frac{M}{(1 + i_B/m)^{m \times N}}$$

**Приклад.** Випущена купонна облигація з фіксованою відсотковою ставкою терміном на 5 років та номіналом \$ 1000. Відсоткові виплати здійснюються 2 рази на рік в розмірі \$ 120. Ринкова відсоткова ставка по аналогічних фінансових позиках складає 16%. Необхідно визначити поточну вартість облигації. Як зміниться ціна облигації через 2 роки, якщо відсоткова ставка збільшиться до 20%?

**Розв'язок.** Використовуємо формулу:

$$V_B = \sum_{k=1}^{m \times N} \frac{INT/m}{(1 + i_B/m)^k} + \frac{M}{(1 + i_B/m)^{m \times N}} = \sum_{k=1}^{5 \times 2} \frac{120 : 2}{(1 + 0,16/2)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,16/2)^{10}} = 60 \times 6,7101 + 1000 \times 0,4632 = \$ 865,81.$$

Через 2 роки при тій самій відсотковій ставці ціна облигації становитиме:

$$V_B = \sum_{k=1}^{3 \times 2} \frac{60}{(1 + 0,08)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,08)^6} = 60 \times 4,6229 + 1000 \times 0,6302 = \$ 907,54.$$

Через 2 роки при відсотковій ставці 20% вартість облигації дорівнюватиме:

$$V_B = \sum_{k=1}^{3 \times 2} \frac{60}{(1 + 0,10)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,10)^6} = 60 \times 4,3553 + 1000 \times 0,5645 = \$ 825,82.$$

Математична модель оцінювання облигації з нульовим купоном має наступний вигляд:

$$V_B = \frac{M}{(1 + i_B)^N}$$

Розглянемо практичне застосування даної моделі.

Приклад. Обчислити поточну вартість облигації з нульовим купоном, вартістю \$ 500 і терміном погашення 20 років, якщо прийнята норма прибутку становить 6,5%.

Розв'язок.

$$V_B = \frac{M}{(1 + i_B)^N} = \frac{500}{(1 + 0,065)^{20}} = \$ 440,83.$$

Прошло півроку, відсоткова ставка не змінилась. Визначити  $V_B$ .

$$V_B = \frac{500}{(1 + 0,065)^{3 \cdot 2}} = \$ 454,9.$$

Прошло ще 75 днів і відсоткова ставка збільшилась до 7%. В цьому випадку вартість облигації становитиме:

$$V_B = \frac{500}{(1 + 0,07)^{1 + (107:365)}} = \frac{500}{1,07^{1,29}} = \$ 458,77.$$

У зв'язку з купонною облигацією часто використовується поняття фінансового показника – дюрація – середньозваженої «зрілості» потоку платежів, пов'язаних з цією облигацією. Розрахункова формула для дюрації має наступний вигляд:

$$D = \frac{\left[ \frac{INT}{(1 + i_B)^1} \times t_1 + \frac{INT}{(1 + i_B)^2} \times t_2 + \dots + \frac{INT}{(1 + i_B)^{N-1}} \times t_{N-1} + \frac{INT + M}{(1 + i_B)^N} \times t_N \right]}{P_0},$$

де  $t_k$  - момент часу, в якому здійснюється  $k$ -та купонна виплата,

$P_0$  – ринкова вартість облигації на теперішній момент часу.

Зміст дюрації полягає в тому, що інвестор з її допомогою намагається виміряти ризик своїх вкладень в облигації. По визначенню дюрація означає «тимчасове очікування» деякого агрегованого грошового потоку, який за фінансовою значимістю еквівалентний всій сукупності грошових виплат, пов'язаних з облигацією. *Дюрація* – момент часу, коли виникає цей агрегований платіж. Чим більша величина дюрації, тим більш ризиковане вкладення грошей в дану облигацію. Найбільшу важливість використання поняття дюрації має, коли оцінюється портфель облигацій інвестора.

Приклад. Розрахувати величину дюрації, якщо облигація має наступні показники:

Сума до погашення – 1000,

Відсоткова ставка облигації – 12,8%

Кількість періодичних виплат на рік – 2,

Поточна відсоткова ставка – 14,0%

Кількість років до погашення – 6.

Виконаємо елементарні розрахунки, в тому числі використовуючи формулу:

$$V_B = \sum_{k=1}^N \frac{INT}{(1 + i_B)^k} + \frac{M}{(1 + i_B)^N}$$

Величина відсоткової виплати –  $1000 \times (0,128 : 2) = 64,0$ .

Кількість періодів –  $6 \times 2 = 12$ .

Періодична відсоткова ставка –  $14 : 2 = 7,0\%$ .

Оцінка облігації – 952,34.

$$V_B = \sum_{k=1}^{12} \frac{64}{(1 + 0,14)^k} + \frac{1000}{(1 + 0,14)^{12}} = 952,34.$$

Розраховуємо дюрацію, використовуючи таблицю.

Таблиця

Номер періоду	Величина виплати	Дисконтована величина виплати	(1) × (3)
1	2	3	4
1	64,0	59,81	59,81
2	64,0	55,90	111,80
3	64,0	52,24	156,73
4	64,0	48,83	195,30
5	64,0	45,63	228,16
6	64,0	42,65	255,88
7	64,0	39,86	278,99
8	64,0	37,25	297,99
9	64,0	34,81	313,31
10	64,0	32,53	325,34
11	64,0	30,41	334,47
12	1064,0	472,43	5669,14
ВСЬОГО			8226,91

$(64 : (1+0,14 : 2)^1 = 59,81$  і т. д.

Отримаємо величину дюрації:

8266,91

$D = \frac{8266,91}{952,34} = 8,64$  періоди = 4,32 роки.

952,34

*Безкупонна (дисконтна) облігація.* В процесі емісії такі облігації продаються зі знижкою (дисконтом). Величина знижки визначається відсотковою ставкою по даній облігації. Зазвичай дисконтні облігації мають термін погашення від 1 до 3 років, вони оцінюються за формулою:

$$P_2 = \frac{M}{(1 + i_B \times n)} \text{ або } \frac{1000}{(1 + i_B \times \frac{t}{T})},$$

де  $t$  – кількість днів до погашення облігації;

$T$  – кількість днів в році.

Вивчимо оцінювання вартості такої облігації за допомогою прикладу.

Приклад. Облігація з терміном погашення 1 рік та сумою до погашення \$1000 була повністю реалізована фінансовим інститутом за ціною \$782 за штуку. Підприємство А купило 10000 цих облігацій. Прошло 120 днів та підприємство вирішило продати облігації на вторинному ринку. Поточна відсоткова ставка по боргових інструментах тривалістю 1 рік на момент продажу становила 36%. По якій ціні підприємство може продати ці облігації, і який дохід воно може отримати?

Розв'язок. Використовуємо формулу для безкупонних облігацій:

$$P_2 = \frac{M}{(1 + i_B \times t:365)} = \frac{1000}{(1 + 0,36 \times 245:365)} = \$805,2 .$$

Таким чином, очікуваний дохід становитиме:

$$D_1 = (805,2 - 782) \times 10\,000 = \$232\,000 .$$

Приклад розрахунку вартості облігації, випущеної на умовах виплати всієї суми при погашенні.

Оцінити вартість облігації, випущеної на термін 1 рік, номіналом 200 грн. з виплатою всієї суми відсотків при погашенні за ставкою 36% до номіналу, якщо до погашення залишилось 6 місяців і ставка прибутковості становить 60% річних.

Розв'язок. Скористаємося моделлю оцінки вартості облігації з виплатою всієї суми відсотків при її погашенні:

$$V_B = \frac{M + INT}{(1 + i_B)^N} = \frac{200 + 200 \times 0,36}{(1 + 0,60)^{6:12}} = 215,03 \text{ грн.},$$

### **Математичний інструментарій оцінювання простих і привілейованих акцій**

Базове рівняння ринкової вартості акцій полягає в тому, що дійсна ринкова вартість акції ( $V_s$ ) – це поточна вартість очікуваних у майбутньому дивідендів. Оцінювання вартості простої акції здійснюється за формулою:

$$V_s = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_1}{(1 + r_s)^t} ,$$

де  $D_1$  – розмір дивідендів, виплачуваних в  $t$ -році,

$r_s$  – прибутковість простих акцій, які використовуються в якості показника дисконту для приведення дивідендних виплат до теперішнього моменту часу.

Далі вся послідовність дивідендів розбивається на дві групи:

1-а група – дивіденди протягом оглядного часу горизонту.

2-а група – нескінченна послідовність дивідендів, що залишилися, які замінюють термінальним значенням ( $T$ ).

Нехай  $N$  – кількість років в оглядному горизонті, тоді з урахуванням вартості грошей у часі отримаємо:

$$V_s = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + L + \frac{D_N}{(1+r)^N} + \frac{T}{(1+r)^N}$$

В межах оглядного горизонту дивіденди прогноуються для кожного року окремо.

Для другої групи дивідендів робиться припущення у відношенні темпу росту:

незмінне значення  $D'$ , або нульовий темп росту ( $g = 0$ ).

деякий позитивний темп росту дивідендів ( $g > 0$ ).

Отже, розрахунок термінального значення може здійснюватися в одному з двох варіантів:

Якщо  $g = 0$ , то

$$T = \frac{D'}{r}$$

Якщо  $g > 0$ , то використовується формула Гордона:

$$T = \frac{D'_1}{r-g}$$

В цих формулах в якості дивіденду використовується перша після закінчення оглядного горизонту величина дивіденду, що планується до виплати.

Приклад. Підприємство за останній рік виплатило по дивідендах на одну акцію 0,50 грн. Протягом найближчих двох років темп росту дивідендів складе 6%. В послідууючому дивіденди зростатимуть з темпом 4%. Необхідно оцінити ринкову вартість цієї акції, якщо її прибутковість знаходиться на рівні 12%.

Розв'язок. Розрахуємо дивіденди, які виплачувались найближчі два роки:

$$D_1 = 0,50 \times 1,06 = 0,53 \text{ грн.}$$

$$D_2 = 0,53 \times 1,06 = 0,562 \text{ грн.}$$

Величина дивіденду, запланованого в кінці третього року, складе:

$$D_3 = 0,562 \times 1,04 = 0,584 \text{ грн.}$$

Знайдемо термінальне значення за Формулою Гордона:

$$T = \frac{D'_1}{r-g} = \frac{0,584}{0,12 - 0,04} = 7,3 \text{ грн.}$$

Оцінимо вартість простої акції підприємства за формулою:

$$V_s = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + L + \frac{D_N}{(1+r)^N} + \frac{T}{(1+r)^N}$$

$$V_s = \frac{0,53}{1+0,12} + \frac{0,562}{(1+0,12)^2} + \frac{7,3}{(1+0,12)^2} = 6,74 \text{ грн.}$$

Особливість в тому, що капітал вкладається на невизначений проміжок часу, а величина дивідендів фіксована. Зазначені фактори визначають спосіб оцінювання цих акцій як нескінченного ануїтету.

$$V_p = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1+r)^k} = \frac{D_p}{r} .$$

В якості норми прибутковості використовується прибутковість аналогічних привілейованих акцій, які обертаються на ринку.

Приклад. На час емісії привілейованих акцій кожний інвестор заплатив 200 грн. за акцію, отримавши на заміну зобов'язання емітента виплачувати йому щорічно 25 грн.

Знайти поточну прибутковість акції та вартість акції після двох дивідендних виплат, якщо інвестор вирішив продати акції, а прибутковість акції через два роки збільшиться на 0,5%.

Розв'язок. У даному випадку ми маємо нескінченний ануїтет 25 грн. Поточна прибутковість акції становить:

$$r = \frac{D_p}{V_p} = \frac{25}{200} = 0,125 = 12,5\% .$$

Термінальне значення дорівнює:

$$T = \frac{D_p}{r} = \frac{25}{0,125} = 200 \text{ грн.}$$

Оцінимо вартість термінального значення T, тобто вартість акції через два роки.

$$T = \frac{D_p}{(1+r)^1} + \frac{D_p}{(1+r)^2} + \frac{T}{(1+r)^2} = \frac{25}{(1+0,125)} + \frac{25}{(1+0,125)^2} + \frac{200}{(1+0,125)^2} = 200 \text{ грн.}$$

Оцінимо вартість привілейованої акції в припущенні, що через два роки відсоткова ставка збільшиться на 0,5% та буде дорівнювати 13%. Тоді термінальне значення складе:

$$T = \frac{25}{13\%} = 192,31 \text{ грн.}$$

Оцінимо ринковий курс акції за умови, що інвестор збирається продавати акції через два роки.

$$V_p = \frac{25}{(1+0,125)} + \frac{25}{(1+0,125)^2} + \frac{192,31}{(1+0,125)^2} = 193,92 \text{ грн.}$$

### **Складання графіку повернення довгострокових кредитів**

Корпорації можуть залучати кредитні ресурси, які повертаються в процесі діяльності або реалізації інвестиційних проектів. Сума кредиту зазвичай

компенсується поступово протягом його терміну. Розрізняють два типи порядку погашення:

періодичними внесками;

«амортизаційний» (поступова виплата рівномірними внесками).

*Погашення кредиту періодичними внесками.* При цьому способі основну кредитну суму виплачують протягом всього його терміну. Проте, порядок погашення такий, що після закінчення терміну від суми кредиту залишається достатньо значна сума, яка підлягає поверненню.

Приклад. Уявімо собі, що корпорація отримує кредит в сумі 100000 грн терміном на 5 років. Платежі в рахунок погашення кредиту вносяться щорічно в сумі 12000 грн плюс відсотки за ставкою 22%. Таким чином, в кінці п'ятилітнього періоду вже будуть здійснені 4 платежі по 12000 грн (всього 48000), і залишається невиплаченою сума в 52000 грн, яку повністю виплачують по закінченні терміну кредиту. Такий порядок погашення представимо в таблиці.

Тис. грн					
Рік	Початковий баланс боргу	Погашення боргу	Відсотки	Річна виплата	Кінцевий баланс боргу
1	100,000	12,000	22,000	34,000	88,000
2	88,000	12,000	19,360	31,360	76,000
3	76,000	12,000	16,720	28,720	64,000
4	64,000	12,000	14,080	26,080	52,000
5	52,000	52,000	11,440	63,440	-
		100,000	83,600		

Зауважимо, що відсотки нараховуються, виходячи з величини початкового на поточний рік балансу боргу.

Кредит може бути виплачений рівними внесками. Відсоток виплачують по непогашеній частині боргу, тому загальна сума внеску по погашенню основної суми і відсотку зменшується по мірі того, як минає термін кредиту. Внески по погашенню основної суми не змінюються. Проте кожна наступна відсоткова виплата менша за попередню, так як непогашена частина основної суми, що залишилась, зменшується. В такому випадку графік обслуговування боргу має наступний вигляд:

Рік	Початковий баланс боргу	Погашення боргу	Відсотки	Річна виплата	Кінцевий баланс боргу
1	100,000	20,000	22,000	42,000	80,000
2	80,000	20,000	17,600	37,600	60,000
3	60,000	20,000	13,200	33,200	40,000
4	40,000	20,000	8,800	28,800	20,000
5	20,000	20,000	4,400	24,400	-
		100,000	66,000		

При порівнянні таблиць можна дійти висновку, що сума відсоткових платежів у першому варіанті закономірно вища.

«Амортизаційне» погашення кредиту. При такому способі основну суму кредиту виплачують поступово протягом терміну кредиту. Платежі здійснюються рівними сумами регулярно, і вони включають визначену частину суми кредиту і відсоток. Суму кредиту погашають разом з останнім внеском. Цей принцип використовують при іпотечному кредитуванні. Багато західних кредитних інвесторів використовують дану схему в якості базового графіку повернення боргу підприємством-позичальником.

Приклад. Кредитний інвестор пропонує підприємству кредит під 12% річних терміном на 4 роки по схемі повернення боргу кожного півроку. Планується залучити 800 тис. грн. Необхідно розрахувати графік обслуговування боргу.

Перш за все потрібно обчислити величину піврічної виплати. При розрахунку цієї суми використовується концепція оцінки вартості грошей у часі – приведена до теперішнього часу сума всіх платежів повинна дорівнювати сумі кредиту.

Якщо PMT – невідома величина річної виплати, а S – величина кредиту, то при відсотковій ставці кредиту і та кількості періодичних платежів n величина PMT може бути обчислена за допомогою рівняння:

$$S = \frac{PMT}{(1+i)^1} + \frac{PMT}{(1+i)^2} + \dots + \frac{PMT}{(1+i)^n}$$

Розрахунок можна здійснити за допомогою фінансових таблиць або Excel. Для нашого прикладу сума річного платежу дорівнює 128, 829 тис. грн.

Рік	Початковий баланс боргу	Погашення боргу	Відсотки	Річна виплата	Кінцевий баланс боргу
1	800,000	80,829	48,000	128,829	719,171
2	719,171	85,678	43,150	128,829	633,493
3	633,493	90,819	38,010	128,829	542,674
4	542,674	96,268	32,560	128,829	446,405
5	464,405	102,044	26,784	128,829	344,361
6	344,361	108,167	20,662	128,829	236,194
7	236,194	114,657	14,172	128,829	121,537
8	121,537	121,537	7,292	128,829	0
		800,000	230,630		

## Фінансові аспекти реорганізації корпорацій

### Приклад 1. Приєднання.

Прийнято рішення про реорганізацію акціонерного товариства (далі – АТ) «А» шляхом приєднання до АТ «Б». Співвідношення, з яким робиться обмін корпоративних прав при приєднанні, становить 3:2. Як доплата до корпоративних прав АТ «Б» виплачує на користь акціонерів АТ «А» компенсацію в розмірі 2,5 грн за кожну акцію номінальною вартістю 50 грн. Розрахуємо суму збільшення статутного капіталу (далі – СК) та складемо баланс АТ «Б» після

приєднання до нього АТ «А», якщо баланси обох корпорацій до реорганізації мали такий вигляд:

БАЛАНС АТ «А» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, млн. грн

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	500	1. Статутний капітал	420
2. Запаси і затрати	150	2. Додатковий капітал	60
3. Дебіторська заборгованість	100	3. Резервний капітал	40
4. Грошові кошти	20	4. Зобов'язання	250
Баланс	770	Баланс	770

БАЛАНС «Б» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, млн. грн

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	1400	1. Статутний капітал	1200
2. Запаси і затрати	300	2. Додатковий капітал	300
3. Дебіторська заборгованість	200	3. Резервний капітал	200
4. Грошові	100	4. Зобов'язання	300
Баланс	2000	Баланс	2000

Розрахунок суми збільшення СК АТ «Б»:

Співвідношення обміну корпоративних прав 3:2 означає, що три акції АТ «А» обмінюються на 2 акції АТ «Б». Оскільки обмін акцій здійснюється за рахунок збільшення статутного капіталу, то діє така рівність:

2 акції АТ «Б» : 3 акції АТ «А» = сума збільшення капіталу АТ «Б» : СК АТ «А»,  
або 2 : 3 = сума збільшення СК : 420 млн. грн.

Звідси сума збільшення СК =  $420 \times (2 : 3) = 280$  млн. грн. Таким чином, після реорганізації загальна сума СК становитиме  $280 + 1200 = 1480$  млн. грн.

Загальна сума компенсаційних виплат акціонерам АТ «А» визначається множенням кількості акцій ( $420000 : 50 = 8400$ ) на розмір компенсаційних доплат на одну акцію (2,5 грн) і дорівнює 21 млн. грн ( $8400 \times 2,5$ ). Це означає, що в результаті реорганізації активи АТ «Б» збільшилися на суму активів АТ «А» і зменшилися на загальну суму компенсаційних виплат.

Сума приросту чистої вартості АТ «Б» у результаті приєднання становить 219 млн. грн. (ВК АТ «А» – компенсаційні виплати – вартість корпоративних прав, виданих колишнім акціонерам АТ «А»  $520 - 21 - 280 = 219$  млн. грн). Ця різниця включається до складу додаткового капіталу АТ «Б». Сума зобов'язань АТ «Б» після приєднання до нього АТ «А» дорівнюватиме загальній сумі зобов'язань обох підприємств. З урахуванням викладених аспектів, баланс АТ «Б» після приєднання до нього АТ «А» матиме такий вигляд, млн. грн:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	1900	1. Статутний капітал	1480
2. Запаси і затрати	450	2. Додатковий капітал	519
3. Дебіторська заборгованість	300	3. Резервний капітал	200
4. Грошові кошти	99	4. Зобов'язання	550
Баланс	2749	Баланс	2749

**Приклад 2. Злиття.** На загальних зборах акціонерів АТ «А» й АТ «Б» було прийняте рішення про реорганізацію підприємств шляхом їх злиття та створення нового АТ «В». Номінальний курс акцій АТ «А» становить 200%, АТ «Б» – 180%. Менеджмент і власники товариств дійшли згоди, що ринковий курс корпоративних прав відображає вартість підприємства, а отже, може слугувати базою для встановлення пропорцій обміну акцій підприємств, котрі реорганізуються, на акції новоствореного підприємства. Баланси обох підприємств до реорганізації мали такий вигляд:

**БАЛАНС АТ «А» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, тис. грн**

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	15000	1. Статутний капітал	10000
2. Оборотні активи	25000	2. Додатковий капітал	5000
		3. Резервний капітал	2000
		4. Нерозподілений прибуток	3000
		5. Зобов'язання	20000
Баланс	40000	Баланс	40000

**БАЛАНС «Б» ДО РЕОРГАНІЗАЦІЇ, млн. грн**

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	30000	1. Статутний капітал	15000
2. Оборотні активи	20000	2. Додатковий капітал	6000
		3. Резервний капітал	3000
		4. Нерозподілений прибуток	1000
		5. Зобов'язання	25000
Баланс	50000	Баланс	50000

На зборах засновників АТ «В» прийнято рішення про формування СК в розмірі 30000 тис. грн шляхом емісії 600 000 акцій номіналом 50 грн. Баланс новоствореного АТ «В» матиме такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	45000	1. Статутний капітал	30000
2. Оборотні активи	45000	2. Додатковий капітал	11000
		3. Резервний капітал	4000
		4. Нерозподілений прибуток	-
		5. Зобов'язання	45000
Баланс	90000	Баланс	90000

Визначимо, як розподілятимуться акції новоствореного АТ між власниками корпоративних прав підприємств, що реорганізуються. Для цього розрахуємо ринкову вартість підприємств (ВПр) за таким алгоритмом:

$$\text{ВПр} = \text{СК} \times \text{курс} / 100.$$

Вартість АТ «А» дорівнює  $10000 \times 200 / 100 = 20000$  тис. грн.

Вартість АТ «Б» дорівнює  $15000 \times 180 / 100 = 27000$  тис. грн.

Таким чином, співвідношення, з яким розподілятимуться акції нової емісії між власниками корпоративних прав реорганізованих підприємств, становитиме  $20000 : 27000$ , тобто 42,6% належатиме акціонерам АТ «А» і 57,4% – акціонерам АТ «Б». Це означає, що з 600000 акцій перші отримають 255600 шт. загальним номіналом 12780 тис. грн, а другі – 344400 шт. загальним номіналом 17220 тис. грн.

Коефіцієнт, з яким обмінюватимуться старі акції АТ «А» на нові акції АТ «В» – 1,278 ( $255600 : 200000$ ), тобто на кожен стару акцію акціонер зможе одержати 1,278 нової акції. Коефіцієнт обміну акцій АТ «Б» на акції АТ «В» – 1,148 ( $344400 : 300000$ ).

Приклад 3. (Розукрупнення – поділ). ТОВ «Альфа» займається переробкою с/г продукції, яку потім реалізовує у власному магазині. Учасниками ТОВ є фізичні особи:

А – володіє часткою в 30%; Б – 25%; В – 20%; Г – 15%; Д – 10%.

При заснуванні внески учасників А, Г і Д в основному були спрямовані на організацію виробничого цеху, учасники Б і В спрямували свої зусилля на організацію магазину.

У результаті суперечок з питань використання прибутку та подальшого розвитку бізнесу збори учасників ТОВ прийняли рішення про реорганізацію юридичної особи шляхом поділу на два товариства з обмеженою відповідальністю: «Цех» та «Магазин». Засновниками ТОВ «Цех» вирішили стати учасники А, Г і Д (загальна частка 55%); ТОВ «Магазин» – учасники Б та В (загальна частка 45%). Першому передається виробничий цех з усією інфраструктурою, другому – магазин. Баланс ТОВ «Альфа» перед реорганізацією має такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	10000	1. Статутний капітал	5000
2. Оборотні активи	5000	2. Додатковий капітал	2000
		3. Резервний капітал	1000
		4. Нерозподілений прибуток	1000
		5. Зобов'язання	6000
Баланс	15000	Баланс	15000

Складемо розподільний баланс підприємства, якщо його оціночна ринкова вартість становить 10000 тис. грн, у т. ч. вартість цеху – 6000 тис. грн, вартість магазину – 4000 тис. грн. Виходячи з часток власності обох груп учасників, поділ

підприємства слід здійснювати у співвідношенні 55% (на користь ТОВ «Цех») і 45% (на користь ТОВ «Магазин»). Оскільки ринкова вартість реорганізованого підприємства в частині виробничого цеху дорівнює 60% усієї вартості підприємства, на користь засновників ТОВ «Магазин» було вирішено здійснити компенсаційні виплати в розмірі 5% вартості підприємства, що становить 500 тис. грн. Джерелом виплати є нерозподілений прибуток. Ураховуючи співвідношення розподілу, а також те, що залишки резервного капіталу, додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку для новостворених підприємств слід розглядати як акцію і відносити на додатковий капітал, розподільний баланс ТОВ «Альфа» можна побудувати таким чином, тис. грн:

Статті балансу	ТОВ «Альфа»	ТОВ «ЦЕХ»	ТОВ «Магазин»
<b>АКТИВ</b>			
1. Необоротні активи	10000	5500	4500
2. Оборотні активи	5000	2475	2025
Баланс	15000	7975	6525
<b>ПАСИВ</b>			
1. Статутний капітал	5000	2750	2250
2. Додатковий капітал	2000	1925	1575
3. Резервний капітал	1000	-	-
4. Нерозподілений прибуток	1000	-	-
5. Зобов'язання	6000	3300	2700
Баланс	15000	7975	6525

Виходячи з вищенаведених пропорцій, частки учасників А, Г і Д у статутному капіталі ТОВ «Цех» становитимуть відповідно 54,5 (30×100:55), 27,3 (15×100:55) та 18,2% (10×100:55); частки учасників Б і В у статутному капіталі ТОВ «Магазин» – відповідно 55,5 та 45,5%.

Приклад 4. (Перетворення). З метою розширення можливостей фінансування підприємства прийнято рішення про перетворення ТОВ «А» на АТ «Б». Учасники ТОВ здійснюють обмін своїх часток на акції за номінальною вартістю. Баланс ТОВ «А» перед реорганізацією має такий вигляд, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	7000	1. Статутний капітал	4000
2. Оборотні активи	3000	2. Додатковий капітал	300
		3. Резервний капітал	700
		4. Нерозподілений прибуток	-
		5. Зобов'язання	5000
Баланс	10000	Баланс	10000

Одночасно з перетворенням відбувається збільшення СК на основі додаткової емісії акцій загальною номінальною вартістю 1 млн. грн. Курс емісії –

120%. Для поліпшення структури капіталу запропоновано здійснити операцію трансформації заборгованості перед одним із кредиторів у власний капітал, на що спрямовується 25% акцій додаткової емісії. Решта акцій планується розмістити на ринку капіталів. Накладні витрати, пов'язані з перетворенням та збільшенням СК, становлять 50 тис. грн.

Зазначені операції впливають на окремі статті балансу реорганізованого підприємства таким чином:

– СК реорганізованого підприємства буде сформовано в розмірі 5000 тис. грн, у тому числі 4000 тис. грн – СК підприємства – правопопередника та 1000 тис. грн – збільшення СК;

– додатковий капітал формується як сума залишку за цією статтею та емісійного доходу в розмірі 200 тис. грн;

– резервний капітал можна розглядати як джерело погашення витрат, пов'язаних з реорганізацією та збільшенням СК, отже, він зменшиться на відповідну суму;

– зобов'язання зменшаться на 300 тис. грн, оскільки ця сума спрямовується кредитором на придбання 25% акцій нової емісії за курсом емісії.

Зрозуміло, що в результаті трансформації боргу у власність активи підприємства на відповідну суму не збільшуються. З урахуванням цього, а також грошових витрат, пов'язаних з реорганізацією та збільшенням СК, оборотні активи підприємства збільшаться на 850 тис. грн.

Побудуємо баланс підприємства після реорганізації, тис. грн:

Актив		Пасив	
1. Необоротні активи	7000	1. Статутний капітал	5000
2. Оборотні активи	3850	2. Додатковий капітал	500
		3. Резервний капітал	650
		4. Нерозподілений прибуток	-
		5. Зобов'язання	4700
Баланс	10850	Баланс	10850

## РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

1. Про господарські товариства: Закон України від 19 вересня 1991 року / Збірник законів України. Т.1. – 1991.
2. Про систему депозитарного обліку цінних паперів: Закон України URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws>.
3. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.06.: URL: [https://ips.ligazakon.net/document/view/T063480?ed=2020\\_08](https://ips.ligazakon.net/document/view/T063480?ed=2020_08)
4. Про акціонерні товариства: Закон України. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
5. Про фінансові послуги та фінансові компанії: Закон України від 14.12.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/1953-20>
6. Шелудько, В.М. Фінансовий ринок: [підручник] / В.М. Шелудько.– К.: Знання, 2006. – 535 с.
7. Терещенко, О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання [Навч. посібник]. К., 2003. 554 с.
8. Задихайло Д.В. Кібенко О.Р., Назарова Г.В. Корпоративне управління: [Навчальний посібник]. Х.: Еспада, 2003. 688 с.
9. Птащенко, Л.О. Управління корпоративними фінансами [Навч. посібник]. – К.: ЦУЛ, 2008. – 298 с.
10. Фінанси (державні, корпоративні, міжнародні): [підручник]/ За ред. В.О. Онищенко / А.Ю. Бережна, Л.О. Птащенко, І.Б. Чичкало-Кондрацька. 2016. 565 с.
11. Данілов О. Д., Паєнтко Т.В. Фінанси підприємств у запитаннях і відповідях. Навч. Посібник. ЦУЛ, 2019. 256 с.
12. Фінанси: підруч. / за ред. д.е.н., проф. А. І. Крисоватого. Тернопіль: Університетська думка, 2024. 632 с.
13. Євтушевський, В.А. Корпоративне управління: [Підручник]. – К.: Знання, 2006. 406 с.
14. Кірейцев Г.Г. Фінансовий менеджмент. – К.: ЦУЛ, 2004. – 531 с.
- Ігнат'єва І.А., Гарафанова О.Ш. Корпоративне управління. Підручник. К.: ЦУЛ, 2013. 600 с.
15. Фінанси, банківська справа та страхування. Корпоративні фінанси та фінансове посередництво: підручник / за ред. Проф. П.О. Нікіфорова. Чернівці: Чернівецький нац.ун-т, 2019. 264с. URL: <https://archer.chnu.edu.ua/handle>
16. Фінанси: підруч. / за ред. д.е.н., проф. А. І. Крисоватого. Тернопіль : Університетська думка, 2024. 632 с.
17. Лютий І. О., Боринець С. Я., Варналій З. С. Фінанси: підруч.: 2-ге вид., допов. та переробл. Київ: 2023. 716 с.
18. Фінанси: підруч. за ред. Юрія С., Федосова В. Київ : Знання, 2012. 687 с.
19. Корпоративні фінанси: навчальний посібник / Е.О. Юрій, Н.О. Ковальчук. Чернівці: Чернівецький національний ун-т ім. Ю.Федьковича. 2019. 439 с.

20. Корпоративні фінанси в умовах глобальних викликів : монографія / Г. В. Блакита, Г. В. Ситник, І. В. Височин та ін. Київ : Держ. торг.-екон. ун-т, 2023. 288 с. URL: <https://knute.edu.ua/file/MjkwMjQ=/a8c2dc27581153a8734a16d826f0.pdf>
21. Блакита Г., Ситник Г. Корпоративні фінанси: детермінанти успішного управління. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. 2019. №126(4). С.16–30. URL: <https://doi.org/10.31617/visnik.knute>.
22. Ю. Коваленко. Допоміжні фінансові корпорації на ринку цінних паперів України Фінанси та банківська справа, 2022-12-22. URL: <https://aab-economics.kmf.uz.ua/aabe/article/view/41>
23. Варналій З.С., Мазур І.І. Рейдерство в Україні: передумови та шляхи подолання. *Стратегічні пріоритети*. 2010. № 2 (3). С. 129–136.
24. Берлач Ю.А. Правове визначення рейдерства. *Південноукраїнський правничий часопис*. 2009. № 1. С. 60–62.
25. Єфименко А.О. Рейдерство або ринок контролю. *Юридичний журнал*. 2008. № 11. С. 116–122.
26. Мельниченко О.А., Пушкарьова В.І. Протидія рейдерству як складова державної політики щодо економічної безпеки. *Актуальні проблеми державного управління*. 2015. № 1 (47). С. 102–109.
27. Мулярчук В. Історія рейдерства: минуле та сьогодення. URL: <https://site.ua/volodimir.mulyarchuk/istoriya-reiderstva-minule-ta-syogodennya>.
28. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо захисту права власності». URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/159-20>.
29. Алексєєв І. С. Грінмейл (корпоративний шантаж) - реальність сучасних корпоративних відносин. URL: <https://flexp.com.ua/library/article/103>
30. Кушерець Д.В. Правова політика протидії рейдерству. *Науковий вісник Чернівецького університету*. 2013. Вип. 644. Серія: Правознавство. С. 101–104.